

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo trimestre 2008



Entorno internacional: crisis financiera más prolongada

La economía mantiene un fuerte impulso en 2008

Inflación se acelera por mayores precios de alimentos

Banco Central reduce el estímulo monetario

El sistema peruano de pensiones hacia el 2050:  
propuestas para mejorar su desempeño



# Índice

Fecha de Cierre: 7 de mayo de 2008

## Editorial

Actividad se acelera y las luces de alerta se encienden:  
¿sobrecalentamiento a la vista? 3

Resumen Ejecutivo 4

## I. Entorno internacional

Crisis financiera más prolongada 6

## II. Entorno macroeconómico

La economía mantiene un fuerte impulso en 2008 9

Recuadro: evolución y perspectivas de la actividad de los  
centros comerciales en Perú 12

Inflación se acelera por mayores precios de alimentos 14

Recuadro: ¿por qué están subiendo las cotizaciones  
internacionales de los granos y cereales? 15

## III. Entorno financiero

Banco Central reduce el estímulo monetario 16

Tasas de interés al alza 18

## IV. Artículo

El sistema peruano de pensiones hacia el 2050: propuestas  
para mejorar su desempeño 19

## V. Proyecciones y presentaciones

22

### Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores  
Francisco Grippa Zárate  
Sergio Salinas Meza  
Javier Dorich Doig  
Johanna Tejada Villavicencio

hperea@grupobbva.com.pe  
fgrippa@grupobbva.com.pe  
ssalinas@grupobbva.com.pe  
jdorich@grupobbva.com.pe  
jtejadav@afphorizonte.com.pe



## Actividad se acelera y las luces de alerta se encienden: ¿sobrecalentamiento a la vista?

En lo que va del año, el crecimiento de la economía peruana se ha acelerado. Así, se estima que en el primer trimestre la expansión de la actividad se ubicaría alrededor del 10 por ciento. Esta dinámica contrasta con la fuerte desaceleración en Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. Asimismo, difiere de las previsiones de inicios de año que esperaban una desaceleración más pronunciada como consecuencia de un menor crecimiento global.

Diversos factores explican esta diferencia. En primer lugar, las cotizaciones internacionales de las materias primas que exportamos se han mantenido en niveles elevados. Un segundo factor es el mayor dinamismo del componente interno del crecimiento, especialmente en los sectores no tradicionales, además de la recuperación de las actividades extractivas. Asimismo, por el lado del gasto, a la solidez de la inversión privada se habría agregado una aceleración del consumo privado durante el primer trimestre.

¿Puede la economía peruana seguir expandiéndose alrededor del 10 por ciento? ¿Existen riesgos si se mantiene este ritmo de la actividad económica? Las estimaciones más recientes sugieren que la tasa de crecimiento del PBI potencial (la capacidad que tiene la economía para crecer de manera sostenida sin generar desequilibrios macroeconómicos), se ubicaría alrededor del 7 por ciento. Una expansión del producto tres puntos porcentuales por encima claramente deberá inducir, tarde o temprano, presiones de demanda sobre los precios y afectar negativamente a las cuentas externas.

Desde mediados del año pasado, venimos observando un incremento sostenido en el nivel de precios que se explica, principalmente, por factores externos como el alza en las cotizaciones internacionales de los granos y cereales. En este contexto, en los últimos meses las expectativas de inflación para 2008 y 2009 se han ajustado al alza, ubicándose por encima del rango meta de inflación del Banco Central. Eventualmente, ello podría inducir efectos de "segunda vuelta" sobre otros precios y salarios. Este entorno se complicaría aún más si, en los próximos meses, se agregan presiones de demanda sobre los precios.

En el mismo sentido, se viene observando una disminución del superávit comercial. Aunque también refleja el fuerte dinamismo de las importaciones de insumos y bienes de capital, las importaciones de bienes de consumo están creciendo a más del 45 por ciento. Bajo un escenario en el que el impacto de la crisis en los Estados Unidos sobre Perú se desplegaría de manera más nítida en la segunda parte del presente año, la menor holgura comercial no sería conveniente.

En este contexto, consideramos que las medidas que ha venido implementando el Banco Central para retirar el estímulo monetario reducen los riesgos de un sobrecalentamiento de la actividad económica. Asimismo, la meta de un superávit para el resultado del sector público no financiero (frente al equilibrio inicialmente proyectado) crea espacio para implementar una eventual política fiscal contracíclica, si las condiciones económicas se deterioran.

En términos generales, la calidad de las políticas macroeconómicas estabilizadoras se mide por su capacidad de reducir las fluctuaciones del producto, para lo cual se requiere adoptar, de manera anticipada, medidas preventivas. Es mejor asegurar un crecimiento sostenible que uno excesivamente acelerado que, eventualmente, podría requerir ajustes más agresivos en el futuro.

La economía norteamericana sigue mostrando los efectos desfavorables del choque financiero que la ha golpeado desde el segundo semestre del año anterior. Así, se ha observado una marcada desaceleración de la actividad económica debido, principalmente, a la caída de la inversión residencial y del consumo. De esta forma, se presume que la crisis aún no ha tocado fondo y que Estados Unidos mantendrá tasas de crecimiento reducidas por varios trimestres.

Sorpresivamente, en este contexto internacional menos favorable, la tasa de crecimiento del PBI se ha acelerado en Perú. Así, la actividad económica ha cobrado un impulso adicional en la primera parte de 2008 (se estima que el PBI se habría incrementado en alrededor de 10 por ciento durante el primer trimestre en términos interanuales).

Esta dinámica, aún favorable, se explica porque la economía peruana sigue contando con el soporte que otorgan los excelentes precios de las materias primas que exporta y por factores internos, como el crecimiento del consumo y de la inversión, que muestran un círculo virtuoso (mayor inversión, mayor empleo, mayor consumo y así sucesivamente).

Las cotizaciones internacionales de las materias primas que Perú exporta (cobre, oro, entre otros productos) se han mantenido elevadas por dos motivos principales. El primero es que, a pesar de los problemas en la economía estadounidense, la demanda de Asia se ha mantenido elevada. El segundo está asociado con factores financieros, tales como la depreciación del dólar y la preferencia de los inversionistas por estos productos como activos de refugio, los que parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios.

Los factores domésticos que sustentan la expansión del PBI están relacionados con los sectores productivos no primarios. Así, son la Construcción y la Manufactura no Primaria los más dinámicos. Dado que estos sectores son los que más empleo generan, el poder adquisitivo de las familias se ha elevado. Asimismo, se observa una mayor confianza de las familias y de los empresarios en la evolución futura de la economía y que es más fácil el acceso a los mercados financieros. Estos factores han llevado a que se incremente la demanda de bienes, inmuebles, de insumos para la construcción y de bienes de consumo masivo. Con ello, el crecimiento de los sectores no primarios está asociado con el dinamismo del consumo y de la inversión privados. Sobre la base de esta evolución, estimamos que el crecimiento del PBI para el año 2008 se ubicará en 7,6 por ciento.

En el mismo sentido, considerando el alto y continuo crecimiento económico, los resultados positivos de las cuentas del sector público, la continua disminución de la deuda del gobierno como porcentaje del PBI, la desdolarización de la economía, la holgada posición externa, y la acumulación de reservas internacionales, Perú parece encontrarse en una buena posición para hacer frente a un eventual mayor deterioro del escenario internacional. Es por ello que en abril la agencia Fitch Ratings elevó la calificación de la deuda en dólares de largo plazo del sector público al grado de inversión (en soles ya se contaba con esta calificación).

Si bien, en general, el desempeño de la economía peruana ha sido notable, en la coyuntura actual enfrenta algunos riesgos. Al respecto, cabe señalar el incremento en la tasa de inflación que, en términos interanuales, se ubicó en 5,5 por ciento en marzo, con lo cual se mantuvo, por séptimo mes consecutivo, por encima del rango meta de inflación del Banco Central. Cabe precisar que el incremento de los precios al consumidor responde, principalmente, al alza de las cotizaciones internacionales de los alimentos (soya, maíz y trigo), de manera similar a lo que viene ocurriendo en el resto del mundo.

Sin embargo aun cuando el aumento de precios no es generalizado (está acotado en el grupo de Alimentos y Bebidas), se han observado hechos que podrían ser preocupantes. Así, por ejemplo, el incremento de la tasa de inflación ha tenido un impacto al alza sobre las expectativas futuras de la misma. En este sentido, las expectativas de inflación se han elevado para el corto (2008) y medio (2009) plazo, y ambas se ubican en marzo por encima del rango meta. A esto se añade que la demanda agregada doméstica, en particular el consumo privado, se viene expandiendo a tasas superiores a la de la capacidad productiva natural de la economía, lo que da espacio para que las mayores expectativas inflacionarias se trasladen a precios.

En este contexto, las autoridades económicas han manifestado su preocupación y han tomado medidas. El Banco Central, por una parte, ha respondido con una continua reducción del estímulo monetario. En primer lugar, elevó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, en enero y abril, en 25 puntos base en cada ocasión. Asimismo, incrementó la tasa de encaje legal a 8,5 por ciento desde mayo para las obligaciones en ambas monedas; introdujo una tasa de encaje marginal para las obligaciones en soles, que en mayo será de 25 por ciento; y elevó la tasa de encaje marginal para las obligaciones en dólares a 40 por ciento desde el mismo mes. Estas medidas están dirigidas a moderar la expansión del crédito al sector privado otorgado por las empresas bancarias y financieras, en particular el crédito de consumo. El Ministerio de Economía y Finanzas, por otra parte, ha respondido elevando la meta para el resultado del sector público para 2008, de un equilibrio a un superávit de 2 por ciento del PBI.

Estimamos que, en los próximos meses, la inflación disminuya en términos interanuales respecto al nivel actual (5,5 por ciento) debido a una moderación en los incrementos de las cotizaciones internacionales de los productos agrícolas y al menor estímulo monetario sobre la economía. De esta manera, la inflación a fines de 2008 se ubicaría en 4,3 por ciento.

El escenario futuro para la actividad económica enfrenta algunos riesgos. En primer lugar, en la medida que la crisis de la economía estadounidense termine por desplegarse, los impactos sobre Perú serán mayores. Por el lado comercial, las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, como textiles y agroindustriales, se verían afectadas negativamente. Dado que la producción de estos bienes demanda una cantidad importante de mano de obra, el consumo privado se vería también afectado. Adicionalmente, el mayor deterioro del entorno internacional presionaría a la baja a los precios de las materias primas que Perú exporta.

En segundo término, las medidas adoptadas por el Banco Central moderarían la expansión del crédito al consumo, con lo que el fuerte crecimiento que la demanda agregada doméstica viene actualmente mostrando disminuiría.

En conclusión, estimamos que el dinamismo de la actividad económica continuará y que la inflación iniciará en el corto plazo un gradual proceso de convergencia al rango meta. Sin embargo, existen riesgos a los que habrá que estar atentos, en particular considerando la incertidumbre del actual entorno.

# I. Entorno internacional

## Crisis financiera más prolongada

La economía mundial y, particularmente, las economías desarrolladas, continúan bajo la influencia del choque financiero iniciado el pasado verano. Sus efectos, más prolongados de lo inicialmente esperado, se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. Al día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tasas oficiales, el incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo (TAF, TSLF, PDCF, repos) y su intervención, mediante un préstamo especial, en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El Banco Central Europeo (BCE), con una estrategia diferente y menos agresiva, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el Banco de Inglaterra (BoE), con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma, pues los bancos podrán intercambiar sus activos ilíquidos por bonos del Tesoro durante un plazo de uno a tres años.

Los problemas de liquidez bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan siendo elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. Las pocas emisiones que se han producido en los mercados primarios han sido a un costo muy elevado. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos norteamericanos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados. No obstante, las últimas medidas fiscales y regulatorias podrían establecer un suelo en la cotización de estos activos, evitando un deterioro adicional en los mismos. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los US\$ 200 mil millones, una cifra que previsiblemente se incrementa en los próximos meses. Además, el deterioro macroeconómico que se está produciendo en las principales economías, y en especial en Estados Unidos, podría mantener la presión sobre las cuentas de resultados bancarias. Ambas tendencias suponen un desafío para algunas entidades financieras muy expuestas a los sectores más afectados, que deberán buscar recursos para recapitalizarse.

