

**Reporte Especial**

Departamento de Estudios Económicos

ENERO DEL 2010

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2010

*Crecimiento en medio de un  
mundo incierto*



**DISCLAIMER:** Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

## Perú 2010: Crecimiento en medio de un mundo incierto

En el 2010 el tema económico que diferenciará a los países será, más que el crecimiento en sí, los desequilibrios macroeconómicos (equilibrio fiscal, equilibrio externo y equilibrio entre ahorro e inversión). Es este tema el que definirá la sostenibilidad de la recuperación económica de cada país.

El Perú es uno de los países que está experimentando una mejora en sus balances macroeconómicos. Al respecto, el 2010 promete ser un año de mayor superávit externo y menor déficit fiscal. Esto dará al país una base más sólida sobre la cual crecer, y nos ayudará a afrontar el riesgo de una nueva crisis internacional desde una posición de relativa fortaleza, siempre que esta crisis no ocurra demasiado pronto.

El Cuadro de Principales Indicadores Macroeconómicos muestra los tres atributos de la economía en el 2010: crecimiento moderado, mejora en las cuentas macroeconómicas y relativa estabilidad de precios.

### Crecimiento

Nuestra proyección de crecimiento del PBI para el 2010 es de 5.0%. Esto representa un incremento respecto de nuestra proyección anterior, realizada inicialmente en agosto del 2009, de 4.2%.

Nuestra proyección supera levemente al consenso, que está en 4.5% según el sondeo de *Latinfocus Consensus Forecast* a unas 17 instituciones (el rango de proyecciones va de 2.9% a 6.0%). La proyección más reciente del BCR es 5.5%.

No obstante estar por encima del consenso, nuestra proyección es conservadora. Las revisiones recientes que han realizado otras instituciones han sido al alza y es probable que el consenso del mercado suba en los próximos meses, de manera que nuestra proyección pase de ser uno de los más optimistas, a ser uno de los más conservadores.

El sesgo del error de nuestra proyección es al alza. Es decir, la probabilidad de que el crecimiento en el 2010 sea mayor a nuestra proyección de 5.0% es más alta que la probabilidad de que sea menor. Hemos preferido ser conservadores debido a los riesgos que persisten en la economía mundial.

Estamos siendo particularmente cautelosos en nuestras proyecciones de inversión privada y de inversión pública. Ambos componentes del PBI son los más difíciles de pronosticar.

En el caso de la inversión privada, hay varios factores que deben incidir en un incremento en el 2010, incluyendo:

- Tasas de interés de mercado bajas, sobretudo las corporativas.

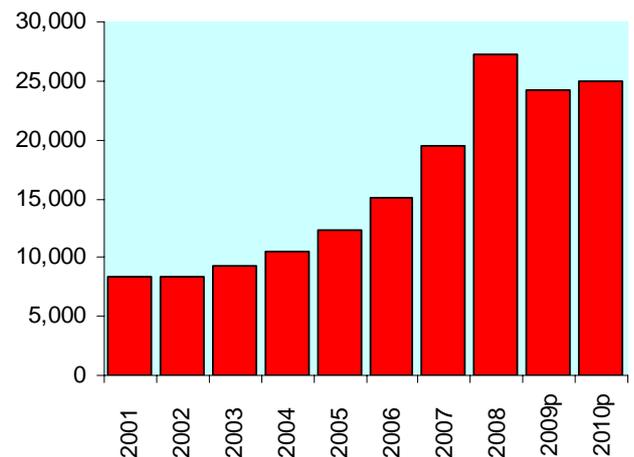
### PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2009 (p)	2010 (p)	2011 (p)
PBI (Var. % real)	1.0	5.0	4.6
Resultado Fiscal (% del PBI)	-1.6	-0.5	0.5
Balanza comercial (US\$ millones)	5,463	7,601	7,554
Reservas Internacionales Netas (US\$ millones)	33,135	36,335	39,135
Tipo de cambio fin de año (S/. por US\$)	2.89	2.75	2.75
Inflación (%)	0.3	3.0	n.d.

(p): Proyección.

