



Economicwatch

07 de enero de 2005

Perú: balance 2004 y claves para el 2005.

- El 2004 fue un año razonablemente bueno. El favorable contexto mundial fue uno de los principales condicionantes de los resultados obtenidos.
- La economía superó las incertidumbres provocadas por el contexto político, los riesgos geopolíticos mundiales y el incremento del precio del petróleo.
- Para el 2005, se espera un crecimiento algo menor, como consecuencia directa de la moderación del crecimiento mundial que afectará gradualmente el precio de las materias primas.
- Se deberá monitorear algunos elementos que puedan convertirse eventualmente en riesgos para el crecimiento: el grado de ajuste en los Estados Unidos y China; la entrada de textiles chinos a los Estados Unidos; la trayectoria del precio del petróleo; y el escenario político pre electoral. Sin embargo, damos todavía una probabilidad baja de que estos elementos puedan afectarnos drásticamente este año.

El 2004 fue un año razonablemente bueno

Si bien, en términos estadísticos, el 2004 aún no ha cerrado, se puede decir desde ya que el año que pasó fue bueno. En términos de actividad económica, nuestras proyecciones señalan que se habría alcanzado un crecimiento de 4,3%, que implica en promedio, crecimientos cercanos al 5,0% en noviembre y diciembre últimos. Comparados con la Región (descontando a Argentina y Venezuela), habríamos crecido este año por encima del promedio latinoamericano, por tercer año consecutivo.

Un elemento importante a tener en cuenta es que la trayectoria que viene registrando el PBI aún no genera sobrecalentamientos sobre la economía; es decir, el crecimiento alcanzado en el 2004, se encuentra en un rango cercano a nuestro nivel tendencial, considerando las restricciones propias que tiene nuestra economía en términos de competitividad, las mismas que no nos permite crecer más allá de los niveles actuales.

Producto Bruto Interno



Elaboración: BBVA Banco Continental

Los *drivers* del crecimiento durante el 2005 estuvieron concentrados en la demanda externa y en la recuperación de la inversión privada. Respecto al primer factor, éste estuvo fuertemente influenciado por la dinámica de la economía mundial con un crecimiento cercano al 5%, que permitió una mayor demanda de nuestros productos de exportación, presionando al alza el precio de las materias primas. En relación a la inversión privada, también se observó una interesante trayectoria que permitió en el 2004 registrar un crecimiento estimado cercano al 9,0%. Revisando los principales anuncios de inversión que durante los últimos años se han ido dando, estimamos que entre el 50 y 60% del total de la inversión privada, ha estado concentrada en el sector de minería e hidrocarburos.

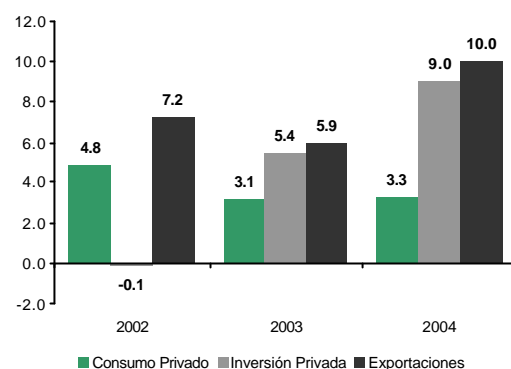
El crecimiento continuo del consumo privado, con un peso cercano al 70% del PBI, no presenta mayores riesgos para la economía, registrándose en el 2004 una variación estimada de 3,4%. Esta tendencia se mantiene fortalecida por los resultados en la creación de empleo (3,2%) y a una mayor expansión del crédito de consumo (20%) dentro de un escenario en el que la tasa de morosidad se ha reducido a niveles récord. Todo ello ha redundado en una recuperación de la confianza del consumidor, que según el indicador que elabora Apoyo Consultoría, ha crecido en 19% respecto al mínimo registrado en febrero. Cabe indicar que la confianza de los agentes económicos ha continuado respondiendo positivamente a pesar del ruido político, observándose un claro desacople.