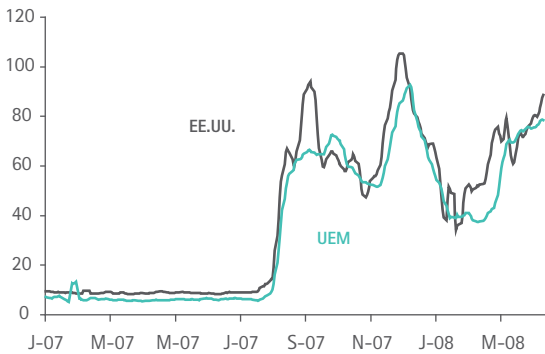
## Economías desarrolladas, de la economía financiera a la real

La severidad y persistencia del choque financiero se está trasladando ya de forma negativa a la economía real, si bien la magnitud y duración de su impacto sobre las distintas regiones podría ser muy distinto.

La economía estadounidense es la que está experimentando la desaceleración más aguda. El mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza y del mercado laboral, que ya acumula tres meses consecutivos de destrucción de empleo. Así, en un contexto en el que parece poco probable que el aporte del sector externo o las posibles medidas fiscales que se puedan adoptar vayan a ser suficientes para contrarrestar la situación, se espera que la economía de Estados Unidos crezca en promedio un 1 por ciento en 2008, muy alejado de su crecimiento potencial y del de 2007 (2,2 por ciento). En este contexto de desaceleración se espera que la Reserva Federal mantenga la tasa de interés de los fondos federales en 2 por ciento hasta fines de año.

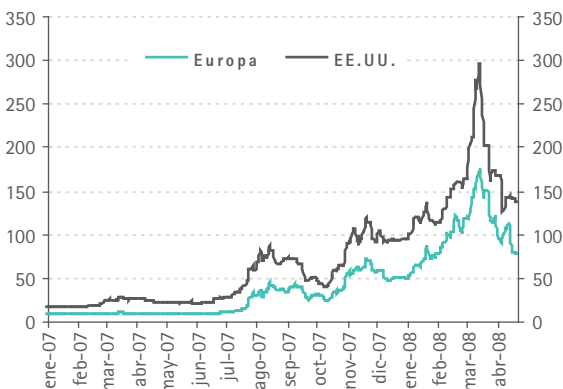
Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones.

### Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses: Diferencial (Libor 3 meses - Expectativas política monetaria 3 meses)



Fuente: Bloomberg. LIBOR3 M - OIS3M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

### Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años



Sin embargo, en vista de que las tensiones financieras en Europa podrían ser similares a las de EE.UU. y de que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (España, Irlanda, Reino Unido), cabe esperar que las actuales turbulencias y el deterioro de la economía estadounidense terminen impactando a la zona euro, por lo que el crecimiento para 2008 podría acabar en el 1,5 por ciento respecto al 2,6 por ciento de 2007.

La inflación, por su parte, continuó acelerándose a nivel global, en buena parte por los altos precios de los alimentos y de la energía, con un precio del petróleo por encima de los US\$ 100 por barril. Así, la inflación en Estados Unidos y la zona del euro, pasó del 2,1 por ciento y 1,8 por ciento, respectivamente, en enero de 2007 al 4,0 por ciento y 3,6 por ciento en marzo de 2008. En este sentido, aunque se espera que se trate de un fenómeno temporal, los riesgos sobre la inflación son al alza, especialmente en Europa, donde los recientes aumentos de los precios han llevado a que el BCE endurezca aún más su discurso. A medida que la economía se vaya ralentizando y que la inflación se vaya mitigando, el BCE debería tener margen para relajar su política monetaria, hasta situar la tasa oficial en el 3,5 por ciento a finales de año. Ante este panorama de desaceleración económica y tasas oficiales más bajas, cabe pensar que la renta fija pública de largo plazo pueda seguir actuando de activo refugio y que su rendimiento se mantenga en niveles relativamente bajos durante todo el año, ubicándose en 3,9 por ciento tanto en Estados Unidos como en Europa a finales de 2008.

Por último, prosigue la debilidad del dólar frente al euro, fuertemente condicionado por las divergentes expectativas de crecimiento y de política monetaria para Estados Unidos y Europa. A corto plazo, lo más probable es que la debilidad persista. Sin embargo, en la medida en que la economía estadounidense se estabilice y los signos de desaceleración de la economía europea sean más plausibles y el BCE relaje su política monetaria, el dólar podría revertir hacia niveles menos depreciados.

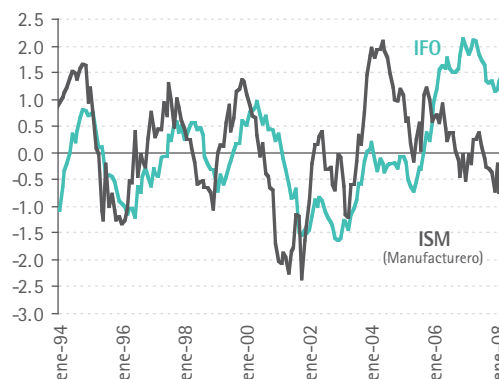
### Asia, moderación del crecimiento y mayor riesgo de inflación

En 2007, Asia emergente y Japón crecieron 9,1 por ciento y 2,1 por ciento, respectivamente. De hecho, la mayoría de los países de la región terminaron sorprendieron al alza. En el primer trimestre de 2008, los principales indicadores económicos en Asia se han mostrado en general sólidos a pesar del deterioro de las condiciones económicas en el entorno internacional, en base a la mayor diversificación geográfica de sus exportaciones, un crecimiento elevado en el resto de economías emergentes y la importancia de la demanda interna.

Sin embargo, el entorno externo es lo suficientemente negativo para pensar que la región desacelere su crecimiento en 2008 en torno a un punto porcentual respecto a 2007. En cualquier caso, el sesgo a nuestras previsiones de crecimiento se mantiene a la baja ante la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y los posibles efectos de segunda vuelta ante una caída significativa de las exportaciones, una corrección brusca de los mercados de valores o un eventual efecto contagio en la región. A corto plazo, otro riesgo importante es el rápido aumento de la inflación, acompañado, en algunos casos, de una fuerte apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar. Esto podría llevar a una fuerte apreciación real y, por tanto, a una caída de las exportaciones, provocando una desaceleración más intensa que lo inicialmente previsto.

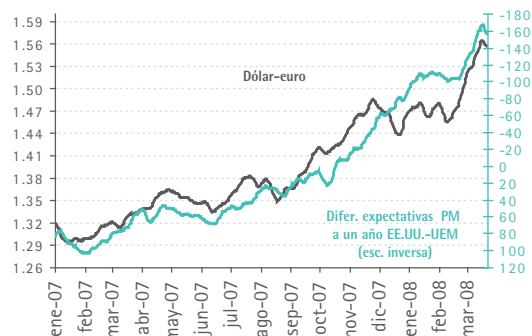
Hasta el momento, los bancos centrales en la región se muestran más preocupados por los riesgos sobre crecimiento que sobre inflación. China, Hong Kong y Singapur tienen actualmente tasas reales muy negativas, regímenes cambiarios poco flexibles y reducido margen de actuación en política monetaria. En esta situación existe el riesgo de una inflación más elevada y persistente.

### ISM versus IFO (Desviación estándar respecto a la media)



Fuente: Datastream y BBVA

### Dólar-euro vs. diferencial de expectativas de tasa de interés a un año entre EE.UU. y la UEM (Media móvil semanal)



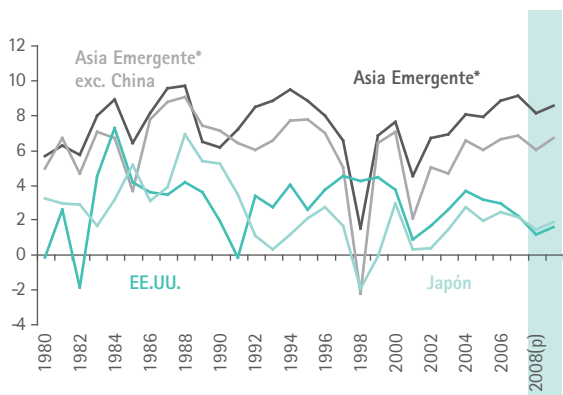
Fuente: Bloomberg

### Previsiones financieras (fin de período)

	2007	2008
<b>Tasas oficiales</b>		
EE.UU	4.25	2.00
UEM	2.25	3.50
<b>Tasas a 10 años</b>		
EE.UU		3.90
UEM		3.90
<b>Dólar-euro</b>		1.48

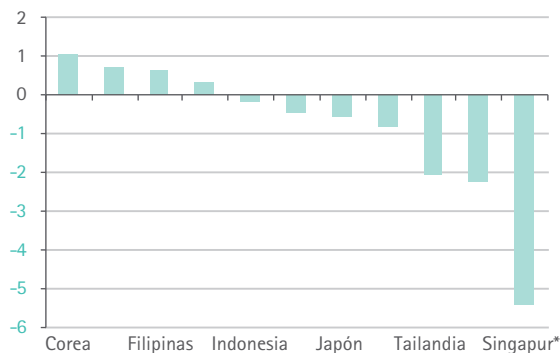
Fuente: SEE de BBVA

### Asia: Crecimiento del PBI real (%)



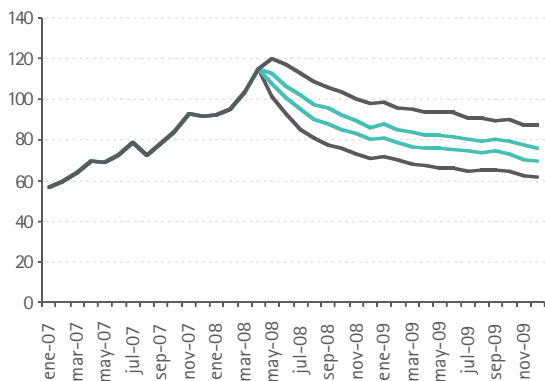
\*Asia emergente: China, India, Indonesia, Malasia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.  
2008-2009 previsiones en sombreado.  
Fuente: BBVA

### Asia: Tasas reales de política monetaria (% , mar-2008)



\* Tasa interbancaria a 3 meses. Resto son tasas oficiales deflactadas por el IPC.  
Fuente: BBVA

### Fan chart para la evolución del petróleo Brent (US\$ por barril)



Fuente: BBVA

La subida en los precios internacionales de materias primas, energía y, más recientemente, de los alimentos está tras el fuerte repunte de la inflación en Asia. Los gobiernos en la región han reaccionado con medidas de corte fiscal y administrativo tales como recortes de tarifas a la importación, restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos agrícolas, controles sobre precios y subsidios a la producción. Sin embargo, estos tipos de medidas pueden introducir importantes distorsiones que impidan el ajuste automático del mercado, así como el deterioro del saldo fiscal y déficit en cuenta corriente en algunas economías. Alternativamente, los bancos centrales podrían optar por utilizar más activamente la política monetaria con subidas de tasas de interés y apreciación de las monedas domésticas. En cualquier caso, en el corto plazo, dichas medidas ayudarían a contener las presiones inflacionarias a costa de un menor crecimiento.

### Materias primas

Los precios de las materias primas siguen registrando alzas generalizadas, alcanzando cifras récord en algunos casos y generando una creciente preocupación por su impacto en la inflación global. En el caso de los alimentos, destacan en particular las recientes alzas del precio de arroz y el desabastecimiento de este producto en diversos mercados globales. Desde una perspectiva histórica, el choque en los precios de la energía es comparable con el experimentado en los años 70's, mientras que en otros casos, como los alimentos, el tamaño del choque es menor y podría aún quedar recorrido alcista en los precios dada la presión de la demanda de las economías emergentes. De hecho, para los alimentos, el aumento de la población y del ingreso per cápita en países como China está determinando un cambio en el patrón de consumo. Junto a la demanda, los factores financieros parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios de las materias primas, tales como la depreciación del dólar o la preferencia de los inversionistas en este tipo de productos como activo de refugio.

A pesar de los elevados niveles de precios actuales, los contratos de futuros descuentan para finales de año subidas adicionales para algunas materias primas como el maíz, el trigo o el oro, mientras que los futuros para la soja, el petróleo o el cobre muestra una senda de moderación en los próximos meses.

Nuestras previsiones apuntan a una ligera moderación de los precios actuales de las materias primas. El petróleo tipo Brent, que ha alcanzado una cotización alrededor de los US\$ 120 por barril, es un mercado muy tensionado por la combinación de factores estructurales (demanda robusta de emergentes y oferta inferior a la prevista en el primer trimestre del año), financieros y geopolíticos. Nuestra previsión apunta a una convergencia muy gradual al nivel de equilibrio, estimado en US\$ 65 – US\$ 70 por barril en los próximos años. Para finales de 2008, estimamos que el precio del barril cerraría en torno a los US\$ 90.