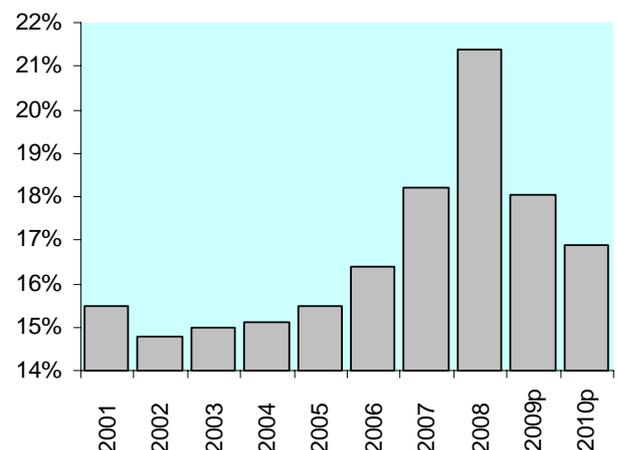
Fuente: EE - Scotiabank

### INVERSIÓN PRIVADA (US\$ millones)



Fuente: BCRP, EE - Scotiabank

### INVERSIÓN PRIVADA (% del PBI)



Fuente: BCRP, EE - Scotiabank

- Precios de los metales e hidrocarburos sostenidamente altos.
- Un portafolio de inversión considerable.
- Licitaciones y obras públicas y público-privadas.
- Ratificación, de parte de una tercera institución (Moody's), de la mejora en calificación de riesgo del país a grado de inversión.
- Fortaleza financiera y caja holgada en las empresas.
- Baja morosidad en el sistema bancario y acceso a crédito.
- El propio crecimiento esperado.

Estos factores sugieren que existe un potencial para que la inversión privada crezca a un ritmo mayor a nuestro estimado de 8.5%. Este estimado equivale a una inversión privada de US\$25,000 millones, que es un monto por debajo de lo registrado en 2008. Para llegar al nivel del 2008, la inversión privada tendría que crecer alrededor de 13% en términos reales, lo cual llevaría a un crecimiento del PBI de 5.8%, y no de 5.0%.

Estas cifras, 13% y 5.8%, están dentro de lo posible. En general, sin embargo, dado que la inversión privada es sumamente volátil y depende fuertemente de la confianza, la cual no es predecible, preferimos ser conservadores. En especial considerando que el 2010 va a seguir siendo un año sumamente difícil y ruidoso a nivel internacional.

El otro lado de la medalla es éste: si el crecimiento de la inversión privada en el 2010 fuera cero, el crecimiento del PBI sería 3.2%. Esto parece poco probable, pero es interesante que, junto con el 5.8%, se aproximan bastante al rango de proyecciones de mercado según *Latinfocus* (2.9% a 6.0%).

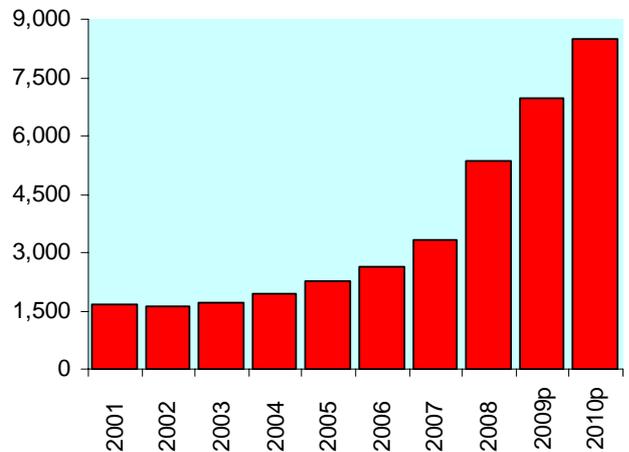
### El gasto público

Nuestra proyección de un 17% de incremento en la inversión pública (gobiernos central, regionales y locales) también es relativamente cautelosa, si se toma en cuenta los siguientes tres factores:

1. Los tres estamentos de gobierno tienen intenciones de inversión superiores al 17%. De hecho, el MEF está pronosticando un incremento de 30% en la inversión pública, en base al Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2009-2011.
2. Existen recursos holgadamente suficientes para un incremento en la inversión pública bastante mayor al 17%.
3. El año electoral da un incentivo adicional para que los gobiernos regionales y locales incrementen sus gastos.

