

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

ENERO DEL 2011

PERÚ: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2011-2012



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.

El Perú en el 2011: creciendo en un mundo complicado

El 2011 podría ser el mejor año para el Perú desde el 2008. Si bien será difícil repetir el crecimiento del PBI del 2010 (8.7% a octubre), el 7.0% que proyectamos es, en realidad, más robusto ya que no dependerá, a diferencia del 2010, ni de un efecto rebote, ni de una reacumulación de inventarios, ni de un programa extraordinario (y rezagado) de estímulo fiscal. Se basará, más bien, en la demanda interna, la inversión privada y el crecimiento del empleo. Será, por lo tanto, un reflejo mucho más potente de la reactivación del círculo virtuoso de crecimiento que se generó entre el 2005 y el 2008.

Sin embargo, no es sólo el crecimiento lo importante. En un mundo en riesgo debido a grandes desequilibrios fiscales, tal vez el hecho económico más sobresaliente del 2011 sea el regreso del país a una situación de superávit fiscal. Nuestra proyección de un superávit fiscal de 0.4% significa que tendremos una situación de doble superávit (fiscal y externo) por primera vez desde el 2008. Nuestra expectativa es que este superávit se mantenga también en el 2012, con lo cual habremos tenido cinco años de superávit fiscal en un periodo total de siete años, algo nunca antes logrado en la historia registrada del país.

Esta combinación de crecimiento más fortalecimiento en los balances macroeconómicos está ocurriendo en un entorno global que combina un crecimiento mundial algo mayor, pero con incertidumbre y turbulencia; una reactivación del comercio internacional, pero con crisis de insolvencia en una serie de países; precios altos de *commodities* para beneficio de los países que los producen, pero que podría generar un rebote en la inflación mundial. El mundo se está dividiendo, ya no entre países emergentes y desarrollados, sino entre países fiscalmente solventes y los fiscalmente riesgosos. Los primeros incluyen a países no sólo emergentes de Asia y Sudamérica, sino también desarrollados como Canadá, Australia, Alemania y los países nórdicos. Son estos países los que están dando el mayor impulso al crecimiento mundial, a la vez que aseguran una base fundamental para que los precios de los metales se mantengan elevados. El Perú está entre éstos países que, en base a fundamentos macroeconómicos sólidos, tienen una perspectiva de crecimiento robusto y sostenible en el tiempo.

Crecimiento interno

El crecimiento del PBI nacional sorprendió en el 2010. Hace un año, el consenso del mercado, según Latinfocus, era que el Perú crecería 4.5% en el 2010 (la proyección de Estudios Económicos de Scotiabank Perú era: 5.0%). En cambio, terminará creciendo casi el doble (alrededor de 8.7%). El motor de este crecimiento ha sido la demanda interna, como parte de una tendencia que se viene dando desde el 2005.

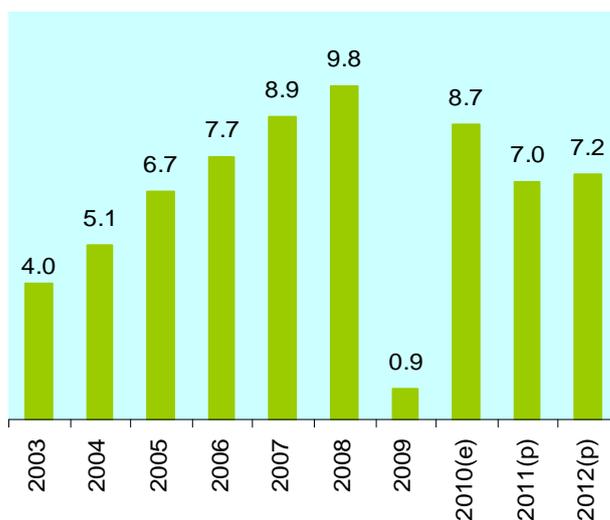
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

VARIABLES	2010 (e)	2011 (p)	2012 (p)
PBI (Var. % real)	8.7	7.0	7.2
Resultado Fiscal (% del PBI)	-0.8	0.4	0.8
Balanza Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.8	-2.3	-3.5
Balanza comercial (US\$ millones)	6,073	7,259	6,214
Reservas Internac. Netas (US\$ millones)	44,105	49,850	53,356
Tipo de cambio fin de año (S/. por US\$)	2.81	2.68	2.65
Inflación (%)	2.1	3.5	n.d.

(e) Estimación; (p): Proyección.

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Variación porcentual anual)

	2010(e)	2011(p)	2012(p)
PBI	8.7	7.0	7.2
Importaciones	21.3	11.2	8.9
Demanda interna	12.1	8.3	7.9
Consumo privado	5.4	5.7	5.2
Consumo público	10.8	4.3	4.8
Inversión privada	20.0	15.2	16.0
Inversión pública	24.2	7.8	10.0
Exportaciones	3.0	4.6	5.3

(e) Estimación; (p): Proyección.

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

De hecho, en términos de crecimiento, el Perú dejó hace mucho tiempo de ser un país primario-exportador. En particular, dos elementos superaron las expectativas de crecimiento en el 2010. La inversión pública (habría crecido alrededor de 24%) fue el primero, como reflejo de inversiones que se debieron dar en el 2009 como parte del programa de estímulo fiscal, y que se trasladaron al 2010. Más importante, sin embargo, fue el fuerte crecimiento de la inversión privada, de 20% (estimado). La inversión privada es el componente de la demanda de la economía que es más volátil y difícil de predecir. Si bien su crecimiento en el 2010 se debió, en parte, a un efecto rebote, luego de caer 15.1% en el 2009, fue también un reflejo de qué tan rápida ha sido la recuperación de la confianza de parte de los inversionistas y de los mercados.