## II. Entorno macroeconómico

### La economía mantiene un fuerte impulso en 2008

La cifra de crecimiento del PBI en el primer bimestre del año (11,0 por ciento) muestra una aceleración en el dinamismo que la economía ya venía registrando en 2007 (9,0 por ciento). Este impulso adicional se da en un entorno internacional complicado.

Por el lado sectorial, este rápido crecimiento se da principalmente en los sectores no primarios, en particular Construcción (21,7 por ciento), Comercio (12,4 por ciento), Manufactura (11,6 por ciento) y Servicios (10,5 por ciento). Sin embargo, es importante destacar que los sectores primarios están cobrando un nuevo impulso, especialmente Minería e Hidrocarburos. Por el lado de los componentes del gasto, la demanda interna sigue siendo el sostén de la actual fase expansiva, gracias a la favorable evolución que se viene observando en el consumo y la inversión del sector privado.

Para el resto del año, se continúa proyectando una moderación en las tasas de crecimiento de la actividad económica, la que se encuentra asociada con un menor estímulo monetario y con un contexto internacional poco favorable. Sin embargo, dado el impulso de la primera parte del año, se ha elevado la proyección de crecimiento del producto para 2008 de 7,0 por ciento a 7,6 por ciento. Cabe señalar que no se descarta anomalías climatológicas que puedan desencadenar en un fenómeno de El Niño moderado.

### El crecimiento sectorial se mantendrá diversificado en 2008-2009

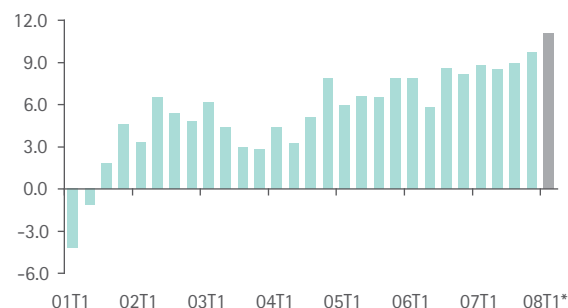
Al igual que en 2007, se prevé que la expansión de los sectores no primarios sea la que explique la mayor parte del crecimiento de la producción en 2008. En este sentido, la Construcción y la Manufactura No Primaria serán las actividades más dinámicas y las que continuarán mostrando alzas significativas durante el resto del año.

Para el sector construcción, las perspectivas son muy favorables y se prevé que crezca a tasas de dos dígitos. Estas buenas perspectivas se basan en la mejora de los niveles de ingresos de las familias y de las empresas, el mayor acceso al financiamiento hipotecario, y las mejores perspectivas futuras sobre la economía, que impulsan la demanda de inmuebles o mejoras de los mismos.

Por el lado de la manufactura no primaria, se considera que el actual periodo de crecimiento sostenido y diversificado que viene atravesando el sector se mantendrá en los próximos trimestres. Esto está asociado con el impulso de demanda por los bienes que esta actividad produce, en particular en aquellos destinados al consumo doméstico. Así, los subsectores manufactureros que mostrarían un mayor dinamismo serían los vinculados con la producción de bienes de consumo masivo y con la producción de insumos para la actividad constructora.

Asimismo, dentro de los sectores no primarios, es importante señalar la recuperación de la Minería e Hidrocarburos. Se prevé que este sector muestre un crecimiento anual por encima del 4 por ciento, tasa superior a la registrada en los últimos dos años.

### PBI (Var. % interanual)



\* Dato del primer bimestre

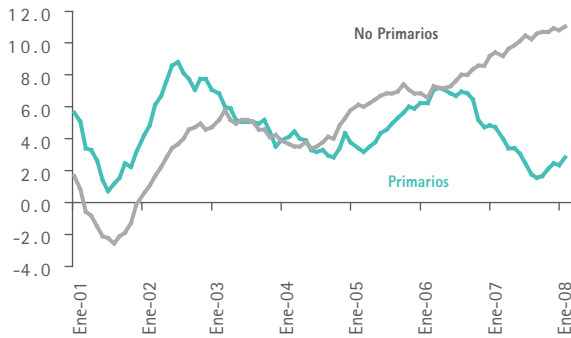
Fuente: INEI

Elaboración: BBVA Banco Continental

### Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	I-07	II-07	III-07	IV-07
Consumo total	7,8	7,7	7,4	8,6
Privado	8,3	8,1	8,0	8,9
Público	3,7	5,1	3,3	6,6
Formación Bruta de Capital Fijo	17,0	22,5	27,9	22,6
Privada	19,2	24,0	29,5	20,1
Pública	-3,1	12,6	18,2	31,8
<b>Demanda Interna</b>	<b>11,4</b>	<b>10,9</b>	<b>13,0</b>	<b>11,3</b>
Exportaciones de Bienes y Servicios	2,5	4,3	9,1	5,2
Importaciones de Bienes y Servicios	15,6	17,7	30,3	12,5
<b>PBI</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>

**Crecimiento del PBI: sectores primarios y no primarios**  
(Var. % interanual, año móvil)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: BBVA Banco Continental

Este comportamiento se explicaría por la mayor producción de gas natural, así como por la mayor producción de metales de proyectos mineros como Cerro Verde II, Cerro Lindo y Cerro Corona. Ello se da en un contexto en que no se prevé una reversión significativa en el precio internacional de los metales.

La industria primaria también crecería en 2008 y revertiría, así, la tendencia negativa que registró el año previo. Esta recuperación se daría, principalmente, por el lado de la mayor producción de azúcar, producto que se beneficia de la mayor presencia de lluvias en las distintas regiones del país.

**Inversión y consumo privados seguirían impulsando la demanda interna**

En un contexto en que el empleo crece sostenidamente y de forma descentralizada, incrementándose el ingreso de las familias y en el que el acceso al financiamiento es mayor, el consumo privado viene registrando desde 2007 tasas de crecimiento superiores a 8 por ciento. Este dinamismo parece haberse acelerado en 2008 y estaría alrededor de 9 por ciento, lo que podría constituir una expansión más rápida que la de la capacidad productiva de la economía. Las autoridades ya han mostrado su preocupación al respecto.

La inversión, por su parte, continuaría expandiéndose en 2008 a tasas de alrededor de 20 por ciento, incrementando la capacidad de la economía para producir los bienes y servicios que los agentes económicos demandan. En este sentido, según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central, para 2008 se habrían anunciado inversiones por alrededor de US\$ 5 500 millones, lo que representa un incremento superior al 30 por ciento frente a 2007. Dentro de esta información, y a diferencia de años anteriores, se observa una diversificación en los proyectos hacia sectores primarios y no primarios. Así, se estiman proyectos de inversión superiores a los US\$ 1 550 millones en el sector manufacturero, nivel ligeramente superior al destinado a la minería e hidrocarburos (US\$ 1 400 millones); mientras que la inversión en transportes y comunicaciones bordearía los US\$ 810 millones. El auge de la inversión también se relaciona con el significativo aumento en la construcción de inmuebles.

**Las cuentas fiscales seguirán en positivo**

Para las cuentas del sector público, se espera que, a pesar de que la disciplina fiscal seguirá manteniéndose, la política fiscal sea procíclica, dado que el impulso fiscal sería de 1,1 puntos porcentuales del PBI en 2008 (según el indicador que reporta el Banco Central). Ello se daría a pesar del anuncio del Gobierno de elevar la meta de superávit fiscal del año de 0,0 por ciento a 2,0 por ciento del PBI. Esta elevación de la meta buscaría reducir las presiones de demanda en la economía, así como las presiones a la baja sobre el tipo de cambio.

Para lograr dicho objetivo, el Gobierno planea no realizar gastos adicionales a los previstos inicialmente; sin embargo, en la eventualidad de que éstos deban realizarse debido a la mayor capacidad de gasto observada por parte de los gobiernos regionales, se podrían compensar con mayores ingresos tributarios (especialmente del Impuesto a la Renta), que a la fecha vienen incrementándose a tasas cercanas al 16 por ciento, en términos reales.

**Demanda agregada real: datos anuales y proyecciones**

(var. % interanual)	2006	2007	2008(e)	2009(p)
Consumo total	6,5	7,9	6,8	5,8
Privado	6,2	8,3	7,2	6,0
Público	8,7	4,8	4,0	3,8
Formación Bruta de Capital Fijo	18,9	22,7	19,6	12,6
Privada	20,1	23,2	19,5	12,5
Pública	12,7	19,7	20,0	13,0
<b>Demanda Interna</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>9,3</b>	<b>7,1</b>
Exportaciones de Bienes y Servicios	1,2	5,4	6,6	5,2
Importaciones de Bienes y Servicios	12,6	18,8	15,0	8,7
<b>PBI</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>7,6</b>	<b>6,4</b>

Como resultado, el saldo de la deuda pública consolidada como porcentaje del producto volvería este año a reducirse.

Es importante señalar que en abril la agencia clasificadora de riesgos Fitch Ratings elevó la clasificación de la deuda pública de largo plazo en moneda extranjera a grado de inversión (la de moneda nacional ya se ubicaba en esta categoría). Esto favorecerá el ingreso de capitales al país, parte de los cuales podrían destinarse a incrementar la demanda de inversión, así como el financiamiento a un menor costo.

### Si bien se prevé una reversión en el superávit externo, éste aún seguiría en niveles sostenibles

En los últimos meses, se ha observado una recuperación en la producción de los bienes destinados al mercado externo. Gracias a ello, los valores de las exportaciones totales y no tradicionales continúan creciendo de manera importante, lo que va de la mano con un mayor número de empresas exportadoras.

Dentro de los sectores exportadores más dinámicos destacan, además de los metales y otros productos primarios, los bienes industriales, principalmente aquéllos relacionados con la agroindustria y los textiles y confecciones. El crecimiento de estas exportaciones se ha visto reforzado gracias a la mayor diversificación por país de destino. Así, se encuentra que la participación de Estados Unidos se ha reducido de 28 por ciento en 2000 a 19 por ciento en 2007, centrándose en nuevos mercados como los europeos y asiáticos, por lo que las exportaciones totales peruanas son ahora menos sensibles a los impactos directos que podría acarrear la actual crisis que viene atravesando Estados Unidos.

Se estima, sin embargo, que la complicada situación internacional contribuya a moderar el alza que los precios internacionales de los metales tuvieron en los últimos meses. De esta manera, la balanza comercial sería positiva en 2008, pero menor que la de 2007. La cuenta corriente, en el mismo sentido, se reduciría como porcentaje del PBI, en buena parte debido a la rápida expansión de la inversión.

Finalmente, un hecho a destacar es que en 2007 el sector público se convirtió en un acreedor neto de la economía mundial, tendencia que se mantendría en este año dado el fuerte crecimiento de sus activos externos (reservas internacionales).

### Riesgos para la actividad económica

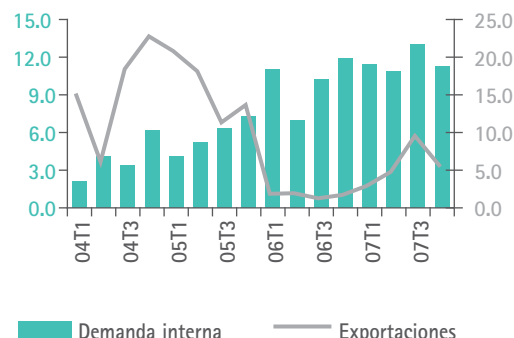
A pesar del sólido crecimiento de la economía peruana y de sus favorables perspectivas para los próximos meses, existen algunos factores que podrían en alguna medida desacelerar la expansión de la actividad económica.

En primer lugar, el entorno internacional se ha deteriorado más de lo previsto inicialmente (la crisis en Estados Unidos sería más severa y duradera), y se mantiene como una fuente de incertidumbre. En este sentido, un menor crecimiento de la economía estadounidense podría afectar a Perú a través de: (i) una caída en los términos de intercambio (principalmente a través de una caída en los precios de los metales), lo que implicaría un menor efecto riqueza; y (ii) un menor comercio bilateral entre ambos países, el cual podría afectar a las exportaciones no primarias y, por tanto, a la dinámica de los factores internos que actualmente sostienen el crecimiento (inversión y consumo), dado que son este tipo de exportaciones las que generan mayor empleo.

En segundo lugar, estimamos que las medidas adoptadas por el Banco Central durante los primeros meses del año (incremento en la tasa de interés de referencia y en las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera) tendrían un impacto en la dinámica de la demanda interna, debido a la moderación que generaría en el crecimiento del crédito, principalmente en los de consumo. Dado el rezago en la transmisión de medidas monetarias hacia el sector real de la economía, la magnitud del impacto en este año constituye un riesgo en la proyección.