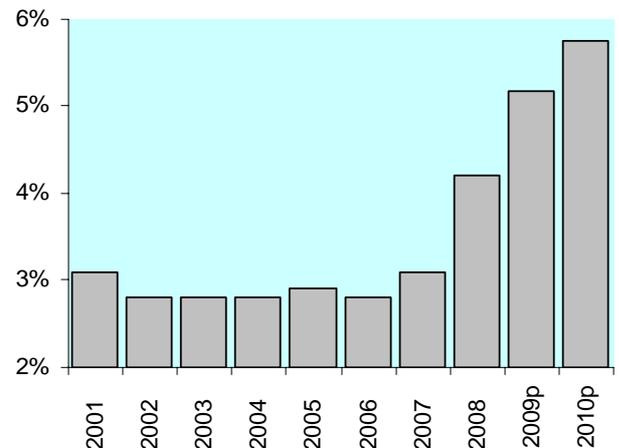
Por consiguiente, existe la intención y los recursos, además de incentivos políticos especiales, para gastar más. Lo que no es evidente es que haya la capacidad de hacerlo. En el 2009 la ejecución presupuestal del Gobierno Central alcanzó el 76%, mientras que los gobiernos regionales ejecutaron 58%. Hay que considerar, al respecto, que nuestra proyección de inversión pública para el 2010 representa un (nuevo) récord histórico nominal (US\$8,500 millones).

### INVERSIÓN PÚBLICA (US\$ millones)



Fuente: BCRP, EE - Scotiabank

### INVERSIÓN PÚBLICA (% del PBI)



Fuente: BCRP, EE - Scotiabank

Representa, además, un incremento considerable sobre niveles históricos de inversión pública: más que triplica la inversión pública del 2006, y es casi cinco veces mayor que la inversión pública promedio anual entre el 2001 y el 2004. De allí las dificultades en la capacidad de gasto. No es fácil aumentar la inversión pública tan rápidamente.

### Consumo y empleo

Una de las sorpresas más gratas del 2009 es que el empleo no cayó. Creció 1.5% hasta octubre (la cifra más reciente). Esto ha permitido que el consumo siga creciendo en el 2009, y forma una buena base para nuestro estimado de 2.8% de crecimiento del consumo privado en el 2010. Es un nivel por debajo del crecimiento de la economía en su conjunto, debido a la importancia del sector público en el crecimiento este año.

### La fortaleza de los balances macroeconómicos

Tal vez la mayor sorpresa del 2010 sea el grado de mejora en los balances macroeconómicos. El crecimiento económico del país depende, en realidad, muy poco de los precios de los metales, directamente. Sin embargo, estos precios son de una importancia crucial para nuestros balances macroeconómicos.

En los últimos meses, los precios de los metales han superado largamente las expectativas más optimistas. Esto se debe, en forma resumida, a cuatro factores: el crecimiento económico de Asia, la acumulación de inventarios de metales de China, el debilitamiento del dólar y el exceso de liquidez en el mundo. Estos cuatro factores deben persistir en el 2010, aunque con ciertas dosis de incertidumbre. China es proclive a cambios inesperados en sus políticas de inventarios, el debilitamiento del dólar tendrá contramarchas, y la liquidez tiende a entrar y salir de los mercados con mucha facilidad y no siempre en sintonía con fundamentos.

Nuestras proyecciones del sector externo y fiscal se basan en precios de los metales que tratan de balancear los factores positivos con los riesgos. En todos los casos, nuestras proyecciones están por encima de los precios promedios del 2009.

En base a estos precios es que vemos mejoras notables tanto en nuestros balances externos, como en la situación fiscal del país.

Lo más notorio, y dónde nos apartamos más respecto de otros analistas, es en esperar que el déficit fiscal se reduzca, de 1.6% del PBI en el 2009, a 0.5% en el 2010. El consenso del mercado es de un déficit de 1.5% del PBI, con un rango que va de -1.0% a -2.0%. Es decir, nuestra proyección está fuera del rango del consenso.