En el 2011 el motor de crecimiento seguirá siendo la demanda interna, que estamos proyectando crecerá 8.3%. Pero, el crecimiento será diferente al 2010 en tres aspectos:

- Desaparecerá el efecto base del 2010. El 7.0% de crecimiento del 2011 será más robusto que el crecimiento del 2010, porque se dará sobre un crecimiento alto en el 2010, mientras que el crecimiento del 2010 se dio sobre un crecimiento bajo en el 2009.
- En el 2010 hubo un efecto de reposición de inventarios que será poco significativo en el 2011.
- La contribución del gasto público será menor en el 2011. Según nuestras proyecciones, la inversión pública aumentará apenas 7.8% (frente a 24.3% en el 2010) y el consumo público 4.3% (frente a 10.8% en el 2010).

El mensaje principal de estas diferencias es que el sector privado tendrá un peso mucho mayor en el crecimiento. De hecho, es probable que el sector privado tenga el mayor peso desde el 2005. La inversión privada, como se ve en el cuadro de la página anterior, liderará el crecimiento con una proyección de 15.2% y, de no mediar una crisis internacional, seguirá fuerte en el 2012, con una proyección de 16.0%.

El 2011 será el décimotercer año consecutivo de crecimiento del país. Nunca antes en la historia moderna ha ocurrido algo parecido. En este periodo, del 1999 al 2011, la economía pasó de un PBI de US\$35 mil millones a un estimado de US\$170 mil millones, un incremento de casi cinco veces. La ausencia de desbalances macroeconómicos internos hace sostenible en adelante el crecimiento que ha venido teniendo el país en la última década. Por consiguiente, el PBI del país está en camino a superar los US\$200 mil millones entre el 2013 y el 2014. A este ritmo, el país será una economía de US\$300 mil millones para nuestro bicentenario.

Sectores

En el 2011 y 2012, todos los sectores deben crecer, tal como ocurrió entre el 2005 y el 2008. Puesto que es la demanda interna la que liderará el crecimiento, son los sectores más vinculados a la demanda interna, y a la inversión privada en especial, los que crecerán más, entre ellos la construcción, la manufactura no primaria, el comercio y algunos rubros de servicios.

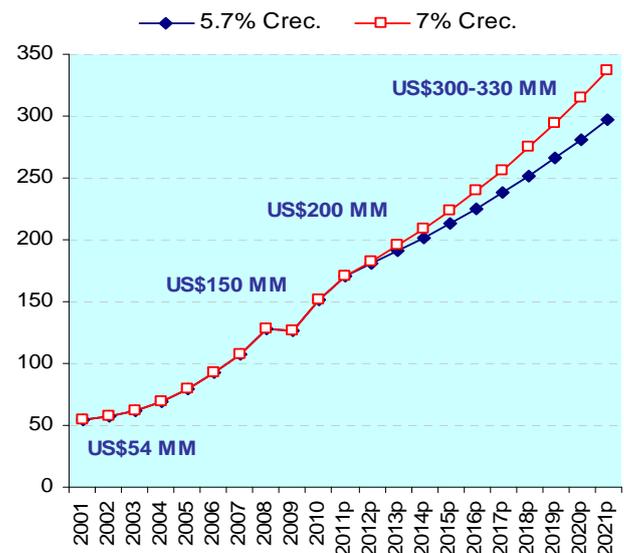
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTOR (Variación porcentual anual)

	2010(e)	2011(p)	2012(p)
Agropecuario	4.1	3.0	3.0
Pesca	-15.3	10.1	4.6
Minería e hidrocarburos	-1.4	4.9	4.3
Manufactura	13.2	7.9	7.7
Primaria	-0.3	5.9	4.8
No primaria	15.9	8.2	8.2
Electricidad y agua	8.0	7.2	7.5
Construcción	17.5	10.0	11.0
Comercio	9.4	7.1	7.0
Servicios	7.3	7.0	7.3
PBI	8.7	7.0	7.2
VAB primario	1.0	4.2	3.8
VAB no primario	10.0	7.5	7.7

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

(e) Estimación; (p) Proyección.

PERÚ: TENDENCIAS DEL PBI (En miles de millones de dólares)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Existen dos cosas que resaltar. Lo primero es la velocidad de crecimiento del PBI de la construcción, que se viene duplicando cada cinco años (el PBI construcción en el 2010 fue el doble que en el 2005). La construcción retomó un crecimiento de doble dígito en el 2010, y seguirá creciendo por encima de 10% en el 2011 y 2012.

En segundo lugar, el crecimiento de la manufactura no primaria viene sorprendiendo. Es el sector que más cayó en el 2009 (-8.9%), pero uno de los que más creció en el 2010 (14.3% a octubre). En el 2011-2012 difícilmente podrá repetir el nivel de crecimiento del 2010, pero el crecimiento cercano a 8% que esperamos sigue siendo muy fuerte y, lo cual es notable, se dará sobre una base más alta.

Balances macroeconómicos

Balance fiscal

Uno de los aspectos económicos más notorios del 2011 es que volveremos, muy probablemente, a una situación de superávit fiscal. El Perú tuvo un superávit fiscal entre 2006 y 2008, el periodo superavitario más largo de la historia moderna. Tres factores abortaron esta tendencia, generando un déficit fiscal de 1.9% del PBI en el 2009: un aumento extraordinario en el gasto público debido al programa de estímulo fiscal, la disminución en la recaudación fiscal debido a la desaceleración económica interna, y la disminución de la recaudación fiscal ante el declive temporal en los precios de los metales. En el 2010, el gasto público siguió creciendo, pero esto fue compensado por un fuerte incremento en la recaudación, con lo cual el déficit se redujo significativamente; si bien la cifra final aún no se publica, probablemente se sitúe en 0.8% del PBI.