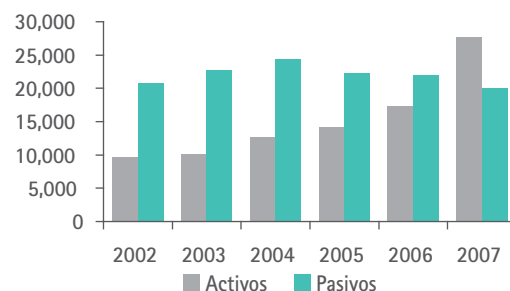
Adicionalmente, otro factor de riesgo a considerar son las anomalías climáticas (lluvias e inundaciones en la costa norte, heladas y sequías en la sierra sur, mayor temperatura del mar), las cuales podrían tener impactos negativos sobre la evolución de sectores primarios como la agricultura, pesca y manufactura.

### Crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones (Var. % interanual)



Fuente: BCRP  
Elaboración: BBVA Banco Continental

### Activos y pasivos externos del sector público (US\$ millones)



Fuente: BCRP  
Elaboración: BBVA Banco Continental



Durante los últimos años, la actividad de centros comerciales ha experimentado un notable crecimiento en el Perú. Así, en el 2007, las ventas de los principales centros comerciales alcanzaron los US\$ 1 600 millones (1,5% del PBI), 33% más que el año anterior. Para el 2008, las perspectivas son también positivas, previéndose que las ventas lleguen a US\$ 2 200 millones.

En el siguiente recuadro se analizan varias cuestiones relacionadas con esta evolución: ¿qué explica este boom de centros comerciales? ¿Cómo ha evolucionado esta actividad en los últimos años? ¿Cuáles son los próximos proyectos e inversiones en marcha?

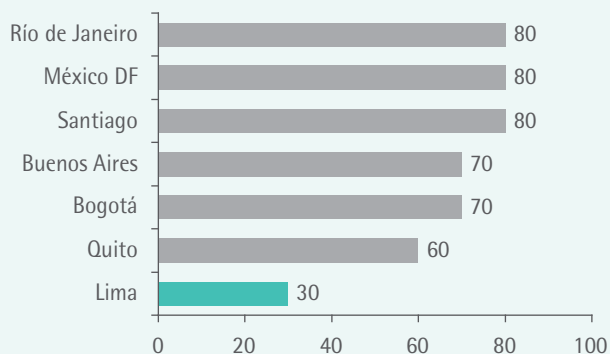
**Drivers de crecimiento**

La proliferación de centros comerciales puede explicarse, principalmente, por dos tendencias que se complementan:

a) *Dinámica del consumo privado*: El incremento de los ingresos y de los niveles de empleo de la población han generado un incremento en el consumo privado. Asimismo, la mayor capacidad adquisitiva libera recursos que pueden utilizarse en vestido, bienes de consumo duraderos (como los electrodomésticos), así como en el equipamiento y decoración del hogar (tiendas por departamento y home centers).

b) *Amplio margen de penetración*: En Perú, la penetración de centros comerciales y de comercio minorista moderno en general es una de las más bajas de la región. En este sentido, las posibilidades de crecimiento para los centros comerciales se amplían en la medida que el consumidor migre paulatinamente hacia las opciones modernas de comercio minorista, concentradas en los centros comerciales. Lógicamente, esto implica a su vez una gradual reducción en el número de bodegas, mercados y tiendas de abarrotes en general, a través de las cuales se han realizado típicamente los intercambios comerciales entre vendedor y consumidor.

**Penetración de los supermercados (% de las ventas totales)**



Fuente: AAI.  
Elaboración: BBVA Banco Continental

**Etapas en el desarrollo de los centros comerciales**

Se pueden percibir tres etapas en el desarrollo de centros comerciales en el Perú, dependiendo del mercado sobre el cual se priorizan las inversiones y los nuevos proyectos:

a) *Prioridad a Lima Tradicional (1970 – 1998)*: Periodo en el que los centros comerciales se dirigieron exclusivamente a los sectores socioeconómicos A y B. En este periodo se construyeron los primeros centros comerciales como Plaza San Miguel, el Centro Comercial Camino Real o el Centro Comercial Caminos

del Inca. Esta etapa culmina con la construcción de dos grandes shopping centers: el Jockey Plaza (1997) y Larcomar (1998).

b) *Prioridad a Lima Emergente (1999 - 2005)*: En 1999, se construye el Centro Comercial Minka (Grupo Romero) en el Callao, iniciando así un nuevo enfoque, donde se observa el enorme potencial de los sectores C, D y E de Lima Metropolitana. Así, el Grupo Wiese invirtió en Mega Plaza Norte (2002), mientras que el Grupo Wong inauguró el Plaza Lima Sur (2005), atendiendo así a los distritos de los conos norte y sur de la capital, que representan cerca del 50% de la población de Lima Metropolitana. Cabe señalar que la inversión requerida para cada uno de estos centros comerciales fue de, aproximadamente, unos US\$ 40 millones.

c) *Prioridad a provincias (2004 – actualidad)*: Este periodo empieza el 2004 con la apertura de un centro comercial en Piura: Plaza del Sol (Grupo Romero). El boom continuó en Chiclayo, donde se inauguraron el Real Plaza (2005, Grupo Interbank) y el Open Plaza (2007, Grupo Falabella). La siguiente fue Cajamarca, con la inauguración del Centro Comercial El Quinde (2006); mientras que el 2007 siguió Trujillo, con los centros comerciales Real Plaza (Grupo Interbank) y Aventura Plaza (Grupos Falabella y Ripley). En su conjunto, el levantar estos centros comerciales demandó una inversión de más de US\$ 120 millones (US\$ 20 millones cada uno, en promedio).

**Aperturas más importantes de centros comerciales en los últimos años**

Nombre	Ubicación	Inversión (US\$ MM)	Fecha de Apertura
Mega Plaza Norte	Independencia	40	2002
Plaza del Sol	Piura	10	2004
Plaza Lima Sur	Chorrillos	35	2005
Real Plaza Chiclayo	Chiclayo	20	2005
Plaza Atocongo	S.J. Miraflores	25	2006
El Quinde	Cajamarca	10	2006
Open Plaza	Chiclayo	25	2007
Aventura Plaza	Trujillo	40	2007
Real Plaza Trujillo	Trujillo	30	2007
<b>TOTAL</b>		<b>235</b>	

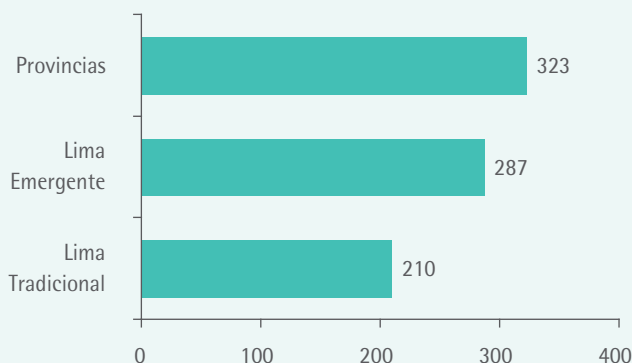
Fuente: Anuncios de inversión  
Elaboración: BBVA Banco Continental

**Inversiones para los próximos años**

El sector de Centros Comerciales es uno de los más dinámicos en términos de inversión. De esta manera, grandes grupos empresariales –nacionales y extranjeros- invertirían más de US\$ 800 millones en los próximos 2 años (0,7% del PBI), en 26 proyectos que comprenden la inauguración de nuevos emporios comerciales o bien la ampliación de los ya existentes. La inversión promedio por cada proyecto es de unos US\$ 30 millones. Entre los proyectos más importantes para los próximos años, se pueden destacar:

a) *En Lima Tradicional (US\$ 210 millones)*: Existen tres proyectos importantes en Surco, San Isidro y La Molina. El más importante, que consiste en la ampliación del Jockey Plaza, implica una inversión de US\$ 100 millones, destinada a duplicar el área arrendable hasta los 143 mil metros cuadrados. Así, el principal shopping center del país contará para finales de 2008 con una tienda Sodimac, un hipermercado Tottus, así como nuevas áreas de entretenimiento infantil y un centro de convenciones.

## Inversiones en centros comerciales (US\$ Millones - periodo 2008-2010)



Fuente: Anuncios de inversión  
Elaboración: BBVA Banco Continental

El 2009, ingresarían dos tiendas por departamento (se habla de las chilenas Almacenes París y La Polar), además de un centro financiero y nuevos niveles de estacionamiento. El tercer gran proyecto de Lima Tradicional lo representa Monterrico Plaza del Grupo Brescia, que se ubicaría en La Molina e implica una inversión de US\$ 30 millones. Este proyecto, que estaría listo a mediados de año, se ubica en el cruce de las avenidas Javier Prado y La Molina.

b) *En Lima Emergente (US\$ 270 millones):* Tras el éxito de Mega Plaza Norte y de Plaza Lima Sur, las zonas emergentes de Lima han cobrado una mayor importancia. Precisamente, Parque Arauco planea construir un Mega Plaza Sur (en Villa María del Triunfo) y un Mega Plaza Este (Santa Anita), invirtiendo US\$ 80 millones en total.

Otro grupo que realizaría importantes inversiones es Mall Aventura Plaza, el mismo que recientemente inauguró operaciones en la ciudad de Trujillo. El holding, que planea operar centros comerciales en Callao y Santa Anita, invertiría cerca de US\$ 65 millones en la construcción de ambos complejos.

Finalmente, el Grupo Wong buscaría oportunidades en el norte de la capital, siguiendo el éxito alcanzado por Mega Plaza, a través de la construcción de un Plaza Lima Norte en el distrito de Independencia, lo que demandaría una inversión de US\$ 35 millones.

c) *En provincias (US\$ 350 millones):* Siguiendo las tendencias recientes, el mayor dinamismo en la construcción e inauguración de centros comerciales se daría en provincias. Son al menos 12 proyectos, en 7 ciudades tanto de la costa como de la sierra.

Las inversiones más importantes se darían en Arequipa, relativamente relegada hasta ahora en inversión de centros comerciales, pese a ser la segunda ciudad más importante del Perú y la más relevante del sur. En los próximos dos años, se esperan inversiones por US\$ 140 millones, la que se concentra principalmente en dos proyectos: Mega Plaza Arequipa y Aventura Plaza Arequipa.

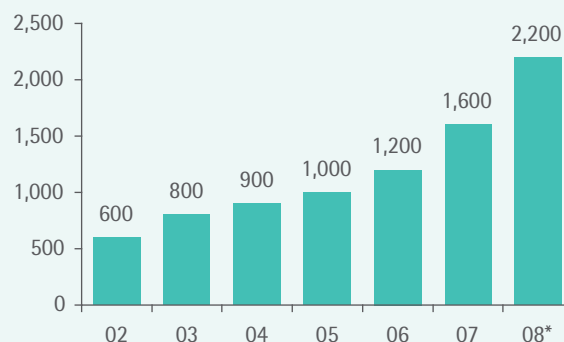
Otros importantes proyectos se realizarían en ciudades a las que, hasta ahora, el boom de centros comerciales ha estado ausente, como Cusco, Huancayo, Tacna, o Chimbote. Este segmento sería atendido, principalmente, por Malls Perú, que invertiría US\$ 90 millones en la construcción de un Open Plaza en cada una de estas ciudades. Asimismo, Urbi Propiedades (del Grupo Interbank) incursionaría en Cusco y Huancayo, a través de la

inversión de US\$ 75 millones en tres locales comerciales, uno de ellos en la Estación Central de trenes cusqueña.

### Perspectivas

En los próximos años, estimamos que las ventas de centros comerciales crecerían, en promedio, 15% al año para el periodo 2008-2010 (expresado en soles corrientes). Este crecimiento se sustenta en la dinámica de la actividad económica, donde el incremento del consumo privado se vería intensificado por la mayor penetración de centros comerciales frente al comercio tradicional. Esto implica que, si bien se espera que el consumo privado crezca a tasas de 6%, el crecimiento de las ventas a través de centros comerciales sería aún mayor, lo que sugiere un estancamiento en la comercialización de productos a través de medios tradicionales como bodegas y mercados.

## Ventas de centros comerciales (US\$ Millones)



\*Proyección. Fuente: ACCEP  
Elaboración: BBVA Banco Continental

Este crecimiento de las ventas será respaldado por una fuerte inversión en centros comerciales, principalmente en provincias y en zonas de Lima donde la penetración es aún baja. Ello explica que cerca del 75% de la inversión anunciada se concentre en estos lugares.