Otra óptica del dinamismo de la actividad económica puede ser observada a través de los resultados sectoriales, que, a diferencia del 2003, tuvieron una mayor dependencia de los sectores no primarios. Así, un sector que mantuvo un notable dinamismo en el 2004 fue la manufactura, registrando en el acumulado anual un crecimiento estimado de 5,8%, donde el componente no primario manufacturero, creció en 7,2%. En su descomposición podemos observar una dinámica relativamente homogénea de los sub sectores, tanto en aquellos cuyo principal motor ha estado en el mercado externo (textiles) o en el mercado interno (lácteos, cemento, etc.).

Este crecimiento se ha dado sin aún observar presiones relevantes de la demanda sobre la inflación. El principal *shock*, experimentado por el sistema de precios en el 2004, fue generado por factores de oferta provenientes del fuerte incremento en el precio del petróleo en los mercados internacionales, así como del mal año experimentado por el sector agrícola que determinó una menor presencia de estos productos en los mercados. Esta situación, sin embargo fue atenuada por la mayor apreciación del tipo de cambio -permitida por el Banco Central. Con ello, la inflación logró cerrar finalmente en 3,48%, dentro del rango objetivo, y con una clara tendencia a desacelerarse en este 2005.

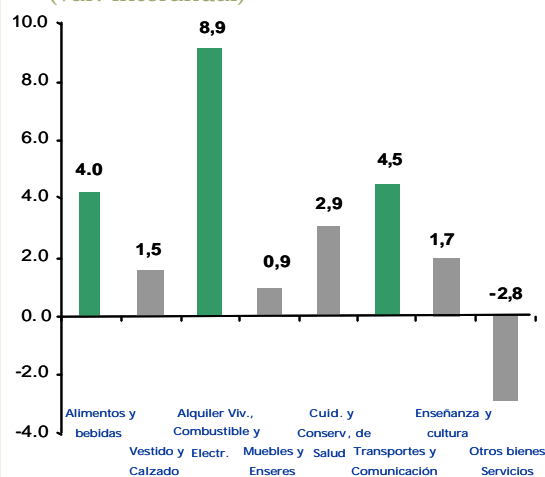
Después de mantener una tendencia decreciente, en agosto del 2004 el Banco Central empezó a realizar ajustes en su tasas de referencia hacia una posición más neutral, elevándola desde un mínimo de 2,5% hasta 3,0% en octubre, manteniéndose así hasta la finalización del año pasado. Cabe comentar, en este escenario, el mayor intervencionismo del BCR en el mercado cambiario, comprando dólares por un valor de US\$ 2.340 millones, con el objetivo de "reducir la volatilidad". Esta mayor compra de dólares ha llevado al Banco Central a esterilizar los soles inyectados mediante la colocación de sus Certificados de Depósitos,

Componentes del PBI (var. interanual)



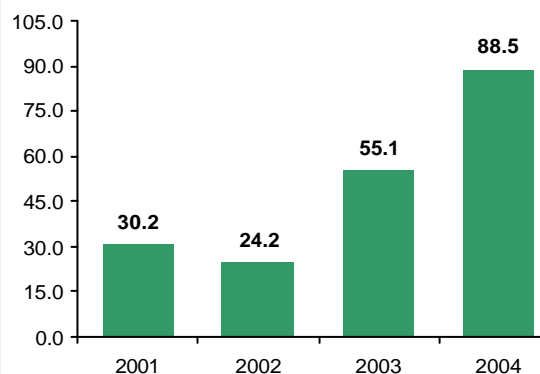
Fuente: Banco Central de Reserva

Inflación (var. interanual)



Fuente: INEI

Certificados de depósitos del BCRP (% de la base monetaria)