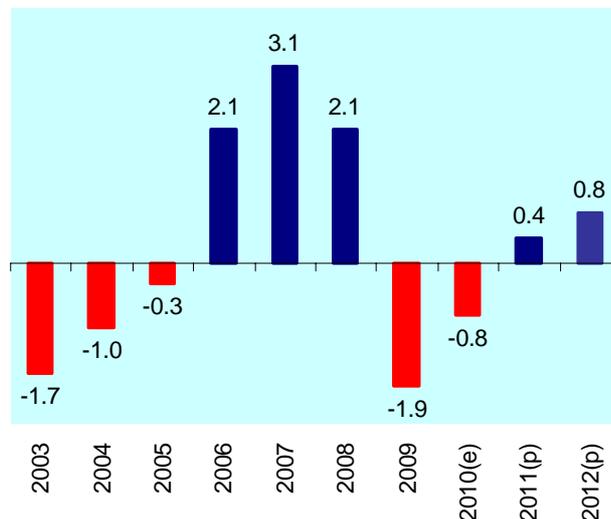
En el 2011 se invertirán los factores que llevaron al país a tener un déficit en el 2009. El gasto del gobierno central crecerá 4%, comparado con 13% en el 2009 y 11% en el 2010. En cambio, los ingresos fiscales, que cayeron 11% en el 2009, continuarán la recuperación que empezaron en el 2010 (23%), subiendo un estimado de 13% en el 2011.

En su último Reporte de Inflación (diciembre, 2010), el BCR redujo se proyección del déficit fiscal para el 2011 a cero. En cambio, el consenso del mercado sigue esperando un déficit de -0.5%, en promedio, lo cual se diferencia significativamente con nuestra proyección de un superávit de 0.4%.

Por consiguiente, el reto del gobierno que se inaugura el próximo 28 de julio será cómo manejar una situación de superávit fiscal. Será interesante, en particular, ver si su manejo es cauteloso e incluye una política de ahorro, en vista de cierta incertidumbre respecto de la sostenibilidad de los precios actuales altos de los metales. Después de todo, si bien, la mejora en la recaudación fiscal vinculada a la demanda interna, así como la desaceleración en el gasto fiscal, contribuirán a reducir el déficit fiscal en el 2011, es probable que no entraríamos a terreno de superávit de no ser por el incremento en los precios de los metales

El cambio de gobierno. El cambio de gobierno significa que será un año interesante en términos de novedades en el manejo fiscal y las decisiones de gasto. Muchas de las incógnitas respecto de lo que se puede esperar en términos de políticas económicas se despejarán una vez que el nuevo gobierno electo designe al presidente del consejo de ministros y al ministro de economía. El mensaje de asunción de mando también será clave para precisar el rumbo económico. Si bien es probable que el próximo gobierno mantenga los grandes lineamientos de política económica, los detalles pueden variar significativamente.

BALANCE FISCAL (% PBI)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

PROYECCIÓN DE PRECIOS DE METALES (En US\$)

Metales	Unidad	2010	2011(p)		2012(p)	
		Prom.	Prom.	Var.	Prom.	Var.
Cobre	Libra	3.42	4.20	22.6%	4.30	2.4%
Zinc	Libra	0.98	1.15	17.2%	1.15	0.0%
Oro	Onza	1,225	1,500	22.4%	1,600	6.7%
Plata	Onza	20.19	32.00	58.5%	35.00	9.4%
Estaño	Libra	9.27	12.00	29.5%	12.00	0.0%
Plomo	Libra	0.98	1.15	17.8%	1.15	0.0%
Petróleo	Barril	79	100	26.0%	105	5.0%

(p): Proyección.

Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

Un tema particular que volverá a surgir en el 2011 será cómo manejar una situación de superávit fiscal. En el 2010, el gobierno se abstuvo de implementar iniciativas nuevas de inversión pública. Esto cambiará en el 2011, cuando habrá autoridades nuevas a nivel local, estatal y de gobierno central, con recursos fiscales significativos. Dados los periodos de aprendizaje y de maduración, muchas de estas iniciativas tendrán un impacto significativo recién en el 2012. Sin embargo, el destino de estos recursos, el tipo de iniciativas que surgirán y el redireccionamiento del gasto público que resultará, será una señal para los próximos cuatro a cinco años.

Sector externo

El país goza de un superávit comercial desde 2002, el periodo más largo desde que hay registros. El Perú se está beneficiando de un megaciclo extraordinario en los mercados de metales, y el 2011 será un nuevo año de precios récord en algunos metales, incluyendo los más importantes para el país, el oro y el cobre.

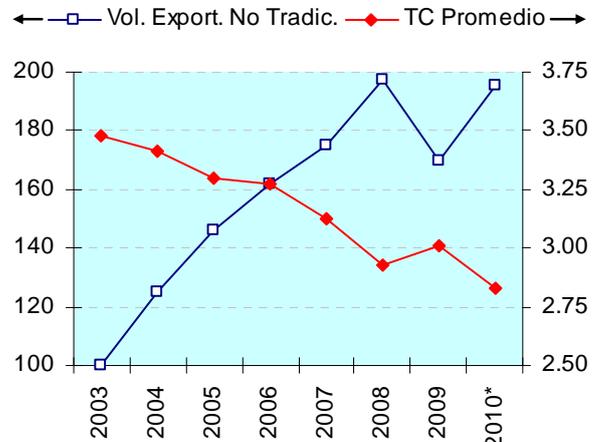
Si bien los precios de los metales altos es el factor principal del superávit en las cuentas externas, no es el único. Desde el 2003, los altos precios han hecho que la minería pase de representar el 51% del valor de las exportaciones, a ser más del 60% en el 2010, sin embargo, en este mismo periodo el volumen de exportaciones no tradicionales aumentó 95%, frente a sólo 16% en que creció el PBI minero.

