

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2009



Entorno Global: Las tensiones en los mercados se disipan

Los impactos de la crisis internacional se hacen más notorios

Ajuste de inventarios amplifica la desaceleración de la economía

La inflación convergería a la meta en el tercer trimestre del año

Banco Central acelera el recorte de la tasa de interés de referencia

Índice

Fecha de Cierre: 1 de junio de 2009

Editorial	3
Resumen ejecutivo	4
I. Entorno global	6
II. Entorno macroeconómico	
Impactos de la crisis internacional se hacen más notorios	9
Recuadro. El Plan de Estímulo Económico para hacer frente a la crisis externa	12
Recuadro. Inversión en infraestructura: participación del sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones.....	13
Recuadro. Indicadores adelantados y punto de inflexión en la economía peruana	14
Inflación muestra tendencia a la baja en los primeros meses de 2009	16
III. Política monetaria y tipo de cambio	
Banco Central acelera el recorte de la tasa de interés de referencia...17	
El BCR continuaría flexibilizando la posición monetaria en los próximos meses	17
La evolución del tipo de cambio en lo que resta del año responderá principalmente a lo que ocurra con el entorno internacional	18
IV. Entorno financiero	
Tasas de interés para empresas e hipotecarias tenderían a reducirse en los próximos meses	19
La expansión del crédito continuaría moderándose en lo que resta del año	19
Las emisiones de deuda en el mercado de capitales se reanudan.....	19
V. Artículo	
El proceso de ajuste de inventarios en la economía peruana	20
VI. Proyecciones	23

Han coordinado esta publicación:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores

hperea@grupobbva.com.pe

Francisco Grippa Zárate

fgrippa@grupobbva.com.pe

Jasmina Bjeletic Saavedra

jbjeletic@grupobbva.com.pe

María Cecilia Deza Delgado

mdeza@grupobbva.com.pe

Javier Dorich Doig

jdorich@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez Hidalgo

rdpsanchez@grupobbva.com.pe

Impactos más sensibles de la crisis financiera internacional sobre la economía peruana

Aunque con algún rezago respecto a otros países de la región, finalmente la economía peruana ha empezado a sentir con mayor intensidad los efectos negativos de la crisis financiera internacional. En este sentido, la desaceleración del producto ha sido notable: la tasa interanual de crecimiento del PIB pasó de promediar 11,0 por ciento en los tres primeros trimestres del año anterior a 6,5 por ciento en el último y a 1,8 por ciento en el primero de este año.

Como era de esperarse, los sectores más afectados han sido aquellos con una alta exposición a la demanda externa. Así, en el entorno actual de debilidad económica global, diversos proyectos de inversión de gran envergadura, principalmente vinculados a la minería, se han postergado. Más preocupante aún por sus implicancias sobre el empleo, es la contracción de la manufactura de exportación, en particular la de textiles y la agroindustria, actividades intensivas en mano de obra.

Cabe agregar que el proceso de ajuste de inventarios que siguió a la fuerte caída de las ventas en el último trimestre del año anterior ha amplificado la desaceleración del producto. Se estima que el proceso de corrección de inventarios habría restado 4,9 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual del primer trimestre.

¿Qué factores se deben tomar en cuenta para anticipar la dinámica del producto en la segunda parte del año? En primer lugar, la evolución de la actividad económica global, en particular la de los principales socios comerciales del Perú. Si bien los indicios de estabilización de las principales economías del mundo parecen ser más claros, el contexto de alta incertidumbre se mantiene y se espera que la recuperación sea lenta. En segundo lugar, anticipamos que la mayor parte del recorte de inventarios culminaría durante este trimestre, por lo que la actividad dejará de ser lastrada por este proceso.