Fuente: Banco Central de Reserva

cuyo saldo aumentó en más de S/. 3 900 millones respecto al cierre del 2003, llegando a representar casi el 90% de la base monetaria. Sobre estas colocaciones de CDBCRPs cabe hacer dos observaciones: (i) con estas operaciones el BCR debe haber estado registrando pérdidas financieras considerando que los dólares comprados se colocan en el exterior, en promedio, a tasa Libor a 3 meses, que es menor a los intereses que el BCR paga por los CDBCRP; (ii) La mayor emisión de CDBCRPs ha llevado al Banco Central a operar en plazos mayores. Por ejemplo, hasta el 2002 no existían CDBCRPs a plazos mayores a un año, por lo que el accionar del BCR se limitaba a plazos cortos, de manera similar a lo que realizan la mayoría de bancos centrales. Esta situación cambia en los años siguientes observándose en el 2003 un 29% de CDBCRPs en plazos mayores a un año y en el 2004 un incremento hacia el 36%. El riesgo de operar a plazos mayores es un incremento no deseado de las tasas de interés de los plazos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario.

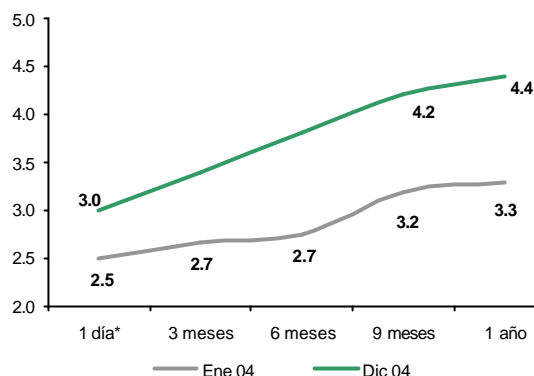
Otro aspecto relevante en el 2004 fue la mayor fortaleza del sol, que experimentó una apreciación por encima del 5%. La apreciación pudo ser mayor de no ser por la intervención intensiva del Banco Central en el mercado cambiario. Varios elementos jugaron a favor de esta tendencia. En primer lugar, el *boom* exportador, incentivado, por la mayor demanda de nuestras materias primas que elevaron sus cotizaciones internacionales, así como por la maduración de proyectos extractivos que permitieron incrementar el volumen exportable. En segundo lugar, se puede mencionar la mayor penetración en nuevos mercados de las exportaciones no tradicionales que en el 2004 registraron un crecimiento estimado de 34%. En tercer lugar, y de manera marginal, ha incidido la mayor liquidez internacional que han incrementado los flujos de capitales de corto plazo, así como el incremento de las transferencias del exterior. Todos estos factores han permitido al país contar con flujos adicionales cercanos a los US\$ 2.000 millones en el año que pasó. Se estima que estos elementos seguirán siendo importantes este 2005, aunque de manera algo moderada.

En el plano fiscal, durante el 2004 los indicadores agregados continuaron mostrando mejoras, particularmente el déficit fiscal que de no mediar sorpresas, debiera estar cerrando, en un resultado negativo de 1,4% del PBI, cumpliendo así la meta establecida para este año. Sin embargo, preocupa el fuerte incremento que se ha producido en la última mitad del año, donde el déficit en el tercer trimestre se ubicó en -2,1% del PBI, y se estima que en el cuarto trimestre éste habría llegado a -5,2% del PBI, como consecuencia del fuerte incremento del gasto corriente y de inversiones. Como se sabe, gran parte de los gastos quedaron postergados para la última mitad del año, no obstante el ritmo de incremento producido al final, habría superado lo esperado.

Las claves del 2005

De no mediar ninguna sorpresa desagradable, el 2005 debiera ser también un año de crecimiento, aunque consideramos que con una ligera moderación. El principal condicionante nuevamente vendrá desde el contexto internacional donde se proyecta un crecimiento mundial de 4,1%, menor al 4,6% del año anterior. El crecimiento, sin embargo, todavía seguirá siendo mayor al promedio de los últimos 25 años.