El gran mensaje que nos están dando las cuentas externas es que no existe en el país una enfermedad holandesa. Los altos precios de los metales están contribuyendo a la apreciación del sol, pero esta apreciación no está impidiendo un incremento en las exportaciones no tradicionales. En parte, esto podría reflejar que el sol se ha venido apreciando a un ritmo moderado y sin mucha volatilidad (dada la política cambiaria del BCR). Pero, también refleja en gran medida un significativo incremento en la productividad en el país que está compensando la apreciación cambiaria. No existen buenos datos de productividad agregada en el país, y no es una variable que se suele seguir, por lo que ha pasado por lo general por debajo del radar de los analistas. Sin embargo, es un factor extremadamente importante para entender lo que ha venido ocurriendo en los últimos años en el país.

El incremento tanto de los precios de los metales como del volumen de las exportaciones no tradicionales está detrás de un superávit comercial en un rango de US\$5,000 millones a US\$7,000 por año entre el 2010 y el 2012. El superávit comercial sería bastante mayor, si no fuera por el fuerte crecimiento de las importaciones, que proyectamos en 18% en el 2011 y 12% en el 2012, en línea con el incremento en la demanda interna. Para poner en perspectiva la explosión que ha habido en el comercio exterior en la última década, hay que considerar que en el 2011 el nivel de nuestras exportaciones, poco más de US\$40 mil millones, y de nuestras importaciones (US\$33.7 mil millones) superará y se acercará, respectivamente, al PBI total del país de hace una década.

La cuenta corriente, en la forma en que típicamente se elabora, será negativa en el 2011 y 2012. En los últimos ocho años, el sol se ha apreciado al margen de lo que ocurría en la cuenta corriente. Esta paradoja se debe a la forma en que se elabora la cuenta corriente, en que se contabiliza la totalidad de las utilidades de las empresas extranjeras en el país como una salida de divisas (en forma de renta de factores) al margen de si estas utilidades son realmente repatriadas o no. Esto distorsiona la cuenta corriente de manera que no refleja el flujo real de divisas que salen del país. En el cuadro

VOLUMEN EXPORTAC. NO TRADICIONALES Y TIPO DE CAMBIO (índice 2003=100 y S/.por US\$)



Fuente: BCR. Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank * A Octubre

SECTOR EXTERNO (US\$ millones)

	2010(e)	2011(p)	2012(p)
Flujo de RIN	10,970	5,745	3,506
Reservas Internac. Netas	44,105	49,850	53,356
Cuenta Corriente (% del PBI)	-1.8	-2.3	-3.5
Cta. Cte. Corregida 1/ (% del PBI)	2.8	2.5	1.2
Balanza comercial	6,073	7,259	6,214
Exportaciones	34,601	40,955	44,010
Importaciones	28,529	33,696	37,796
Cuenta Financiera	13,855	9,983	9,810

1/ Considera flujo neto de Remesas e IED (e) Estimación; (p): Proyección. Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

hemos incluido un cálculo de la cuenta corriente que corrige esta distorsión. La cuenta corriente corregida muestra un superávit en el 2010 al 2012, lo cual está en línea con la apreciación esperada del sol.

El aspecto final que contribuye a cuentas externas positivas en el periodo 2011-2012 es la entrada de capitales, tanto de corto como de largo plazo. El hecho de que el Perú sea uno de los países fiscalmente solventes en un mundo de fuertes desequilibrios y riesgos fiscales nos hace atractivo para las inversiones, tanto productivas, como de corto plazo o especulativas. El superávit fiscal que tendremos en los próximos dos años nos hará aún más atractivo para la inversión extranjera.

Todos estos factores contribuirán a establecer cuentas externas firmemente positivas. En consecuencia, proyectamos que las RIN alcanzarán casi los US\$50 mil millones en el 2011. Esto es más del doble que nuestra deuda pública externa (US\$20 mil millones), otra prueba más de nuestra solvencia fiscal.

Precios

Inflación

La inflación podría ser uno de los retos que enfrentará el Perú en el 2011-2012. Esto a pesar de que, actualmente, no hay visos de inflación. El 2010 terminó con una inflación de 2.1%, muy cercano al punto medio del rango meta del BCR (1% - 3%). Es evidente que el crecimiento de la demanda interna no se está traduciendo en inflación interna. Esto reflejaría dos razones vinculadas entre sí: el hecho de que estemos creciendo en base a inversión privada significa que se está ampliando la frontera productiva a la par que aumenta la demanda agregada (las empresas están respondiendo al incremento en la demanda con incrementos en la oferta); y esta misma inversión privada está generando un incremento en la productividad en el país.

Por consiguiente, el riesgo inflacionario no es interno. Proviene, más bien, del exterior. EE.UU., la Eurozona y Japón continúan implementando las políticas monetarias más expansivas de la historia. En el pasado, situaciones similares derivaron, eventualmente, en inflación.

La situación actual en el mundo es sui generis, existe inflación, pero es en activos financieros, no en bienes de consumo (aún). No es claro hasta cuándo puede durar esta absorción de la liquidez de parte de los mercados financieros, pero el riesgo de que termine desembocando en inflación no es bajo. Existen tres vías en que puede ocurrir esto. Una es directamente, si la liquidez financia un incremento en la demanda pública (cosa que está pasando, en la medida en que la liquidez se está usando para financiar el déficit fiscal) o privada (cosa que no parece estar ocurriendo por el momento). Una segunda vía es que la fuerte emisión de dólares debilite el valor del

dólar. La inflación es, en última instancia, un reflejo de la debilidad de una moneda. Finalmente, está la vía de las materias primas. La liquidez que entra a los mercados de materias primas, o *commodities* (metales, hidrocarburos, alimentos) eleva sus precios. Puesto que las materias primas son insumos, se genera un riesgo de una inflación de costos. Este es el tipo de inflación que se dio en el 2008. Es preocupante que los precios de los principales *commodities* mundiales ya están en niveles cercanos o superiores al 2008. La excepción es clave: los hidrocarburos. Sólo falta que suban los precios de los hidrocarburos para que se desate una inflación mundial en alguna medida.