Finalmente, será fundamental la efectividad con la que operen los estímulos fiscal y monetario, los que aún serán necesarios para atenuar el menor gasto del sector privado. Con respecto al estímulo fiscal, cabe mencionar que la ejecución de la inversión pública en el primer trimestre estuvo por debajo de lo esperado, por lo que el gobierno deberá acelerar el gasto en lo que resta del año. No obstante, teniendo en cuenta que se han dado los pasos adecuados para eliminar las fricciones en el gasto público, se anticipa que en la segunda parte del año el estímulo fiscal será más importante. Por el lado monetario, el Banco Central ya ha reducido la tasa de referencia en 350 puntos básicos, y estimamos que en el tercer trimestre la recortará en 100 puntos adicionales, con lo que pasará a ubicarse en 2,0 por ciento. La transmisión de estos recortes hacia las tasas activas debería favorecer una gradual recuperación del consumo y la inversión privada.

El análisis conjunto de estos factores sugiere que en el segundo semestre el PIB podría mostrar un mejor desempeño respecto de lo observado en la primera parte del año, para terminar el año todavía con crecimiento positivo. Esto sin duda es mejor que lo que estamos viendo en casi toda la región, pero no se debe perder de vista que implicaría un costo significativo en términos del producto que se dejará de generar. En todo caso, es importante destacar que la enérgica actuación de las políticas fiscal y monetaria han acotado estas pérdidas, demostrando así los beneficios de la prudencia fiscal y monetaria aplicadas en el pasado reciente.

Desde marzo se ha registrado un cambio en el sentimiento de los mercados. Ello se encuentra relacionado, por un lado, con el incremento de las medidas para afrontar la crisis financiera global, en particular por parte de Estados Unidos. Así, en este país se realizaron pruebas de estrés sobre los balances de las principales instituciones bancarias para determinar las necesidades de capital de las mismas y se anunció el Programa de Inversión Público-Privado, el que busca atraer inversionistas privados que compren los activos tóxicos de los bancos. Por otro lado, las políticas de estímulo monetario y fiscal se han acentuado. En este contexto, empezaron a aparecer datos que sugieren que la actividad económica global estaría mostrando un menor ritmo de contracción. Todo ello ha favorecido un relativo mayor optimismo en los mercados, que se ha traducido en una reducción de la aversión al riesgo y en la distensión de los mercados financieros.

Estos impactos positivos también han alcanzado a las economías emergentes. Así, en el mismo período, los riesgos soberanos han corregido fuertemente a la baja, las presiones al alza sobre los tipos de cambios han revertido y se han empezado a registrar inlfujos de capitales, impulsando los precios de los activos. Ello no sólo estaría asociado con la moderación global de la aversión al riesgo, sino también con la percepción de que estas economías son menos riesgosas. En esto último habría influido el hecho que el Fondo Monetario Internacional dispone ahora de mayores recursos para apoyar a estas economías (según lo acordado en la cumbre del G-20), a lo que se añade la creación de una nueva línea de crédito por parte de esta institución a la que podrían acceder economías con sólidos fundamentos, pero con problemas transitorios de liquidez (instrumento que busca principalmente prevenir una eventual crisis, más que moderar sus impactos). Han sido muy importantes también en esta percepción de menor riesgo las políticas contracíclicas fiscal y monetaria que varias economías emergentes han implementado y cuyos efectos se empezarían a sentir con mayor intensidad en el segundo semestre de 2009.

Sin embargo, a pesar de que las medidas adoptadas en las economías desarrolladas representan un impacto favorable sobre la actividad económica global, los datos que han venido apareciendo en los últimos meses indican que el ajuste a la baja se ha moderado, no que se ha detenido. Es decir, es previsible que en los próximos trimestres continúen dándose caídas del PIB en las economías desarrolladas (aunque más leves). Más aún, son poco claros los soportes que se tendrían para que se produzca una recuperación rápida, significativa y sostenida del gasto privado. Por ello, estimamos que la salida de la recesión global se empezaría a dar en 2010, que sería lenta y moderada, y que tardaría más en Europa que en Estados Unidos.