El principal riesgo que enfrenta el sector es, sin duda, el de una desaceleración económica, a través de su impacto en el consumo privado. Al respecto, cabe mencionar que durante la última etapa de bajo crecimiento (1998-2001), casi no se construyeron centros comerciales de envergadura, lo que además refleja un posible deterioro de la confianza empresarial en caso se produjera un episodio similar.

En todo caso, las oportunidades parecen ser bastante amplias, incluso en un mercado de bajo crecimiento, debido al bajo nivel de penetración. Esta es, al parecer, la condición más atractiva para los inversionistas (locales y extranjeros).

Javier Dorich  
jdorich@grupobbva.com.pe

### Fuentes de información consultadas:

- Asociación de Centros Comerciales. Página web: [www.accep.org.pe](http://www.accep.org.pe)
- Anuncios de inversión en medios de prensa escritos y electrónicos

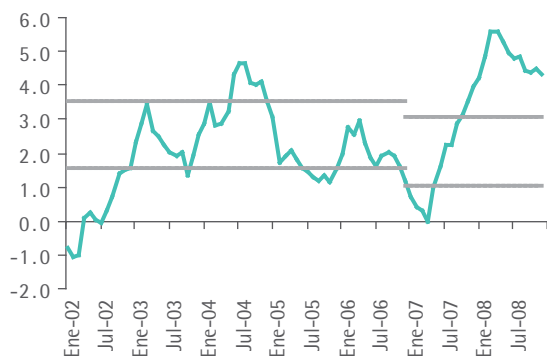
## IPC General (var. %)

Grupos de Consumo	Ponderación	Abril	12 meses
1. Alimentos y Bebidas	47.5	0.23	9.2
<i>Dentro del Hogar</i>	35.5	0.00	10.1
<i>Fuera del Hogar</i>	12.0	0.95	6.4
2. Vestido y Calzado	7.5	0.35	2.6
3. Alquiler de la Viv., Comb. y Elec.	8.8	0.09	2.3
<i>Combustibles (uso doméstico)</i>	2.5	0.14	4.4
4. Muebles y Enseres	4.9	0.24	2.4
5. Cuid. Y Conserv. de Salud	2.9	0.24	1.4
6. Transportes y Comunic.	12.4	-0.21	2.1
<i>Combustibles (uso vehicular)</i>	1.5	0.04	13.9
7. Enseñanza y Cultura	8.8	0.11	2.7
8. Otros Bienes y Servicios	7.0	0.14	1.5
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>100.0</b>	<b>0.15</b>	<b>5.5</b>

Fuente: INEI

Elaboración: BBVA Banco Continental

## Proyección de inflación 2008 (var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: INEI

Elaboración: BBVA Banco Continental

## Inflación se acelera por mayores precios de alimentos

Al cierre del mes de abril, la tasa de inflación, en términos interanuales, se ubicó en 5,5 por ciento, manteniéndose por encima del límite superior del rango meta establecido por el Banco Central por séptimo mes consecutivo. La dinámica reciente de la inflación ha estado vinculada al aumento en los precios de los alimentos debido

- al sostenido incremento en las cotizaciones internacionales del trigo, maíz y soya, productos agrícolas que el Perú importa como insumos para la elaboración de alimentos procesados. Así, se han registrado presiones al alza sobre los precios de importantes productos de la canasta de consumo como el pan, los fideos, el aceite, así como los productos avícolas (pollo y huevos) y vacunos (carne de res y leche). Todos estos productos, que utilizan como insumos cereales importados, representan 16 por ciento de la canasta del consumidor.
- los problemas generados en el abastecimiento de diversos productos alimenticios debido a las lluvias en la sierra, que han afectado desde febrero tanto las cosechas de alimentos como al transporte de los mismos a la capital. En este contexto, se generaron presiones al alza en los precios de las frutas, tubérculos y hortalizas.

Asimismo, cabe agregar que la aceleración de la tasa de inflación de precios al consumidor podría haber sido mayor de no ser por el fondo de estabilización de los precios de los combustibles, el que mantuvo estables los precios domésticos, pese al continuo incremento en el precio internacional del petróleo, que cerró el mes de abril alrededor de los US\$ 120 por barril. Así, los precios locales tienen un retraso de 20 por ciento (i.e. si se dejaran de inyectar recursos al fondo, la inflación podría acelerarse hasta en 0,8 puntos porcentuales).

## Inflación subyacente y expectativas también al alza

En los últimos meses, se ha producido también una aceleración de la inflación subyacente, que a abril se ubica en 3,9 por ciento en términos interanuales. Este incremento se produce en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna, aunque habría sido atenuado por un aumento de la productividad, así como por el fortalecimiento del Nuevo Sol.

Asimismo, se observa un aumento de las expectativas de inflación, que se han incrementado durante los últimos meses, especialmente tras la aceleración del nivel de precios en el primer trimestre. Por ejemplo, las expectativas de inflación de las empresas del sistema financiero para 2008 se han elevado en los últimos meses, pasando de 3,0 por ciento al cierre del año pasado a 4,5 por ciento en abril. Similar comportamiento se observa en las expectativas de empresas no financieras.

## Perspectivas para 2008

En lo que resta del año, estimamos que la tasa interanual de inflación se reducirá gradualmente, aunque al cierre del 2008 se mantendría todavía por encima del rango meta del Banco Central, en 4,3 por ciento. Los supuestos de esta proyección consideran lo siguiente:

- se mantendría el elevado nivel de precios de los insumos alimenticios importados (trigo, maíz y soya) con respecto a sus promedios históricos, debido a las condiciones de oferta (uso alternativo en biocombustibles, problemas climáticos) y demanda (mayor consumo de China e India) de estos productos en los mercados internacionales. Alzas significativas adicionales respecto a sus niveles actuales, sin embargo, son poco probables.
- el Banco Central continuaría retirando el estímulo monetario para así procurar un crecimiento sostenible de la demanda interna y a su vez anclar las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- una reversión en los precios de hortalizas y frutas producidas localmente, en la medida que se normalicen las condiciones de oferta.

## Precios: últimos datos mensuales

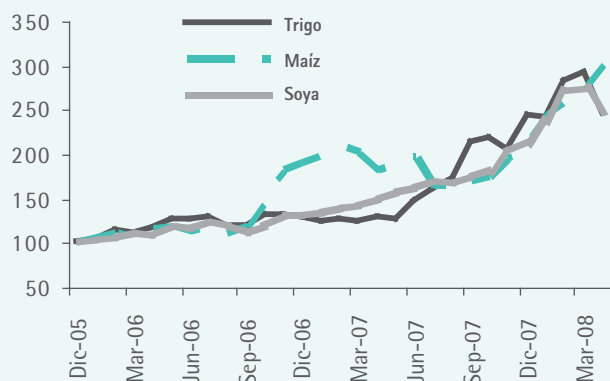
(var. % interanual)	Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08
Índice de Precios al Consumidor-IPC	4,15	4,82	5,55	5,52
Índice de Productos Transables	4,80	5,11	5,40	5,35
Índice de Productos No Transables	3,69	4,61	5,65	5,63
Índice Subyacente	3,27	3,37	3,59	3,88
Índice de Precios al Consumidor-Importado	10,74	11,65	11,95	12,51
Índice de Precios al por Mayor-IPM	5,89	7,59	8,03	8,01
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	-4,16	-4,43	-5,48	-7,77
Índice de Precios-Materiales de Construcción	9,04	9,46	10,75	13,18



## ¿Por qué están subiendo las cotizaciones internacionales de los granos y cereales?

Durante los últimos meses, los precios internacionales de los principales cereales y granos (trigo, maíz y soya) se han incrementado hasta llegar a máximos históricos, exportando inflación a los países que los consumen. De hecho, sólo en los últimos dos años, los precios de los cereales y granos se han incrementado entre 100% y 160%. Pero, ¿qué es lo que ha generado este acelerado incremento de precios? ¿Es una tendencia que continuará en el futuro o los precios podrían revertir en los próximos años?

### Índice de Precios de cereales y granos (dic-05 = 100)



Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

### Entre las tendencias y la coyuntura

Existen factores comunes que explican la tendencia experimentada por los cereales y granos en los últimos años. Entre las más importantes podemos destacar las siguientes:

**Mayor consumo mundial de alimento:** En los últimos años, se ha producido un importante aumento en el consumo de carne y alimentos en países de rápido crecimiento, especialmente en países del sudeste asiático como China e India, economías que vienen creciendo a un ritmo de 10% anual, y que en su conjunto representan 40% de la población mundial. Esto ha presionado la demanda de cereales a través de: i) un mayor consumo directo en productos como pan, fideos, harina y aceite, y ii) un mayor consumo indirecto, a través del consumo de productos animales, que son a su vez alimentados con cereales, principalmente maíz y soya (de hecho, para obtener un kilogramo de carne de pollo y de res se necesitan 2 y 8 kilogramos de cereal, respectivamente). El caso concreto de China es ilustrativo, siendo actualmente el mayor consumidor mundial de trigo, y el segundo en maíz, harina y aceite de soya, en todos los casos con cerca de 20% del mercado, participación que además viene aumentando cada año.

### China e India en el mercado mundial de alimentos (participación)

Producto	Ránking Mundial		% del consumo mundial	
	China	India	China	India
Trigo	1	2	16.3	12.3
Maíz	2	6	19.2	2.0
Harina de soya	2	5	18.8	1.3
Aceite de soya	2	4	25.8	6.9

Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

Similar situación se observa en el consumo de carne, donde el consumo per capita se ha más que duplicado en los últimos 20 años, pasando de 20 kilos en 1987 a 50 kilos el 2007.

A su vez, el mayor consumo de alimentos en China y la India se explica por: i) el crecimiento de la población urbana, ii) el aumento en los niveles de ingreso, aunque también tiende a ser moderado debido a una baja elasticidad ingreso, y iii) cambios en hábitos de consumo y estilos de vida, asociados a los mayores niveles de urbanización.

**Usos alternativos como combustibles:** El incremento en el precio internacional del petróleo ha motivado el uso de cereales y granos como combustibles alternativos, entre los que resaltan el etanol (de azúcar o maíz) y los biocombustibles (de soya o palma aceitera). De hecho, todo el incremento de la oferta de maíz entre 2004 y 2007 se utilizó en la industria de etanol, por lo que los inventarios cayeron para satisfacer el mayor consumo mundial de este cereal.

En este contexto, se ha observado también una sustitución de cultivos, debido a: i) la mayor rentabilidad que ofrece la comercialización de combustibles alternativos, y ii) subsidios e incentivos gubernamentales a la producción de etanol y biocombustibles. Así, por ejemplo, se estima que el mayor uso de maíz para biocombustibles (aumento de 21% de área sembrada en 2007) se ha hecho a expensas de una reducción de 15% del área sembrada de soya y de 28% en el algodón.

**Factores climatológicos:** A los dos factores estructurales mencionados se suman los problemas climatológicos, que podrían extenderse según una fracción de la comunidad científica, preocupada por el calentamiento global y el cambio climático. Así, las cosechas de trigo se han visto afectadas en la Unión Europea por altas temperaturas y un clima seco, mientras que en Australia la producción fue menor de lo esperado debido a sequías. Problemas similares se han presentado en otros cultivos en países como Canadá, Estados Unidos y Argentina, grandes productores de cereales, donde se observa una caída en los rendimientos por condiciones climáticas menos favorables para la siembra y cultivo de cereales.

**Restricciones a las exportaciones:** Un último factor a considerar, y que ha generado una mayor presión sobre los precios es la restricción al comercio exterior impuesta por algunos países productores de granos, buscando asegurar el abastecimiento del mercado local. Ejemplos de estas políticas se observan en productores de trigo (Rusia, Ucrania y Argentina) y soya (Bolivia y Argentina).

### Perspectivas

Dada esta serie de factores estructurales y coyunturales, se espera que las cotizaciones internacionales de los principales granos y cereales se mantengan en niveles elevados durante los próximos años, con una ligera tendencia a la baja en la medida que la oferta y la demanda respondan a los altos precios que se observan actualmente. Así, por el lado de la oferta, el mayor precio de los granos atraería inversiones en cultivos y en el desarrollo de tecnologías que incrementen la productividad, aumentando la oferta de estos productos; aunque esto podría ser atenuado por una menor disponibilidad de agua y tierras fértiles hacia el futuro. De otro lado, la demanda de cereales podría empezar a ceder por un efecto sustitución hacia otros productos; sin embargo, este es un proceso lento que podría tardar en materializarse.