Salvo una crisis mundial importante, el alza en los precios de las materias primas debe continuar en el 2011. La razón principal es el incremento en la demanda de las materias primas de parte de los países emergentes en crecimiento. Adicionalmente, ha aparecido el fenómeno de La Niña, que está generando problemas climáticos en diversos países que afectan a la producción de una serie de productos. Finalmente, existe el riesgo de una nueva alza en el precio del petróleo. Esto, junto con el riesgo de que el dólar se debilite, daría un impulso adicional a los precios de las materias primas.

Tipo de cambio

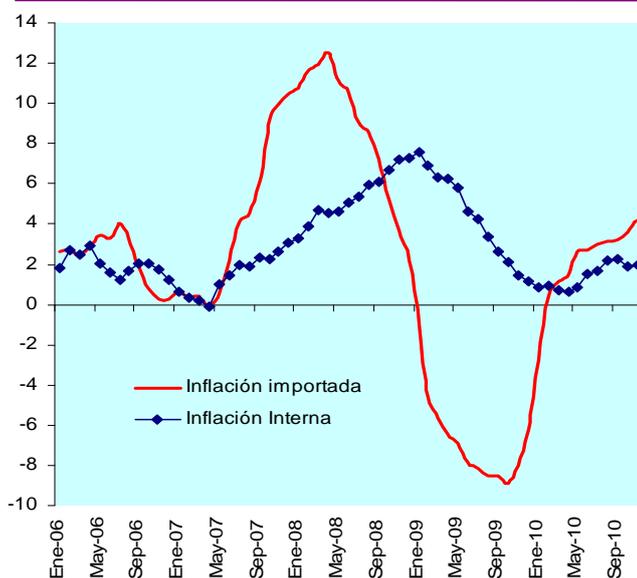
El tipo de cambio promedio se apreció 6.2% en el 2010 (2.9% de punta a punta). Fue la segunda mayor apreciación, en términos de promedio anual (y después del 6.5% en el 2008) desde que empezó el ciclo de apreciación en el 2003. Aún así, la apreciación probablemente habría sido mayor de no ser por la intervención del BCR en el mercado cambiario. En el 2010, el BCR compró, en neto, US\$8.96 mil millones, el segundo mayor monto en la historia (después del 2007 con US\$10.3 mil millones).

El tipo de cambio se ha apreciado 18.8% desde el 2003. Los factores detrás de esta apreciación permanecerán en el 2011. Estos incluyen: el megaciclo de los metales, la desdolarización de la economía y la entrada de capitales de inversión al país. Sin embargo, la magnitud de la apreciación es incierta. No es claro, por ejemplo, que tan significativos serán los flujos de capital de corto plazo, cómo evolucionará el dólar a nivel mundial, ni qué tan agresivo será el BCR en intervenir en el mercado cambiario.

Este último punto es importante. El BCR tiene suficientes recursos como para afectar apreciablemente al mercado cambiario. En la práctica, las intervenciones cambiarias del BCR han reducido la volatilidad del mercado cambiario y, en consecuencia, el sol ha sido una de las monedas más estable del mundo en los últimos dos años, un periodo de mucha volatilidad cambiaria a nivel mundial.

La política monetaria tan expansiva de EE.UU. debería llevar a un debilitamiento del dólar, no necesariamente respecto del euro, que tiene sus propios problemas, pero sí respecto de los países fiscalmente solventes como el Perú.

INFLACION IMPORTADA E INTERNA (Var. % 12 meses)



Fuente: BCR, EE-Scotiabank

Sin embargo, la propia incertidumbre en la economía global puede obrar, por periodos si bien no muy largos, al menos frecuentes, en forma contraria. Hay que tomar en cuenta que el origen de la sobreabundancia de liquidez en el mundo es la emisión de dólares. Por tanto, en momentos de turbulencia en los mercados, los inversionistas originales buscan recuperar su liquidez en dólares generando una demanda temporal. Este vaivén entre el dólar como fuente de financiamiento y punto de retorno de la liquidez generará volatilidad cambiaria en el 2011, como ha venido pasando en años anteriores.

La reacción de los bancos centrales de una serie de países, incluyendo Brasil y Chile, ante las tensiones cambiarias ha sido de mayor intervención vía compras de dólares, encareciendo el ingreso de flujos de capitales y, en algunos casos, implementando controles cambiarios. El BCR también ha sido activo en tratar de evitar que ingresen flujos grandes de dólares al mercado cambiario nacional en la forma de capital de corto plazo, reforzando aspectos regulatorios y tomando medidas para desincentivar el ingreso de este capital. Es probable que siga con esta visión, al menos mientras dure el directorio actual.

El directorio del BCR cambiará en agosto del 2011. Dada la fortaleza institucional del BCR, no esperamos cambios considerables en su política monetaria ni cambiaria. Sin embargo, cada directorio nuevo del BCR le impone una personalidad algo diferente a la forma de enfrentar los temas monetarios y cambiarios del país. Por tanto, si bien es probable que el próximo directorio siga con la política de evitar una volatilidad cambiaria excesiva, la magnitud y formas de intervenir en el mercado cambiario podrían modificarse en alguna medida.