En este entorno, los indicadores de la actividad económica real también muestran un ajuste a la baja en las economías emergentes. La desaceleración del PIB de estos países (contracción en algunos casos, como en Europa Oriental o en algunas economías de América Latina) en 4T08 fue brusca, inicialmente como consecuencia del significativo deterioro del comercio internacional, y los efectos han continuado dándose en 1T09. En el caso particular de la economía peruana, esta viene desacelerándose a una velocidad mayor que la esperada, reflejando impactos más notorios de la crisis externa y un deterioro de las expectativas futuras de familias y empresas. Así, por ejemplo, luego de registrar un crecimiento promedio de alrededor de 11%a/a durante los tres primeros trimestres de 2008, el ritmo de expansión de la actividad económica se redujo a 6,5%a/a en 4T08 y a 1,8%a/a en 1T09. La mayor velocidad a la que la economía peruana se ha desacelerado recoge un deterioro más pronunciado de la actividad global y ha sido amplificada por un ajuste a la baja de inventarios, rápido y de gran magnitud (lo que ha reducido los niveles de producción). Con ello ha disminuido el ritmo de crecimiento del empleo (dado el ajuste de inventarios y la menor confianza empresarial) y se ha desacelerado el gasto privado (la expansión del consumo privado disminuyó de 9%a/a en los tres primeros trimestres de 2008 a 3,7%a/a en 1T09, mientras que la inversión privada bruta fija lo hizo de 27%a/a a 1,8%a/a en el mismo período).

¿Hasta cuándo continuaría la actividad económica desacelerándose? Según encuestas realizadas en abril último, la mayoría de empresarios se inclinaría por pensar que esto se daría hasta mediados de 2009. Indicadores adelantados de actividad económica sugieren algo similar. Así, por ejemplo, las encuestas que realiza el Banco Central muestran que los inventarios continúan reduciéndose y que las órdenes de compra y la contratación de

personal disminuirían en el corto plazo; lo que resalta, sin embargo, es que la caída de inventarios es cada vez menor y que la disposición de las empresas para incrementar sus órdenes de compra y contratar personal viene mejorando. La confianza de los consumidores, por su parte, aunque aún en terreno pesimista, ha empezado a recuperarse en mayo. Estos datos son consistentes con la evolución mensual del PIB en términos desestacionalizados, que indica que este continuó contrayéndose hasta marzo, aunque a un ritmo cada vez menor. Sobre la base de esta información, es razonable pensar que la desaceleración de la economía esté próxima a revertirse.

A ello se suma que desde el tercer trimestre del año empezarían a hacerse más sensibles los impactos de los estímulos fiscal y monetario, los dos soportes para el crecimiento económico en 2009 y 2010. En el primer caso, el Plan de Estímulo Económico atenuaría en el corto plazo el impacto a la baja que la desaceleración del gasto privado tendría sobre la demanda agregada y, así, sobre el ritmo de expansión de la actividad económica. Adicionalmente, dado el énfasis del mayor gasto público sobre infraestructura, el impacto positivo sobre la economía no sólo sería de corto plazo, sino también de largo. Ello permitiría que luego de que los efectos negativos de la crisis internacional se diluyan, el país emerja en una posición más sólida.

Por el lado monetario, el agresivo impulso que viene realizando el Banco Central se estaría transmitiendo de manera más clara a las tasas de interés del mercado, lo que atenuaría la desaceleración de la demanda privada. Las reducciones de tasas de interés ya se observan en el caso de las operaciones de menor plazo y con clientes de menor riesgo, y podrían también observarse en los próximos meses en el caso de los préstamos hipotecarios (en lo que también incidirían la caída de la percepción de riesgo del país y el menor costo de fondeo de los recursos públicos destinados al financiamiento de viviendas sociales); en cuanto a microempresas, las condiciones crediticias se verían favorecidas con las facilidades (garantías parciales, por ejemplo) que el Estado viene otorgando para las colocaciones a este sector.

De esta manera, estimamos que la desaceleración de la economía peruana continúe hasta el segundo trimestre del año, para luego iniciar una gradual recuperación que permitiría cerrar el año 2009 con una expansión del PIB de 2,4% y de 3,6% en 2010.