El riesgo de nuestra proyección es que el gasto público termine siendo más alto de lo que esperamos. Sería un error benigno, ya que al país le conviene un mayor gasto fiscal para estimular la economía. Existe un margen amplio para un mayor gasto sin que signifique un desequilibrio macroeconómico.

El otro riesgo es un desplome de los precios de los metales. Esto es posible, en la medida en que ha entrado abundante capital especulativo en algunos de estos mercados. Sin embargo, el crecimiento económico de China da un cierto nivel de soporte y la holgura de liquidez da un impulso adicional a los mercados. Como riesgo, una nueva recesión de la economía mundial podría afectar lo suficiente a nuestras proyecciones. Pero, es igualmente posible, dado el exceso de liquidez mundial y el probable debilitamiento del dólar, que los precios de los metales sigan altos. Como siempre en periodos de exceso de liquidez, es probable que haya un volatilidad significativa en los precios a lo largo del año.

### Sector externo

El superávit comercial promete volver a ampliarse en el 2010. Sin embargo, el peso de la mejora residirá casi exclusivamente en el precio de los metales. Esto contrasta con los superávits récord de los años 2007 y

### PBI SECTORIAL (Var. % real)

	2009(p)	2010(p)	2011(p)
Agropecuario	2.4	3.6	3.2
Agrícola	1.1	3.3	2.8
Pecuaria	4.4	4.0	3.8
Pesca	-6.9	5.3	1.6
Minería e hidrocarburos	0.8	3.9	5.1
Minería	-1.0	1.0	5.0
Hidrocarburos	16.1	23.0	6.0
Manufactura	-7.2	5.6	4.7
Procesadores recursos primarios	0.5	3.1	5.1
Industria no primaria	-8.6	6.2	4.6
Electricidad y agua	1.4	5.0	4.6
Construcción	5.2	8.9	6.0
Comercio	-0.5	3.6	5.0
Servicios	4.4	5.5	4.4
VAB	1.1	5.1	4.6
Impuestos	-1.1	4.0	5.0
<b>PBI</b>	<b>1.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>
VAB primario	1.3	3.7	4.1
VAB no primario	1.2	5.5	4.7

(p): Proyección.

Fuente: EE - Scotiabank

### DEMANDA GLOBAL (Var. % real)

	2009(p)	2010(p)	2011(p)
Oferta global	-2.8	5.3	5.2
<b>PBI</b>	<b>1.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>
Importaciones	-19.4	8.0	8.0
Demanda global	-2.8	5.3	5.2
<b>Demanda interna</b>	<b>-2.9</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>
Consumo privado	2.1	2.8	3.5
Consumo público	8.8	6.0	5.0
<b>Inversión bruta interna</b>	<b>-18.0</b>	<b>16.3</b>	<b>11.1</b>
Inversión bruta fija	-8.5	10.4	10.1
Privada	-14.9	8.5	9.0
Pública	24.8	17.0	14.0
<b>Exportaciones</b>	<b>-2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>4.0</b>

(p): Proyección.

Fuente: EE - Scotiabank

2008, en que contribuyó un crecimiento fuerte en las exportaciones no tradicionales. El incremento en las exportaciones será compensado sólo parcialmente por un aumento en las importaciones, en línea con el crecimiento de la economía interna.

Adicionalmente, en el 2009 ocurrió un cambio estructural que pasó casi desapercibido. Luego de décadas, el Perú empieza a dejar de ser un importador neto de hidrocarburos. Esta brecha, que fue deficitaria en más de US\$2,348 millones en el 2008, se redujo a alrededor de US\$1,000 millones en el 2009. La brecha seguirá cerrándose en el 2010.

La cuenta corriente será positiva, 2.2%, en términos de flujo real de divisas (es decir, excluyendo el elemento contable de las utilidades de las empresas extranjeras no remesadas). Ante la mejora en las cuentas externas, proyectamos un incremento en las RIN de unos US\$3,200 millones.