Un aspecto notorio sobre el tipo de cambio es que, a diferencia de elecciones en el pasado, en esta ocasión no esperamos que las elecciones presidenciales del 2011

PROYECCION DE TIPO DE CAMBIO (soles por dólar)

Año 2010	USD-PEN	Var %
Fin de periodo	2.807	-2.9
Promedio	2.826	-6.2
Año 2011		
Fin de periodo	2.68	-4.5
Promedio	2.75	-2.7
Año 2012		
Fin de periodo	2.60	-3.0
Promedio	2.63	-4.4
Variación promedio (en %)		
2005-2010	-4.5	sin incluir 2009

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

tengan un impacto significativo. Esto. Al mismo tiempo, sin embargo, la incertidumbre respecto de la trayectoria internacional del dólar, la intensidad y dirección de los flujos de capital, y la política del BCR hace difícil predecir el tipo de cambio en el 2011. Nuestra proyección de S/. 2.68 representa una apreciación de 4.5% para el año. Esto está en línea con la apreciación anual promedio entre 2005 y 2010 (excluyendo el 2009, año anómalo por la crisis). Nuestra proyección no busca precisión, sino dar el mensaje de que la trayectoria de apreciación continuará y el grado de apreciación será similar al de años previos.

Política monetaria y tasas de interés

En el 2010 el BCR subió su tasa de interés de referencia de 1.25% a 3.0%. A inicios de enero la subió nuevamente a 3.25%. Subidas subsiguientes este año dependerán de la evolución de la inflación y, en alguna medida, de la demanda interna. La inflación de 2.1% en el 2010 deja al BCR tranquilo al iniciar el 2011. Sin embargo, nuestra expectativa, dada la evolución de los *commodities* internacionales, es que la inflación podría superar el techo de 3% del rango meta del BCR hacia la segunda mitad del año, para aterrizar en 3.5% en el año. Esto significa que el BCR tendría que subir la tasa de referencia a un nivel de entre 4.0% y 4.5% para fines del 2011 para que la tasa de referencia real sea mínimamente positiva.

La tasa de interés de referencia no es el único instrumento monetario que viene usando el BCR, ni la inflación su única preocupación. Durante el 2010 la mayor preocupación del BCR fue, más bien, el mercado cambiario y los flujos de capital de corto plazo. Para limitar estos flujos, el BCR adoptó una serie de medidas, algunas de ellas bastante imaginativas, incluyendo encajes y tarifas especiales. Esta preocupación probablemente continúe en alguna medida en el 2011. Sin embargo, lo que está emergiendo como una nueva preocupación de los bancos centrales en el mundo, es cómo enfrentar el riesgo de burbujas y sobreendeudamiento en la economía. En el caso del BCR, esta preocupación está centrada en el crecimiento de las colocaciones bancarias. Algunas medidas dadas al inicio del año 2011 obedecen a esta preocupación.

Casi todas las medidas recientes del BCR, sean referidas a la tasa de referencia, a los encajes o medidas regulatorias, elevan el costo del dinero en el país. Una de las tendencias claras, que ya empezó en el 2010 y que continuará en el 2011, será el incremento en las tasas de interés del mercado financiero.

El cambio en el directorio del BCR también podría afectar la política monetaria a partir de agosto del 2011. Nuevamente, dada la fortaleza institucional del BCR, las modificaciones no deben ser dramáticas. Sin embargo, la gestión actual del BCR ha sido singularmente sofisticada. Esto le ha permitido al BCR apuntar con mayor precisión a objetivos más finos, pero, al mismo tiempo ha generado cierto grado de incertidumbre en los mercados y el sistema financiero, respecto del impacto de las medidas dadas y la posibilidad de nuevas medidas en el futuro. Es de esperar algún grado de variación en el manejo del detalle de la política monetaria con el nuevo directorio.

El Perú como un país fiscalmente solvente

Uno de los grandes cambios estructurales que se viene dando en la economía mundial es que el mundo ya no se está dividiendo entre países emergentes y países desarrollados, sino entre países fiscalmente solventes y los fiscalmente riesgosos.

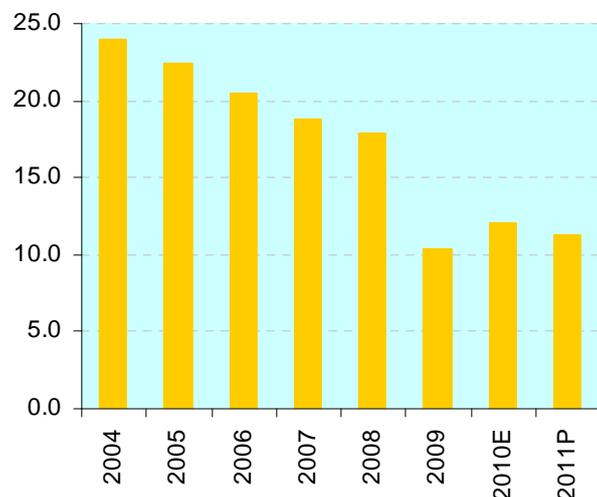
Los países macroeconómicamente sanos incluyen a países desarrollados (Alemania, Canadá, Australia, y los países nórdicos) y emergentes (Asia en general, y parte de Latinoamérica, incluyendo Brasil, Chile y el Perú). Son estos países fiscalmente solventes los que están creciendo en forma robusta y sostenible y que están atrayendo inversión, viendo fortalecer su moneda, y viendo cómo mejora su calificación de riesgo. En el gráfico se muestra la relación que ha existido entre el crecimiento y la solvencia fiscal en el 2010.

En cambio, los países, principalmente desarrollados, con fuertes desequilibrios fiscales y riesgos de insolvencia de corto o mediano plazo, sólo pueden crecer en base a políticas monetarias y fiscales expansivas. Crecer de esta forma genera una dependencia perversa, un círculo vicioso de distorsiones en sus sistemas financieros, y una pérdida de confianza general que limita la recuperación del sector privado.

El Perú se encuentra dentro de los países solventes. Una de las grandes fortalezas del país, en esta era de sobreendeudamiento en países mundiales claves, es que la situación de la deuda pública está controlada. Es esto lo que está haciendo al país un lugar atractivo para la inversión y genera la confianza que viene alimentando el círculo virtuoso de crecimiento.