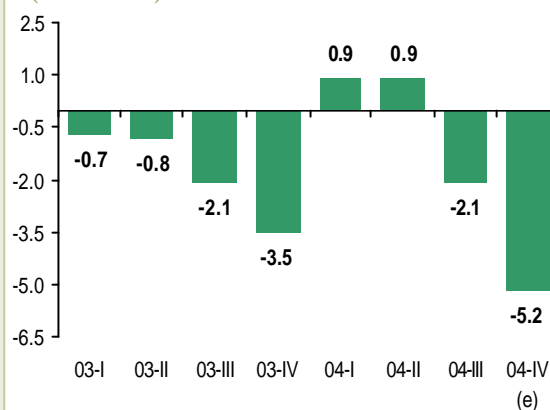
Curva de Rendimientos de CDBCRP (en porcentaje)



* Corresponde a la tasa interbancaria

Fuente: Banco Central de Reserva

Resultado fiscal por trimestre (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

Proyecciones

	2003	2004p	2005e
Consumo	3.0	3.3	3.2
Privado	3.1	3.3	3.4
Público	2.9	3.5	2.0
FBCF	5.4	7.5	5.0
Privada	5.4	9.0	5.0
Pública	5.0	0.0	5.0
Demanda Interna	3.3	3.3	3.6
Exportaciones de Bs. y Ss.	5.9	13.3	6.6
Importaciones de Bs. y Ss.	3.3	8.5	4.0

Elaboración: BBVA Banco Continental

Dicho lo anterior, la actividad económica local debiera registrar un crecimiento proyectado de 4,1%. Los *drivers* del 2005, continuarán siendo la demanda externa y la inversión privada, aunque con menor fuerza. Respecto al componente externo se espera que la desaceleración del crecimiento mundial (EE.UU y China, fundamentalmente), lleve a menores precios de materias primas este año, especialmente del cobre. No obstante podría esperarse una compensación por parte de la cotización del oro, si es que el dólar continúa debilitándose respecto al resto de monedas. Asimismo, en el plano sectorial, este año se espera un crecimiento en todos los sectores (recuperándose la actividad agrícola), aunque con menor ritmo. Anticipamos que los sectores no primarios continuarán siendo los de mayor dinamismo.

La inflación en el 2005 debiera continuar con la tendencia decreciente observada en la última mitad del año pasado, cerrando al final del 2005 con una variación de 2,3%, esperándose menor presión por el lado de los productos agrícolas, y una moderación de la cotización internacional del petróleo. Adicionalmente consideramos que el efecto del tipo de cambio sobre la inflación será relevante durante la primera parte del 2005, donde observamos las mayores presiones apreciativas, para normalizarse al final del año. Con ello estimamos un ritmo menos divergente entre la inflación global y la inflación subyacente.

Respecto a la política monetaria, proyectamos que las tasas de interés de referencia terminará el año en un nivel de 4,5%. En esta línea, probablemente el Banco Central se tome una pausa durante el primer trimestre del año para comenzar con incrementos dirigidos a controlar algunas presiones de demanda. Asimismo, vemos menores grados de libertad para continuar con las intervenciones esterilizadas a través de CDBCRPs, salvo que el Banco Central desestime: (i) las presiones que se están generando sobre las tasas de interés de los plazos más largos de la curva del mercado monetario y (ii) las pérdidas operativas en las que podría incurrir el Banco Central, hecho que no se observa desde 1995.

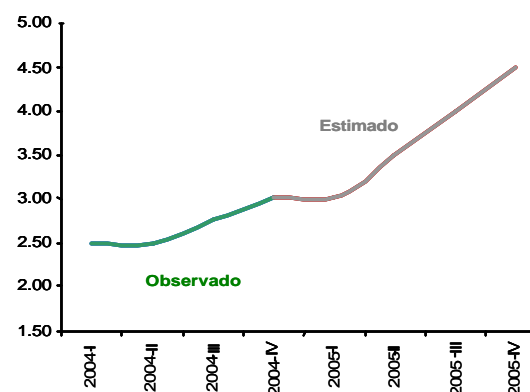
Estimamos que el dólar durante el 2005 debiera cerrar en S/. 3,30. El tipo de cambio se mantendría relativamente estable, con menores presiones apreciatorias, considerando que el efecto positivo de los *commodities* debiera irse moderando durante el año. Cabe mencionar que hacia el último trimestre, el Sol tendería a depreciarse ligeramente ante un escenario de incertidumbre pre electoral.