Javier Dorich  
jdorich@grupobbva.com.pe

### III. Política monetaria y cambiaria

#### Banco Central reduce el estímulo monetario...

En un contexto de aumento de la tasa de inflación, ajuste al alza en las expectativas inflacionarias y fuerte crecimiento de la demanda doméstica, el Banco Central de Reserva (BCR) adoptó en lo que va del año medidas para reducir el estímulo monetario sobre la economía.

En primer lugar, incrementó la tasa de interés de referencia en dos ocasiones, cada una en 25 puntos base, la primera en enero y la segunda en abril, con lo que ésta se ubica actualmente en 5,50 por ciento.

Asimismo, el BCR elevó en tres oportunidades en lo que va del año las tasas de encaje sobre las obligaciones de las entidades financieras, de tal forma que desde mayo la mínima legal será 8,5 por ciento en ambas monedas (6,0 por ciento hasta enero), la marginal en soles será 25 por ciento (0 por ciento hasta enero), y la marginal en dólares será 45 por ciento (30 por ciento hasta enero). Según el Banco Central, el efecto acumulado de estas alzas en las tasas de encaje en soles sería equivalente a un aumento de 159 puntos base en la tasa de interés de referencia.

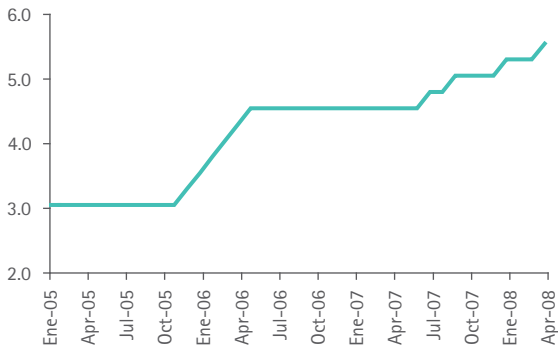
Las continuas reducciones del estímulo monetario se podrían entender como medidas preventivas. En este sentido, las medidas del BCR han moderado la disminución que se había producido en la tasa de interés real, dada la subida de las expectativas de inflación de corto y medio plazo, y que ya al cierre de 2007 resultaba en una posición monetaria expansiva en un entorno en que la inflación tenía una clara tendencia creciente.

Con ello se buscaría desacelerar el crecimiento de la demanda doméstica, especialmente del consumo privado, que en el primer bimestre de 2008 se habría expandido a una tasa superior a la de la capacidad productiva natural de la economía. Asimismo, se moderarían presiones adicionales al alza sobre la tasa de inflación y se reduciría la probabilidad de que el aumento que se observa en algunos precios, en particular los relacionados con alimentos, se generalice. La elevación de las tasas de encaje, en particular, pretendería ser más contundente con la elevación del costo del crédito dirigido al consumo, buscando disminuir su acelerado crecimiento (30 por ciento en términos interanuales a marzo).

Es importante señalar que las medidas de política monetaria se han adoptado una tras otra de manera relativamente acelerada, lo que sugiere que habría algún rezago en cuanto a la implementación de medidas preventivas. Asimismo, se requerirá esperar un lapso de tiempo razonable para poder evaluar cómo reaccionará el crédito y la demanda doméstica a las mismas.

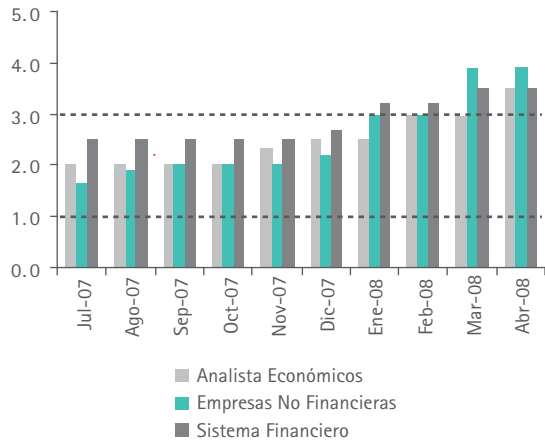
Un punto que se deberá evaluar es el costo que implica el uso de las tasas de encaje como instrumento monetario. Al respecto, se puede argumentar las dudas que puede inducir sobre el papel de la tasa de referencia como el principal instrumento de la política monetaria. Adicionalmente, se puede mencionar que genera distorsiones en los mercados de fondos prestables, lo que inhibe la intermediación financiera. Por ello, se espera que este aumento sea una medida transitoria.

#### Tasa de interés de referencia (en %)



Fuente: BCRP  
Elaboración: BBVA Banco Continental

#### Expectativas de inflación: año 2009 (en %)



Fuente: BCRP  
Elaboración: BBVA Banco Continental

#### Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

(Var. % interanual)	Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	2,950	2,905	2,810	2,748
Emisión Primaria (Fin de Período)	29,4	36,3	36,9	46,7
Liquidez Total	25,3	26,6	26,7	n.d.
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	43,7	39,9	37,2	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	30.737	32.306	33.576	35.625
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	4,4	5,0	5,2	5,4
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	5,7	6,6	7,3	7,2
Crédito al Sector Privado en MN (var. % Y/Y)	47,7	47,2	43,8	n.d.
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	34,2	34,1	33,1	n.d.
Tasa de Morosidad (%)	1,4	1,4	1,4	n.d.

Para lo que resta del año no se descarta una reducción adicional del estímulo monetario, especialmente si las expectativas de inflación para 2009 siguen mostrando una tendencia al alza o si no se modera el crecimiento de la demanda doméstica, en particular del consumo privado, hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios.

### ... pero buscando, a la vez, suavizar la apreciación del sol

El Banco Central no sólo se ha preocupado por los riesgos inflacionarios, sino también por la pronunciada apreciación del sol en los primeros meses de 2008. Hasta antes de la reunión de política monetaria de abril, el tipo de cambio nominal sol-dólar cayó en alrededor de 10 por ciento respecto al cierre de 2007.

Los factores que han venido explicando el fortalecimiento del sol son los altos precios de las materias primas que Perú exporta y la entrada de capitales de largo y corto plazo, estos últimos en buena parte para tomar posiciones largas en activos en soles y esperar obtener ganancias, no tanto por el diferencial positivo de tasas de interés sol-dólar (externa), sino por la expectativa de apreciación del sol en el corto plazo. Estos factores han sido apoyados por la desdolarización de depósitos, que se ha venido dando a una velocidad mayor a la que se desdolariza el crédito, lo que también está relacionado con la fuerte expectativa de apreciación del sol.

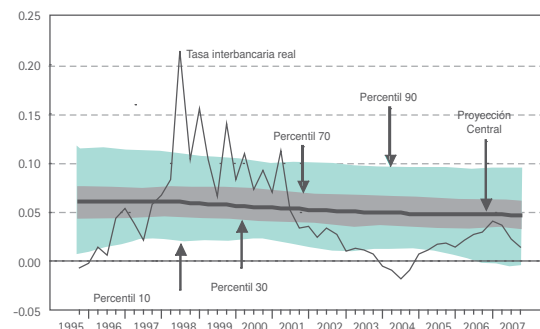
Ante esto, el Banco Central ha buscado, principalmente, reducir las presiones en el mercado cambiario *spot*. En este sentido, en enero introdujo un certificado de depósito de negociación restringida (CDBCRP-NR), eliminando la posibilidad de que inversionistas no residentes adquieran activos en soles de bajo riesgo con los que esperaban obtener un rendimiento superior al externo, considerando que la tasa de interés en soles es superior a la externa en dólares y que existen fuertes expectativas de apreciación del sol. Asimismo, introdujo una comisión para la transferencia de los CDBCRP a entidades financieras distintas a las locales.

Estas medidas no fueron suficientes, pues los inversionistas no residentes siguieron ingresando dólares al país para cambiarlos a soles y abrir depósitos en cuenta corriente (con una remuneración de 0 por ciento) en entidades financieras locales, operación en la que esperaban obtener una rentabilidad positiva en el corto plazo por la esperada apreciación del sol, luego de excluir el costo de su financiamiento externo. En esta situación, el Banco Central introdujo una tasa de encaje para las obligaciones en soles con instituciones financieras no residentes, la que se ubicará en 120 por ciento a partir de mayo; asimismo, se ha mostrado dispuesto a elevar aún más esta tasa si es necesario. De esta manera, se reduce la rentabilidad de la toma de posiciones largas en activos en soles que realicen estos agentes económicos.

Por el lado del mercado *forward* de dólares no ha habido tantas presiones a la baja sobre el tipo de cambio. Esto se debe a la elevación que se ha registrado en la tasa de interés doméstica en dólares (a tres meses, principalmente), lo que implica que el tipo de cambio *forward* que ofrece la banca al inversionista que desea vender dólares *forward* debe ser menor, y esto reduce la probabilidad de obtener ganancias. La subida de la tasa de interés doméstica en dólares, a su vez, está asociada en parte con el aumento de la tasa de encaje marginal en esa moneda, a lo que se añade que la demanda de créditos en dólares es bastante alta ante la expectativa de apreciación del sol y que la oferta de dólares se reduce con las continuas intervenciones cambiarias del Banco Central en posición compradora.

La introducción del encaje para las obligaciones en soles con instituciones financieras no residentes generó la salida de los capitales de corto plazo, con lo que el tipo de cambio nominal se elevó respecto a los niveles mínimos que alcanzó (S/. 2,68 por US dólar). Esta alza, sin embargo, sería sólo transitoria, pues los fundamentos que determinan la evolución futura de esta variable no se han modificado. El escenario futuro más probable, que empezaría a observarse en algunas semanas, es el de una lenta apreciación del sol, a diferencia de la forma tan pronunciada en que el tipo de cambio cayó en la primera parte del año (hasta antes de la reunión de política monetaria de abril). Con ello, el tipo de cambio se ubicaría alrededor de S/. 2,70 por US dólar al cierre de 2008.

### Tasa de interés interbancaria observada y natural: 1995-2007\* (en términos reales)



\* Dado su valor observado, se presentan diversas bandas de confianza para la estimación del nivel natural de la tasa de interés interbancaria en términos reales. Así, por ejemplo, existe una probabilidad de 10% de que el nivel natural de esta tasa de interés se ubique dentro de la franja más oscura. La diferencia entre el nivel natural de la tasa de interés interbancaria real y su valor observado refleja qué tan expansiva ha sido la posición de la política monetaria.

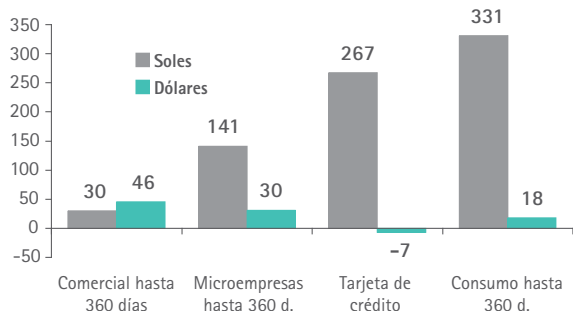
Fuente: BBVA

### Tipo de cambio diario (S/. por US\$)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: BBVA Banco Continental

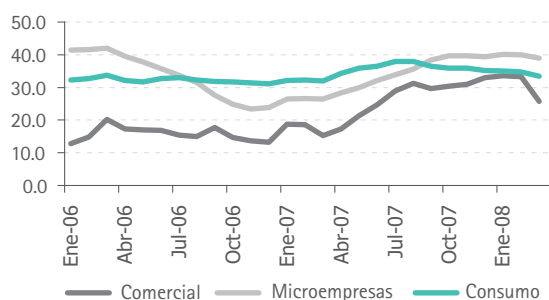
## Incremento de las tasas de interés activas (en puntos base, variación dic 07-abr 08)



Fuente: BCRP.

Elaboración: BBVA Banco Continental

## Crecimiento de los créditos comercial, a microempresas y para consumo\* (var. % interanual)



\* Incluye créditos de la banca y de las empresas financieras

Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

## IV. Entorno financiero

### Tasas de interés al alza

Las tasas de interés de distintas modalidades de créditos vienen registrando alzas, en línea con la intención del BCR. Así, por ejemplo, las tasas para créditos de consumo en soles, colocaciones que están denominadas principalmente en esta moneda, se elevaron en más de 330 puntos base entre fines de 2007 y abril de 2008. Las demás tasas de interés activas en soles también han experimentado alzas, aunque menos importantes. En el caso de las operaciones crediticias en dólares, también se han dado incrementos en las tasas de interés, aunque en magnitudes no tan significativas como en el caso de soles.