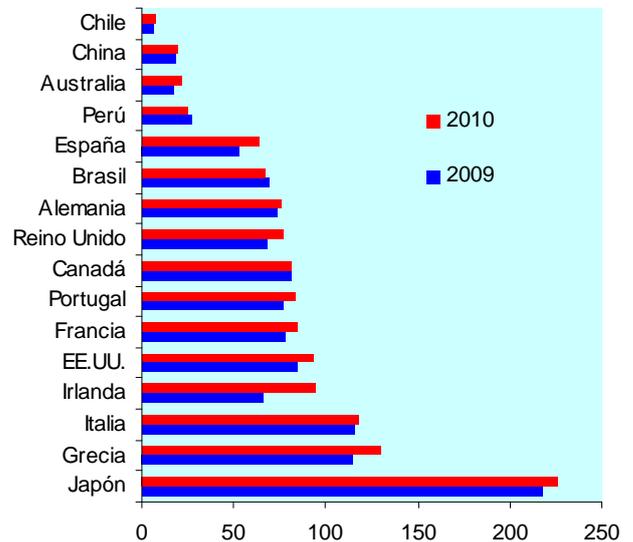
Como consecuencia de la mejora en la situación de la deuda pública, el peso del servicio de esta deuda en el presupuesto público viene disminuyendo, lo cual permite más recursos disponibles para otro tipo de gastos.

SERVICIO DE DEUDA PUBLICA/PRESUPUESTO (En porcentaje)



Fuente: MEF Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

DEUDA PÚBLICA BRUTA (% del PBI)



Fuente: Eurostat, LCF, IMF Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Al mismo tiempo, la mejora fiscal incentivará en los próximos años una mejora en nuestra calificación de deuda. Es conocido que las calificadoras de riesgo están esperando que pase la temporada de elecciones para seguir mejorando nuestra calificación. En última instancia, la salud fiscal del país en términos de deuda pública y déficit, es la base para que el crecimiento robusto que venimos teniendo sea sostenible en el tiempo.

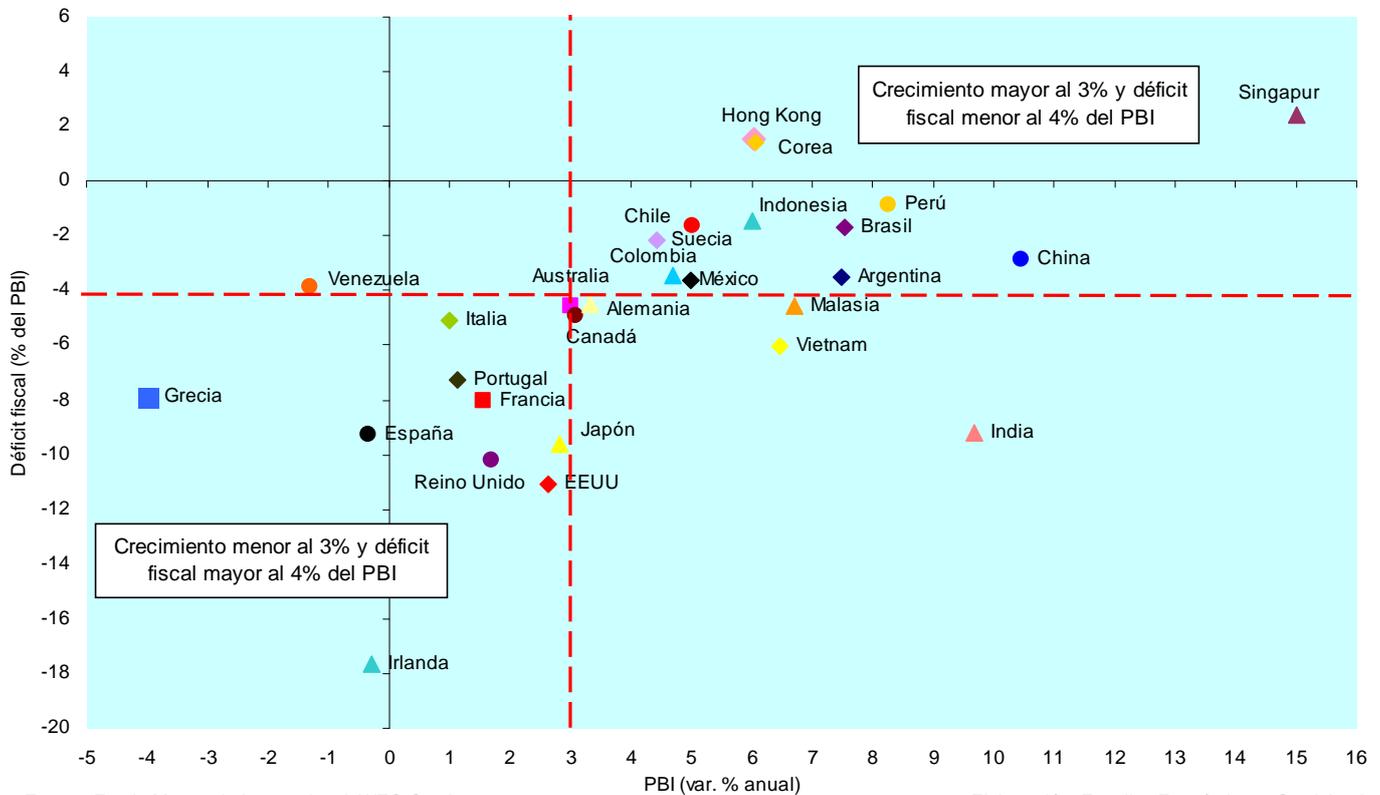
El contexto internacional

El entorno económico mundial seguirá complicado en el 2011. El Perú enfrentará un mundo dividido entre países fiscalmente solventes y los que tienen riesgo de insolvencia fiscal. Los primeros crecerán en forma robusta y sostenible. Los segundos tendrán problemas para crecer en forma confiable.