En el ámbito fiscal, creemos que la situación va a ser algo más complicada, considerando que las presiones de gasto se incrementarán mientras los ingresos recaudatorios irán desacelerando su ritmo de crecimiento. En ese sentido, la meta de 1,0% del PBI de déficit para este año, la consideramos optimista, por lo que proyectamos un resultado de -1,2% del PBI para este año, salvo que se impongan mayores impuestos al sector privado, hecho que está dentro del abanico de posibilidades a los que nos hemos acostumbrado a observar durante los últimos años.

¿Riesgos en el horizonte?

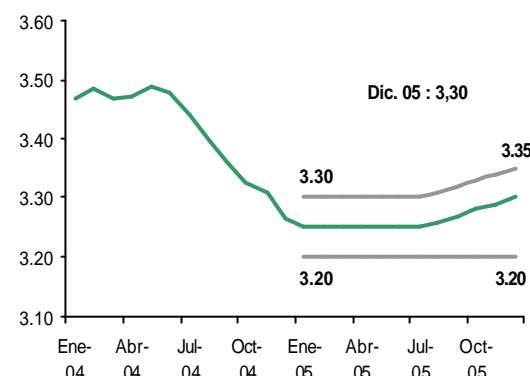
El principal riesgo que observamos en este 2005 proviene del ámbito externo, especialmente de lo que pueda significar el grado de ajuste de la economía norteamericana. En el plano fiscal, por lo pronto, parece no haber mayor compromiso de que ello vaya a ser así, por lo cual la

Tasa de interés referencial (en porcentaje)



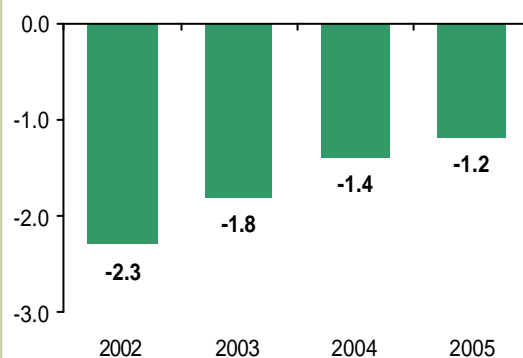
Elaboración: BBVA Banco Continental

Tipo de Cambio (promedio del periodo)



Elaboración: BBVA Banco Continental

Resultado Fiscal (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

probabilidad de que el ajuste aparezca por este lado lo consideramos limitado. En el plano monetario, sí en cambio, se ha anticipado un incremento de las tasas de interés de la FED, de manera continua, hasta llegar al 4,0% a fin de año. Una mayor pendiente de ajuste de estas tasas si podría alterar el escenario calmo pronosticado para este año, pero aún asignamos una probabilidad de ocurrencia baja al escenario más agudo. Un factor a tener en cuenta en las reacciones de política de la economía norteamericana dependerá mucho de la trayectoria que siga el precio del petróleo durante este año.

El ajuste de China, también es un factor sobre el cual se ha venido discutiendo mucho en diferentes foros, y al ser un demandante importante de materias primas, es un elemento a tener en la mira. Sin embargo, creemos que el gobierno chino tiene un buen diagnóstico de los problemas que enfrenta, y ha dejado de manera bastante explícita que los ajustes que irán llevando a cabo, serán graduales y focalizados, por lo cual no vemos que este sea un problema en el 2005.

En el plano interno, el mayor polo de preocupación parece ser la manera como se presentará el contexto político, ante la proximidad de un año electoral. Si las cosas se manifiestan como a finales del 2004, donde se empezó a observar un claro divorcio entre lo político y lo económico, creeríamos que el riesgo de este factor sobre las principales variables macro debiera ser marginal. Si hubiera algún efecto, consideramos que estos podrían hacerse manifiestos hacia finales del 2005.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com