En cuanto a la inflación, las presiones al alza que la llevaron a ubicarse en 6,7%a/a al cierre de 2008 han desaparecido. Así, por el lado de costos, se han reducido las cotizaciones internacionales promedio de insumos alimenticios y de combustibles; por el lado de la demanda, la desaceleración de la misma reduce el riesgo de presiones inflacionarias. En este contexto, la tasa de inflación promedio mensual en lo que va de 2009 es 0,07%, que en términos anualizados equivale a menos de 1%, por debajo del límite inferior de la meta del Banco Central (2%, +/-1pp). A esto se suma la tendencia decreciente que vienen registrando las expectativas inflacionarias (actualmente entre 3,1% y 3,2% para 2009 y 2010). Por ello, se estima que la inflación convergería en 2009 a la meta del BCR y que se mantendría alrededor de la misma en 2010. Esto le ha otorgado espacio al BCR para actuar de manera contracíclica y acompañar al impulso que por el lado fiscal se viene dando.

Finalmente, los resultados de las cuentas fiscales y externas, aunque negativos en 2009 y 2010, aparecen como sostenibles. De esta manera, la economía peruana estaría sorteando los impactos negativos de la crisis externa sin generar desequilibrios. Ello facilitaría retomar un ritmo de expansión económica importante y sostenido en los próximos años.

I. Entorno global

Tras un inicio de año complejo, con altas tensiones financieras y fuerte caída de la actividad, en el segundo trimestre están bajando las tensiones

Desde principios de año el entorno global siguió marcado por elevados niveles de tensión en los mercados financieros, aunque varios indicadores han mostrado mejoras importantes en el último mes. Así, en mayo los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos –que se han mantenido por debajo de los americanos- su mínimo valor desde noviembre de 2008. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM en los mínimos desde principios de 2008.

En los primeros meses del año, la contracción de la economía global fue un elemento fundamental para mantener elevados niveles de aversión al riesgo. Los datos del 1T09 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del 4T08. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono extraordinariamente negativo, con una caída trimestral del PIB del 2,5% en el 1T09, superior al descenso de 1,6% en el 4T08. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos de abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Esto supone que el ritmo de contracción de la actividad podría estar moderándose, aunque aún se observarán crecimientos negativos en el corto plazo. Los mercados reaccionaron muy positivamente a esta posible inflexión, aunque la incertidumbre en torno a la duración de la crisis hace que este movimiento pueda tener fundamentos vulnerables.

Nuevas medidas públicas para estabilizar la situación

En este contexto, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, con un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave de este programa fue la realización de pruebas de estrés (“stress test”) sobre los balances de las principales instituciones bancarias, que dio a conocer las necesidades de capital del sistema. Como resultado, 10 de las 19 principales entidades financieras norteamericanas deben conseguir dentro de los 6 meses siguientes 75\$ mM de capital adicional. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, generando buena parte de la reciente reducción en las tensiones financieras. Un segundo pilar es el Programa de Inversión-Público-Privado que busca atraer a inversores privados que compren los activos tóxicos de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la administración Obama ha puesto en marcha un plan de mejora del acceso a la vivienda que contempla mayores facilidades para refinanciar hipotecas y subvenciones para las entidades financieras que modifiquen los términos de las hipotecas de familias con riesgo de impago. Nuestra valoración de la estrategia de estabilización bancaria es positiva, aunque la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si no se conjugan correctamente todos los elementos, su impacto podría verse limitado.

La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor muy importante en el proceso de estabilización financiera y está enfrentando el riesgo deflacionista, principalmente con adquisiciones de activos. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios, y de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Por otro lado, la Reserva Federal prevé participar activamente en la financiación del Programa de Inversión Público-Privado, mediante el programa TALF (“Term Asset-Backed Securities Loan Facility”), que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a los 1.000 mM\$.