Esta división del mundo en base a solvencia fiscal está siendo reconocida por los mercados mundiales, tanto cambiarios, como bolsas, mercados de bonos, etc. Esto está llevando a una situación interesante de acercamiento entre las calificaciones de riesgo de los países. Los países con calificaciones históricamente altas, como los europeos, están siendo evaluados como más riesgosos, mientras países emergentes y sin desbalances macroeconómicos, como el Perú, están siendo evaluados como cada vez más seguros. Estas tendencias seguirán en el futuro, con implicancias para los flujos de capital, el costo del dinero, el diferencial en tasas de interés (riesgo país) y la confianza de los inversionistas.

EE.UU. vislumbra un crecimiento mayor al 2010, pero en base a políticas fiscales y monetarias expansivas. Esto significa que este crecimiento será difícil de sostener, y los desequilibrios fiscales y monetarios crecientes seguirán generando la sombra de una crisis futura sobre la economía mundial.

2010: CRECIMIENTO DEL PBI Y DEFICIT FISCAL
(En porcentaje)



Los países de Europa están divididos. Alemania tiene una economía relativamente sólida, con crecimiento adecuado y balances macroeconómicos manejables. Muy pocos otros países de la CE están en esta situación. La mayoría enfrenta la necesidad de implementar políticas fiscales restrictivas en busca de resolver el tema de insolvencia, lo cual generará un crecimiento deprimido. El drama de solvencia europea no ha terminado, y seguirá generando preocupación y turbulencia en los mercados. Difícilmente el euro podría fortalecerse en este ambiente. Si bien, cualquier coqueteo con la insolvencia de países individuales probablemente sea enfrentado vía apoyo financiero proveniente del Banco Central Europeo y de los demás países de la Comunidad Europea, esto sólo traslada la preocupación a otro ámbito. La gran pregunta en discusión en Europa, cuya respuesta aún no está definida, es ¿cómo y quiénes financiarán los nuevos rescates?

China, y Asia en su conjunto, seguirán siendo un soporte a la economía mundial y a los precios de los metales en particular. El peso de los países emergentes, en particular China, para el sostenimiento económico mundial ante los riesgos en EEUU y Europa se ha venido ampliando en los últimos años. Por lo mismo, cualquier cambio en el ritmo de crecimiento de China es seguido con mucho detenimiento por los mercados. La inflación en China representa cierto riesgo en la medida en que puede generar expectativas de políticas de ajuste.

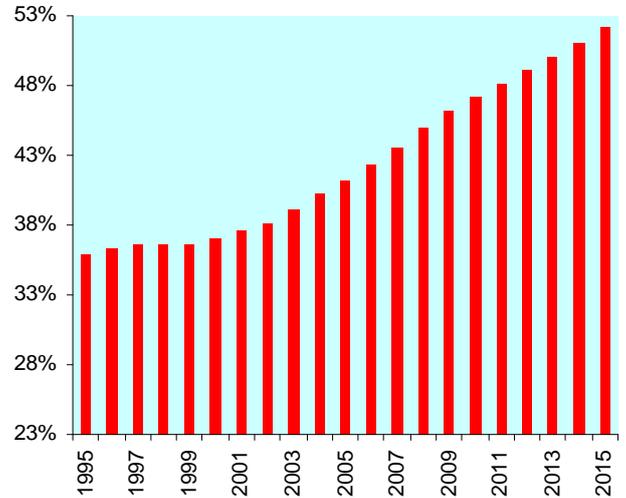
La inflación es otro riesgo que enfrentará el mundo en los próximos dos años. Actualmente, su existencia es poco evidente, aunque empieza a asomarse en algunas regiones del mundo. Sin embargo, es preocupante que los precios de los recursos naturales e insumos mundiales importantes estén en niveles récord. En la medida en que sigan subiendo, o si empiezan a subir significativamente los aún aletargados precios de los combustibles, es difícil ver cómo se podría evitar cierta inflación de costos, aún en un contexto de debilidad de demanda interna en países claves de EEUU y Europa.

Otro riesgo probable para el 2011 es el incremento en el costo del capital en el mundo. La política monetaria expansiva de EE.UU., y, en particular, las compras masivas de bonos del Tesoro, operan para mantener las tasas bajas.

Al mismo tiempo, las expectativas inflacionarias, conforme se vayan dando, y la necesidad de emitir un monto récord de bonos de gobierno en EE.UU. y Europa, pueden contrarrestar las políticas monetarias expansivas e impulsar las tasas de interés al alza. En última instancia, lo que ocurra con las tasas medirá el nivel de confianza que tienen los mercados en que las autoridades mantendrán sus cuentas fiscales y monetarias controladas. Esta confianza corre el riesgo de desdibujarse rápidamente en algún momento del futuro.

En el 2010, habrá que estar atentos a las sorpresas, tipo cisnes negros. Los cisnes negros son eventos de muy baja probabilidad, pero muy alto impacto, de ocurrir. En un mundo que sigue inmerso en un crecimiento frágil y con desequilibrios macroeconómicos significativos en países importantes, así como una situación de desorden monetario, y sistemas financieros vulnerables, el riesgo de cisnes negros, es, paradójicamente, relativamente alto.

**PESO DE LOS PAISES EMERGENTES
(% del PBI Mundial)**



Fuente: FMI

Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank



Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel

Pablo Nano Cortez
 Mario Guerrero Corzo
 Daniela Estrella Morgan
 Estefany Castillo Ayllón
 Erika Manchego Chavez
 James Paul Donayre

Gerente

Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones
Monetaria / Precios / Bancos
Economía Internacional
Renta Variable / Renta Fija
Minería / Commodities
 Asistente

211-6052

211-6000 ax. 6556
 211-6000 ax. 6557
 211-6000 ax. 6661
 211-6000 ax. 6487
 211-6000 ax. 6558
 211-6000 ax. 6851