En el mercado de capitales, se ha registrado en los bonos soberanos un empinamiento de la curva de rendimientos respecto al cierre de 2007, disminuyendo los rendimientos de plazos menores a ocho años y elevándose los de plazos mayores. Así, actualmente el rendimiento del bono soberano a diez años se ubica alrededor de 6,5 por ciento.

El rendimiento del bono global a diez años, por otra parte, se ubica actualmente alrededor de 5,3 por ciento. De esta manera, considerando que el rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo se ha incrementado en las últimas semanas, el riesgo-país de Perú se sitúa en torno a los 170 puntos base, nivel similar al de cierre de 2007.

Cabe mencionar que el otorgamiento en abril del grado de inversión a la deuda pública en dólares de largo plazo de Perú (la de soles ya se ubicaba en ese nivel) por parte de la agencia clasificadora Fitch ha contribuido también a alcanzar este bajo nivel de riesgo-país y a reducir la diferencia, por ejemplo, entre el riesgo-país de Perú y el de México, país que ya contaba con el grado de inversión. La mejora en la calificación de la deuda pública peruana está asociada con la continua expansión de la actividad económica y el registro de bajas tasas de inflación durante los últimos años, los resultados económicos positivos del fisco y la reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI, la desdolarización de la economía, el resultado positivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el incremento de las reservas internacionales, entre otras cosas.

### Continúa la expansión de los créditos

Durante el primer trimestre del año, las colocaciones crediticias han registrado una aceleración en sus tasas de crecimiento (29 por ciento en dicho periodo frente al 22 por ciento de los últimos dos años). Así, se encuentra que todos los tipos de créditos muestran un mayor dinamismo respecto a años anteriores, especialmente los dirigidos a microempresas y consumo, los cuales se han visto favorecidos por el actual periodo de crecimiento, así como por las mejores condiciones de financiamiento (menores tasas de interés y plazos más largos).

Aun cuando las recientes medidas adoptadas por el BCR (incremento en la tasa de encaje en moneda nacional y extranjera) están dirigidas a moderar la expansión del crédito al sector privado otorgado por las empresas bancarias y financieras, en particular el crédito de consumo, que —denominado en soles— creció en marzo a una tasa interanual superior a 30 por ciento, se estima que los créditos al sector privado continuarán expandiéndose a tasas importantes, de la mano de la expansión de la actividad.

## Mercados: últimos datos mensuales

	Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08
Índice General de la BVL (variación %)	-14,4	18,4	-2,1	0,2
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-17,7	21,9	-0,7	1,1
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	98.812	113.247	109.260	112.282
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	5.441	5.432	5.636	n.d.
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	30	65	110	n.d.
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	74	112	30	n.d.
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	22.291	22.283	22.529	n.d.
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	19.695	21.094	22.015	22.939
SPP-número de afiliados (millones de personas)	4,12	4,14	4,16	4,18



## El sistema peruano de pensiones hacia el 2050: propuestas para mejorar su desempeño<sup>1</sup>

Dos son los objetivos fundamentales de un sistema previsional: lograr que la mayor proporción posible de la población posea un plan de pensiones (es decir un alto nivel de cobertura) y procurar que sus prestaciones permitan cubrir las necesidades de dicha población durante su vejez (es decir, que las pensiones cumplan con algún criterio mínimo de suficiencia).

En el Perú, hace quince años, se llevó a cabo una reforma estructural del sistema de pensiones y desde entonces ésta ha sido reforzada con posteriores ajustes, en pos de procurar la obtención de dichos objetivos. No obstante, de cara al futuro cabe preguntarse si el sistema peruano continuará avanzando en dicha línea.

### I. ¿Cómo se verá el sistema de pensiones en los próximos años?

De acuerdo al estudio “Una Mirada al Sistema de Pensiones Peruano: Diagnóstico y Propuestas”, hacia el año 2050, si se mantienen las condiciones bajo las que opera actualmente el sistema, se observará una mejora relativa de los principales indicadores del sistema (cobertura, pensiones y costo fiscal) que, no obstante, resultará insuficiente para garantizar una adecuada protección durante la vejez a un número suficiente de peruanos.

Así, en 2050, sólo 4 de cada 10 personas mayores de 65 años recibirá una pensión en su vejez. Y sólo 6 de cada 10 personas en edad de trabajar se encontrarán afiliadas a algún sistema de pensiones. De este modo, si bien estas cifras representan un avance con relación a la situación actual, los resultados obtenidos muestran que porcentajes significativos de la población continuarían fuera del sistema.

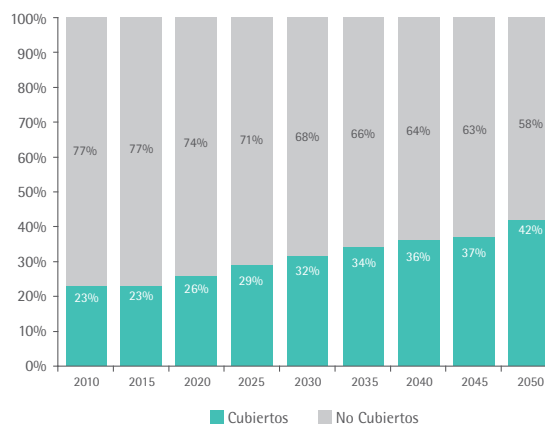
En parte, la informalidad de la economía explica que aproximadamente la mitad de la población quede sin cobertura; no obstante, también se detecta una falta de incentivos para captar a los distintos grupos de trabajadores que no participan del sistema de pensiones, así como también la ausencia de medidas que estipulen la obligatoriedad de cotización sobre quienes se puede efectuar algún control.

Con relación a la cuantía de las pensiones, se encuentra que el monto de éstas exhibirá un significativo crecimiento conforme el sistema vaya madurando. Sin embargo, al realizar un análisis por niveles de ingreso y de frecuencia de cotización, se encontró que en el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) existe un grupo de trabajadores que, al no cumplir con 20 años de aporte, no logrará acceder a la garantía de la pensión mínima. Mientras que en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) los trabajadores de bajos ingresos y baja frecuencia de cotización obtendrán pensiones de reducida capacidad adquisitiva; hasta tal punto que eventualmente no cubrirían el costo de la canasta mínima de consumo.

Por su parte, el esfuerzo fiscal que se requerirá en materia pensionaria, hacia el 2050, representaría una presión equivalente, a valor presente, a 58 por ciento del PBI. La presión por concepto de estas transferencias variará en el tiempo, ya que parte significativa de los componentes de este costo se irá extinguiendo hacia el año 2035 como resultado de reformas adoptadas previamente (el cierre de DL 20530, el término de la redención de los Bonos de Reconocimiento, la puesta en marcha de reformas paramétricas sobre el DL 19990, entre otras). No obstante, pese a las reformas paramétricas que se han venido implementando desde la década anterior, a lo largo de todo el horizonte de proyección del régimen establecido por el DL 19990 continuará mostrando un resultado operacional deficitario.

Así, la proyección de la evolución del sistema, bajo este escenario pasivo, muestra que se alcanzará una mejora relativa de los principales indicadores que, sin embargo, resultaría muy por debajo de lo deseable e implicaría un desempeño insuficiente para garantizar una adecuada protección durante la vejez.

## Perú: cobertura de vejez a 2050\*



\*Cobertura de vejez= jubilados/población mayor de 64 años.  
Fuente: BBVA (2008)

## Comparación internacional de la cobertura de vejez a 2050

	Chile	México	Perú
2010	37%	32%	23%
2015	51%	33%	23%
2020	63%	35%	26%
2025	73%	38%	29%
2030	80%	42%	32%
2035	81%	47%	34%
2040	83%	55%	36%
2045	84%	63%	37%
2050	84%	69%	42%

Nota: la proyección no incluye nuevas reformas en los sistemas de pensiones.

Fuente:

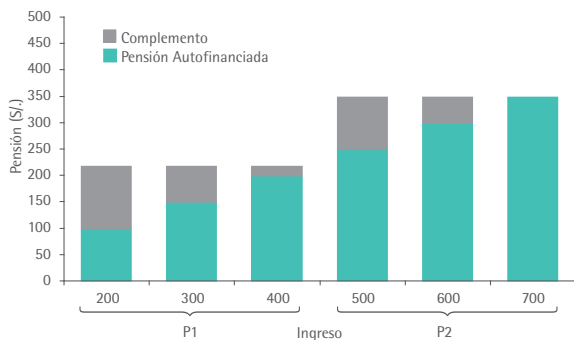
Albo, A., Gonzales, F., Hernández, O., Herrera, C., Muñoz, A., “Hacia el Fortalecimiento de las pensiones en México: visión y propuestas de reforma”. BBVA Bancomer (2007).  
Bernal, N., Muñoz, A., Perea, H., Tejada, J., Tuesta, D.

“Una Mirada al Sistema de Pensiones Peruano: Diagnóstico y Propuestas”. BBVA Perú (2008).

Favre, M., Melguizo, A., Muñoz, A., Vial, J. “A 25 años de la reforma del sistema previsional chileno. Diagnóstico y propuestas”. BBVA Chile (2005).

<sup>1</sup> Este artículo está basado en el libro “Una Mirada al Sistema de Pensiones Peruano: Diagnóstico y Propuestas”. Bernal, N., Muñoz, A., Perea, H., Tejada, J., Tuesta, D. BBVA Perú (2008). Serie de Estudios Previsionales. Editorial Norma.

### Planes de pensiones: pensión autofinanciada y pensión garantizada (15 años de aporte)



Fuente: BBVA (2008)

### Esquema de garantía de pensión según años de aporte

Años de cotización	Pensión por S/.1		Pensión por S/.2	
	(S/.)	(% p.min.)	(S/.)	(% p.min.)
15	218	(45%)	348	(72%)
16	230	(48%)	373	(77%)
17	242	(50%)	398	(82%)
18	256	(53%)	425	(88%)
19	270	(56%)	450	(93%)
20	289	(60%)	484	(100%)

Nota: los porcentajes están calculados con respecto a la pensión mínima establecida por ley.

Fuente: BBVA (2008)

## II. Propuestas de reforma

La situación bajo el escenario pasivo sugiere la necesidad de implementar ajustes, desde ahora, para mejorar los resultados del sistema previsional en los próximos años. El mencionado estudio plantea un conjunto de propuestas de reforma orientadas a mejorar integralmente el desempeño del sistema de pensiones, es decir, se busca mejorar los niveles de cobertura laboral, cobertura de vejez, así como el poder adquisitivo de las pensiones sin que ello represente un riesgo para las finanzas públicas.<sup>2</sup>

### 1. Propuestas para ampliar la cobertura

a. Los planes denominados "Pensión por S/.1" y "Pensión por S/.2" son esquemas de aporte y beneficio definido dirigidos a trabajadores que actualmente se encuentran fuera del sistema y tienen bajos niveles de ingresos (básicamente trabajadores informales). En estos planes se garantiza un porcentaje de la pensión mínima en función a los años de aporte. Así, la pensión autofinanciada sería complementada hasta llegar al nivel garantizado en cada plan. De esta manera, a través del derecho de acceso a una mayor pensión conforme aumente el tiempo cotizado por el afiliado, se busca incentivar el ahorro para la vejez en estos grupos de trabajadores.

b. La afiliación obligatoria de trabajadores independientes formales pretende incorporar a trabajadores independientes de ingresos altos, que son sujetos del impuesto a la renta, con la finalidad de extenderles los mismos derechos y obligaciones que tiene un trabajador dependiente formal dentro del sistema pensionario.

### 2. Propuestas para mejorar la cuantía y permitir el acceso a las pensiones mínimas con menos años de cotización

a. La extensión de la pensión mínima en el SPP plantea ampliar dicha garantía a todos los afiliados del SPP. Actualmente este beneficio sólo es aplicable a una parte de estos (los de edad avanzada o población en transición y aquellos que se encontraban afiliados antes de 1995) dejando fuera a los afiliados relativamente jóvenes. Por ello, se plantea extender esta garantía homogenizando su acceso hacia todos los afiliados del sistema sin distinción.

b. El acceso a un porcentaje de la pensión mínima a partir de quince años de aportación busca adaptar los requisitos de acceso a la pensión mínima a la realidad laboral peruana. Lo que se plantea es que todos los afiliados del sistema, ya sea público o privado que hubieran aportado por lo menos quince años, tengan derecho a un porcentaje de la pensión mínima en función del tiempo cotizado. Así, si bien esta propuesta implica una flexibilización del requisito actual de veinte años, la población objetivo de esta medida es el grupo de afiliados de menores ingresos. Asimismo, se debe resaltar que dicha medida además de estar focalizada induciría a una mejora redistributiva en los niveles de ingreso de la vejez y no desincentivaría significativamente las contribuciones.