### Inflación y política monetaria

La tendencia de la inflación en el Perú desde el 2008 ha estado casi exclusivamente vinculada al componente de inflación importada. El factor principal detrás de la inflación de 6.7% en el 2008 fue el incremento en los precios del petróleo, de los alimentos y de insumos en general, a nivel mundial. La reducción de la inflación en el 2009 también estuvo ligada a la caída en estos mismos precios. De la misma manera, la magnitud de la inflación en el país en el 2010 dependerá, principalmente, de la inflación mundial, en particular en aquellos bienes que importamos como insumos. Salvo posibles temas climáticos y puntuales, no parece existir algún elemento interno que pueda generar inflación en forma importante.

En general, son las políticas monetarias tan expansivas en el mundo lo que genera un riesgo de inflación en el futuro. Lo más probable, al menos para el 2010, es que el canal sea los precios de los recursos naturales y alimentos (commodities), parecido a lo que ocurrió en el 2008. Esto ya se viene dando, aunque sólo parcialmente y restringido a algunos insumos alimenticios secundarios (azúcar, cacao, café), pero no a los insumos principales como el trigo, soya, maíz y granos en general. Sin embargo, el riesgo de que esto ocurra existe.

Es difícil pensar que la inflación tan excepcionalmente baja del 2009 pueda persistir en el 2010. Al mismo tiempo, dada la incertidumbre propia de los mercados de commodities en periodos de exceso de liquidez, es difícil pronosticar la magnitud del incremento en la inflación mundial.

Nuestra proyección de una inflación interna de 3% tiene la intención de alertar sobre el riesgo de una subida en la inflación, pero reconociendo, al mismo tiempo, que no necesariamente va a ser una preocupación considerable en el 2010.

Este escenario de rebote moderado en el crecimiento económico e inflación interna baja puede dar más margen al BCR de dirigir su política hacia controlar los flujos de capital especulativo desde el exterior. Por lo tanto, no parece probable que el BCR quiera adelantarse a otros bancos centrales de la región en subir la tasa de interés de referencia, para no atraer estos flujos de capital.

### Tipo de cambio

Nuestra proyección del tipo de cambio de fin del año 2010 es S/. 2.75, con un promedio para el año de S/. 2.81. Más que precisión, el mensaje que deseamos dar es que los factores relevantes están posicionados a favor de una apreciación cambiaria significativa.

Estos factores de apreciación incluyen el superávit

### SECTOR EXTERNO (US\$ Millones)

	2009 (p)	2010 (p)	2011 (p)
Flujo de RIN	1,939	3,200	2,800
Reservas Internacionales Netas	33,135	36,335	39,135
Cuenta Corriente (% del PBI)	-0.1	-0.4	-1.0
Cta. Cte. Corregida 1/ (% del PBI)	1.3	2.2	2.1
Balanza comercial	5,463	7,601	7,554
Exportaciones	26,613	32,516	35,052
Importaciones	21,151	24,915	27,498
Cuenta Financiera	1,800	3,600	4,600

1/ Considera flujo neto de Remesas e IED

(p): Proyección.

Fuente: EE - Scotiabank

### PROYECCIÓN DE PRECIOS DE METALES

	2009			2010(p)
	Promedio	Fin de año	Var. anual	Promedio
Oro (US\$/oz.)	974	1,097	24%	1,250
Plata (US\$/oz.)	14.71	16.88	48%	22.00
Cobre (US\$/lb.)	2.35	3.33	141%	3.30
Zinc (US\$/lb.)	0.75	1.15	114%	1.20
Plomo (US\$/lb.)	0.78	1.09	137%	1.20
Petróleo (US\$/b.)	62	77	141%	85

(p): Proyección.

Fuente: Bloomberg, EE - Scotiabank

externo, el proceso interno de desdolarización y, en general, la estabilidad macroeconómica del país. El debilitamiento del dólar a nivel internacional será un factor adicional en la apreciación del sol frente al dólar. Dada la política monetaria agresiva y el deterioro fiscal acelerado en EE.UU., los fundamentos del dólar no son buenos para el 2010. Esperamos un debilitamiento del dólar, interrumpido por periodos de movimientos de capital de corto plazo e intervención por parte de las autoridades monetarias de EE.UU., igual a como ocurrió en el 2009.