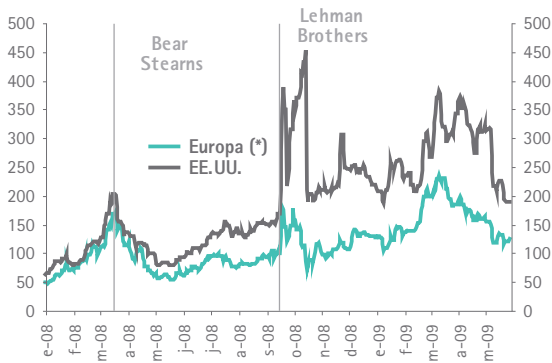
En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera se han dado fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un “banco malo” que compre los activos más peligrosos de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas del tipo de interés, que se sitúa al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda (“full allotment”) durante el tiempo que sea necesario y en

Indicador de tensiones financieras



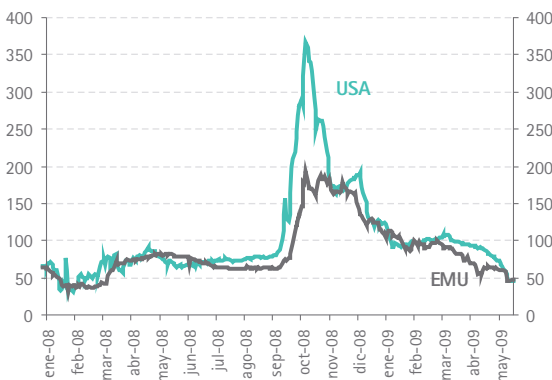
Fuente: Servicio de Estudios
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana, CDS bancarios, corporativos y CDS soberanos. europeos

Bancos: CDS deuda senior 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg
*Bancos Incluidos: Barclays, RBS, Iloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredit, UBS, Credit suisse, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA, Santander

Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses (3M LIBOR – 3M OIS) (pb)



Fuente: Bloomberg

cualquier caso hasta después del final del 2009, y se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60 MM de euros en cédulas bancarias, aunque se desconocen los detalles.

La adopción de estas medidas está justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Por otro lado, aunque los balances de los bancos centrales siguen experimentando una fuerte expansión, especialmente la Reserva Federal, los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento, tal y como lo hizo el Banco de Japón en la salida de su programa de políticas monetarias no-convencionales.

Pese a la estabilización y las medidas, la recuperación sigue siendo incierta

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros, por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda, por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. De su éxito dependerán en gran medida las respuestas a las interrogantes de cuándo comenzará la recuperación, cuán rápida será y qué economías se mostrarán más dinámicas.

A pesar de que estas medidas representan un impacto favorable en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que ha dejado de profundizarse la recesión, con lo que es previsible que en los próximos trimestres las caídas del PIB sean más leves. No obstante, nuestra percepción es que la salida de la recesión, de producirse en 2010, sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurra más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas, tanto de estabilización financiera como de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un período de tiempo prolongado.

Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

Los indicadores financieros muestran una evolución muy favorable en el último mes, tras el brusco deterioro en el último trimestre del año pasado que se mantuvo en el primer trimestre de este. Los spreads de riesgo soberano han corregido fuertemente, las presiones depreciatorias sobre las divisas se han dado la vuelta e incluso las entradas de flujos en los emergentes vuelven al terreno positivo propiciando importantes repuntes de los índices bursátiles.