### 3. Propuesta de sostenibilidad financiera y focalización de subsidios del SNP

a. La aceleración en la reducción de tasas de reemplazo plantea ajustar gradualmente la tasa de reemplazo, que es un parámetro usado para el cálculo de la pensión en el SNP, hasta llegar a ser 30 por ciento del salario promedio (hoy es 50 por ciento). Partiendo de lo ya dispuesto en la normativa del SNP, que contempla un ajuste de 5 puntos porcentuales, se plantea acelerar dicho proceso a razón de 3 puntos porcentuales cada año, con lo que el nivel objetivo (de 30 por ciento) sería alcanzado en el año 2014 en lugar de hacerlo en el año 2038. De esta manera, la medida permitirá que la eliminación de subsidios a trabajadores de ingresos altos se consiga antes de lo previsto. Con ello, se busca una mejor focalización de los subsidios otorgados por el SNP.

<sup>2</sup> La cobertura laboral se calcula como el ratio de afiliados sobre la población en edad de trabajar (población entre 14 y 64 años) mientras que la cobertura de vejez se calcula como el ratio de jubilados sobre el grupo perteneciente a la tercera edad (población mayor de 64 años).

### III. Impacto de las propuestas

En función a las variables mencionadas, se estima que la aplicación conjunta de estas medidas tendría los siguientes efectos:

- En cobertura: se lograría reducir significativamente el porcentaje de la población fuera del sistema de pensiones. Así, el porcentaje de población sin cobertura de vejez pasa de ser 76 por ciento en 2010 a ser solo 39 por ciento hacia el año 2050. Adicionalmente, la fuerza laboral sin cobertura pasa de ser 67 por ciento de la población en el 2010 a 33 por ciento hacia el año 2050.
- En la cuantía de las pensiones: se conseguiría que, en promedio, mejoren más que en el escenario sin reformas y esta mejora sería significativamente mayor para los trabajadores de menores ingresos. Así, por ejemplo, las pensiones de los afiliados con ingresos inferiores a S/. 800 crecerían, respecto del escenario sin reformas, en promedio en 98 por ciento.
- En cuanto al costo para el Estado: la implementación de las medidas analizadas incrementaría el costo previsional en 9,8 puntos porcentuales del PBI a valor presente; lo que equivale en promedio a un incremento en términos anuales de entre 0,4 por ciento y 0,5 por ciento del PBI. Adicionalmente, cabe precisar que estas transferencias se realizarían recién a partir del quinquenio 2020-2025, que es cuando se culmina el pago de las obligaciones pensionarias del gobierno por concepto de los bonos de reconocimiento y del régimen del DL 20530.

De acuerdo con los resultados de la proyección, se aprecia que la aplicación de estas medidas contribuiría a mejorar la cobertura y el nivel de pensiones. De un lado, las medidas se orientan a incentivar la participación de grupos de trabajadores que hoy se encuentran fuera del sistema, pero proponiéndoles planes acordes a su nivel de ingreso. De otro lado, las propuestas también buscan mejorar la situación de los que ya participan del sistema, especialmente los trabajadores de menores ingresos, pues —por diferentes razones— requieren de requisitos acordes con su realidad laboral o de alternativas que los ayuden a mejorar sus pensiones. Igualmente, y dado que en definitiva todo sistema de protección social debe ser sostenible en el tiempo para alcanzar dichos objetivos, el estudio también evalúa el impacto fiscal de estas medidas con el fin de diseñarlas de forma tal que no generen presiones fiscales significativas, y en consecuencia sean viables y sostenibles.

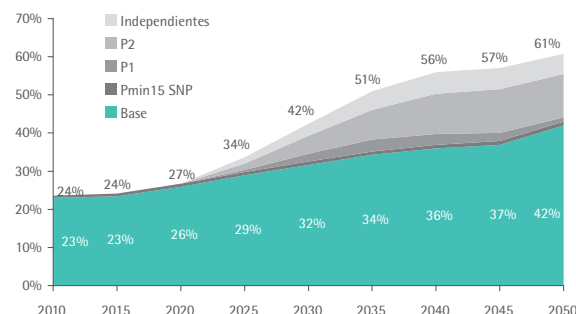
### IV. Apreciaciones finales

Los retos que aún enfrenta el sistema previsional son importantes, no obstante, las estimaciones sugieren que el esfuerzo requerido para obtener mejoras sustanciales para el sistema previsional no es excesivo. Igualmente, si bien las limitaciones que se han mencionado se manifestarán de manera más nítida en el mediano plazo, es necesario tomar medidas desde ahora para lograr una adecuada protección para la población en retiro, en particular para los grupos que durante su vida activa generan bajos niveles de ingresos. Posponer las mejoras que se requieren para el sistema puede resultar más oneroso para la sociedad, e inducirá una transferencia de una mayor parte del costo hacia las generaciones futuras.

Asimismo, es importante enfatizar que para mejorar los resultados del sistema previsional se requiere de un enfoque integral, lo que implica adoptar medidas que superan el propio ámbito del sistema previsional. Así, por ejemplo, la implementación de políticas que permitan reducir los niveles de informalidad e incrementar la productividad de los trabajadores, tendrán un impacto positivo sobre la cobertura y los niveles de pensiones.

En esta línea, fomentar un adecuado funcionamiento del mercado laboral y elevar los niveles de educación y capital humano ayudarán a mejorar sustancialmente el desempeño del sistema previsional. Por lo mismo, creemos que es necesario un compromiso permanente entre Estado y sector privado que se plasme en evaluaciones permanentes de la evolución del sistema y que le permita realizar oportunamente los ajustes necesarios a un sistema cuyos resultados se verán en el largo plazo.

### Impacto de las reformas en la cobertura de vejez hacia 2050



Nota: P1: plan de cobertura de "Pensión por S/.1; P2: plan de cobertura de Pensión por S/.2; Pmin15 SNP: ganancia en cobertura por flexibilización del requisito de acceso de la pensión mínima en el SNP.

Fuente: BBVA (2008)

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(p)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (S/. miles de millones)	305.1	341.2	392.9	441.9
PBI Nominal (USD miles de millones)	93.3	109.2	143.1	160.5
PBI Real (variación %)	7.6	9.0	7.6	6.4
<b>Precios, fin de periodo</b>				
IPC (Var.% últ. 12 meses)	1.1	3.9	4.3	3.0
<b>Sector Público</b>				
Superávit/Déficit Fiscal (% del PBI)	2.1	3.1	2.2	0.8
Deuda pública total (% del PBI)	32.7	29.2	27.0	25.6
Deuda pública externa (% del PBI)	23.6	18.4	16.6	15.4
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	23.8	28.0	29.5	31.0
Importaciones (USD miles de millones)	14.9	19.6	24.0	27.0
Balanza Comercial (USD miles de millones)	8.9	8.4	5.5	4.0
Saldo Cuenta Corriente (% del PBI)	3.0	1.4	-1.4	-2.4
Tipo de cambio nominal (S/. por USD, fin periodo)	3.20	3.00	2.70	2.85
Tipo de cambio efectivo real multilateral (var.% anual) 1/	-2.3	-1.7	-	-
Deuda externa (% del PBI)	30.3	28.7	26.9	25.7
Reservas internacionales netas (USD miles de millones)	17.3	27.7	37.0	39.0
<b>Sector Financiero</b>				
Tasa de interés de referencia (política monetaria)	4.50	5.00	5.75	5.75
Crecimiento de la cartera total del Sistema Bancario (nominal)	6.2	32.8	19.9	15.4
Crecimiento de los depósitos totales del Sistema Bancario (nominal)	8.2	24.2	15.6	12.5

1/ Considera los índices de los principales 20 socios comerciales



## Contexto Internacional

Materias Primas								
	2007	2008	2009		2007	2008	2009	
Brent (promedio)	72.6	99.0	81.4		Oro (fdp)	806	875	900
Cobre USD/lb (fdp)	3.2	2.8	2.2		Soya (promedio)	438	422	385
Cobre USD/lb (promedio)	3.2	3.4	2.6					
PBI Real (%)				Inflación (% fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2.9	2.2	1.0	1.6	2.5	4.1	2.8	2.7
UEM	2.9	2.6	1.5	1.1	1.9	3.1	2.2	1.9
Japón	2.4	2.0	1.3	1.7	0.2	0.0	0.7	0.5
China	11.1	11.4	10.1	10.4	1.5	4.8	5.7	4.5
América Latina								
Argentina	8.5	8.7	7.5	5.3	9.8	8.5	11.0	10.0
Brasil	3.7	5.4	4.6	4.3	3.1	4.5	4.5	4.5
Chile	4.0	5.1	4.3	3.9	2.6	7.8	4.9	3.6
Colombia	6.8	7.5	5.0	4.6	4.5	5.7	5.4	4.5
México	4.8	3.2	2.3	2.6	4.1	3.8	4.4	3.6
Perú	7.6	9.0	7.6	6.4	1.1	3.9	4.3	3.0
Venezuela	10.3	8.4	5.5	4.3	17.0	22.5	24.0	28.0
LATAM <sup>1</sup>	5.3	5.5	4.4	4.0	5.0	6.1	6.5	6.2
LATAM Ex-México	5.5	6.5	5.2	4.5	5.4	7.0	7.3	7.3
Saldo sector público (% PBI)				Saldo cuenta corriente (% PBI)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1.9	-1.2	-2.8	-2.6	-6.0	-5.2	-4.7	-4.9
UEM	-1.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
Japón	-3.8	-3.4			3.9	4.8	4.8	5.2
China					9.5	11.1		
América Latina								
Argentina <sup>2</sup>	1.8	1.2	2.1	2.2	3.8	2.8	2.6	-0.1
Brasil	-3.0	-2.2	-1.8	-2.0	1.6	0.6	-0.5	-1.0
Chile <sup>2</sup>	7.7	8.8	5.9	3.5	3.6	4.4	0.6	-1.1
Colombia	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-2.1	-3.4	-3.9	-2.6
México	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.8	-1.0	-2.6
Perú	2.1	2.9	2.2	0.8	2.9	1.4	-1.4	-2.4
Venezuela <sup>2</sup>	0.0	3.0	2.8	2.4	14.7	8.7	13.7	10.3
LATAM <sup>1</sup>	-0.6	-0.2	-0.1	-0.4	2.3	1.1	1.4	1.4
LATAM Ex-México	-0.9	-0.2	-0.2	-0.6	3.5	1.9	2.3	2.8
<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central.								
Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de interés (% fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5.25	4.25	2.00	2.50
UEM (\$/€)	1.32	1.37	1.48	1.40	3.50	4.00	3.50	3.50
Japón (yenes/\$)	119.0	112.0	105.0	100.0	0.25	0.50	0.50	1.00
China (cny/\$)	7.47	7.47	7.88	8.01	7.30	6.73	6.60	6.30
América Latina								
Argentina	3.06	3.14	3.23	3.47	8.90	12.20	10.68	12.68
Brasil	2.15	1.78	1.70	1.75	13.25	11.25	12.75	10.50
Chile	528	499	465	514	5.25	6.00	6.25	4.25
Colombia	2261	2014	1925	2004	6.82	8.98	10.08	9.59
México	10.88	10.86	10.70	11.10	7.00	7.50	7.00	6.50
Perú	3.21	2.98	2.70	2.85	4.50	5.00	5.75	5.75
Venezuela	2150.00	2150.00	2.15	3.00	10.30	11.70	17.00	17.00





**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 15 San Isidro, T: 211-2015

[www.bbvabancocontinental.com](http://www.bbvabancocontinental.com)

**Dirección Electrónica:** <http://serviciodeestudios.bbva.com>

**Servicio de Estudios Económicos**

**Director:**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe:**

**Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo**

**España: Julián Cubero**

**Análisis Sectorial: Ana Rubio**

**Europa: Miguel Jiménez**

**Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido**

**Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez**

**Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero**

**Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo**

**Argentina: Ernesto Gaba**

**Chile: Miguel Cardoso**

**Colombia: Juana Téllez**

**Perú: Hugo Perea**

**Venezuela: Alejandro Punte**

**China: Ya-Lan Liu**

**Norteamérica: Jorge Sicilia**

**Estados Unidos: Nathaniel Karp**

**México: Adolfo Albo**

**Tendencias Globales: Joaquín Vial**

**Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta**

**otras publicaciones**



Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.