Es posible que las elecciones afecten al mercado cambiario en alguna medida, como ocurrió en el 2006. Sin embargo, es más probable que esto ocurra recién en el 2011 y no en el 2010. Además, la magnitud del impacto no necesariamente va a ser significativa. Salvo una situación de incertidumbre electoral extrema, es probable que los factores económicos pesen bastante más que los políticos sobre el mercado cambiario en los próximos dos años.

El Banco Central será, probablemente, mucho más importante que las elecciones en amortiguar las fuerzas apreciatorias del sol. El BCR ha sido un freno significativo a los movimientos cambiarios fuertes en los últimos años. No hay ninguna razón para esperar que el BCR deje de jugar este rol en el 2010.

## Riesgos a nuestras proyecciones

El mundo sigue en una situación de turbulencia. Los grandes desequilibrios mundiales no garantizan la sostenibilidad de la recuperación en el crecimiento mundial. El Perú enfrenta una serie de riesgos de la economía internacional en el 2010, que incluyen:

- Riesgo de una nueva recesión en los países desarrollados. La recuperación es aún demasiado frágil, y los sectores comerciales, inmobiliarios y financieros de estos países aún enfrentan problemas demasiado graves como para descartar una nueva recesión. Incluso de evitarse una nueva recesión, el crecimiento en los países desarrollados será bajo.
- El deterioro de las finanzas públicas en los países desarrollados y, sobre todo, en EE.UU. es un riesgo particularmente importante, que generará ruido y volatilidad en los mercados financieros y cambiarios, con riesgo de provocar una nueva crisis.
- El exceso de liquidez que existe en el mundo seguirá generando volatilidad en los mercados, incluyendo los commodities. El Perú se ha venido beneficiando del impacto del exceso de liquidez sobre los precios de los metales. Es probable que esto continúe durante la mayor parte del 2010. Sin embargo, existe un riesgo real de una salida de estos capitales, que desinflen los precios.
- Mientras continúen las políticas monetarias tan expansivas en los países desarrollados, habrá el riesgo de un nuevo periodo de inflación mundial. Al respecto, los mercados a monitorear son los recursos naturales alimenticios (*commodities soft*) y el petróleo.

Como nota alentadora final, hay que reconocer que el mundo viene cambiando. En los últimos años el análisis económico mundial ha estado centrado en los países generadores de la crisis: EE.UU. y los países desarrollados en general. Sin embargo, en forma paralela, en este periodo continuó el cambio estructural que implica la industrialización de los países emergentes en general y de Asia en particular. En el 2010 los países emergentes seguirán creciendo más que los países desarrollados. Luego de más de una década en que ha venido ocurriendo esto, el peso de estos países es cada vez mayor en la economía mundial, y el futuro económico del mundo depende cada vez más de los países emergentes y menos de los desarrollados. Una señal poderosa al respecto es la manera en que la recuperación del comercio mundial está siendo liderada por los países emergentes, y, en especial, los países de Asia. En el 2010 el Perú tendrá que seguir adaptándose a la nueva realidad del crecimiento y comercio mundial.

El Perú podrá crecer en este mundo inestable. Puede, en particular, crecer independientemente de lo que ocurra en EE.UU., siempre que lo que ocurra en EE.UU. no sea excesivo. Es decir, puede crecer si la economía de EEUU se estanca o entre en una nueva recesión, siempre que ésta sea relativamente leve. Sólo un desplome o recesión pronunciada en los países desarrollados pondría en peligro el crecimiento del Perú. No es éste nuestro escenario base, pero el riesgo de que ocurra no es insignificante.



## **Estudios Económicos**

<b>Guillermo Arbe Carbonel</b>	<b>Gerente</b>	<b>211-6052</b>
Pablo Nano Cortez	<i>Análisis Sectorial / Regiones / Política Comercial</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Daniela Estrella Morgan	<i>Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 6661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 6487
Juan Pablo Ramos Grimaldo	<i>Macroeconomía / Minería / Hidrocarburos</i>	211-6000 ax. 6558
James Paul Donayre	Asistente	211-6000 ax. 6851