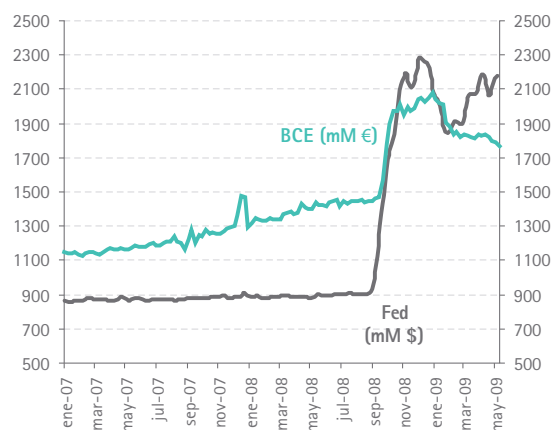
Sin duda, uno de los factores que han favorecido este movimiento ha sido la moderación de la aversión global al riesgo. Pero también cabe mencionar al menos otros dos factores adicionales. Por un lado, el espaldarazo que supuso la cumbre del G-20 para las economías emergentes al aumentar la dotación de recursos disponibles para el FMI. A ello se sumó la creación de una nueva línea de crédito del IMF que podrá ser utilizada por las economías con sólidos fundamentales, pero que podrían experimentar problemas transitorios de financiación; este instrumento estaría más enfocado en prevenir que en atajar una eventual crisis en las economías emergentes. El éxito de esta nueva fórmula se ha constatado tras la solicitud de algunos países como México, Polonia y Colombia y la reacción positiva de los mercados. Por último, pero no menos importante, están las medidas adoptadas en el ámbito doméstico para amortiguar el impacto de la crisis. En este sentido, encontramos que en diferente grado buena parte de las economías emergentes han adoptado políticas de demanda, fiscal y monetaria, cuyo impacto en la actividad se comenzará a percibir en la segunda mitad del año e incluso en algunas ya en el 2T09. China, constituye sin lugar a dudas el ejemplo más destacable dentro del mundo emergente tras la aprobación de un paquete de estímulo fiscal muy cuantioso (16% del PIB en dos años) y la excepcional relajación de las condiciones monetarias que han favorecido una reactivación del crédito al sector privado. En otro orden, también es destacable América Latina, que por primera vez en esta crisis ha contado con un margen para hacer políticas contracíclicas que está siendo utilizado.

Tipo de interés de una hipoteca media a 30 años en EE.UU. (%)



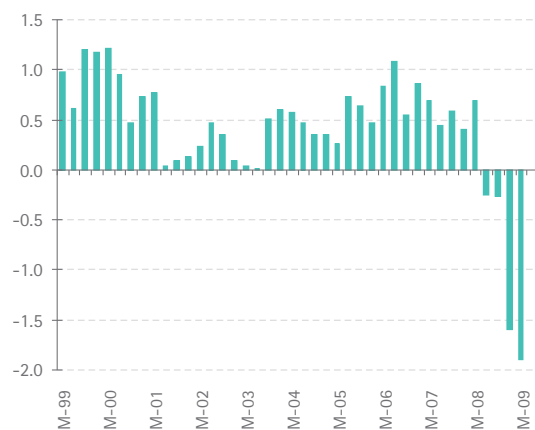
Fuente: Bloomberg

Bancos Centrales: activos totales

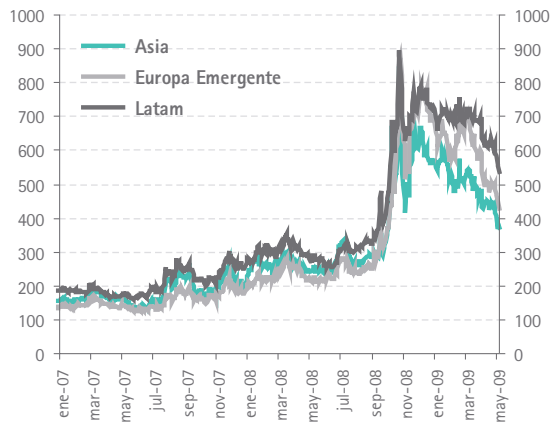


Fuente: Datastream

UEM: Crecimiento del PIB (% intertrimestral)

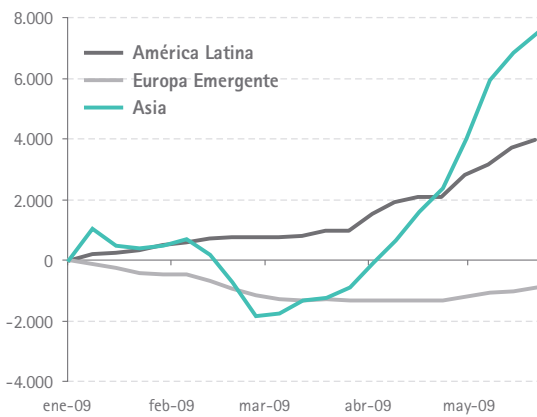


Diferenciales EMBI (pbs)



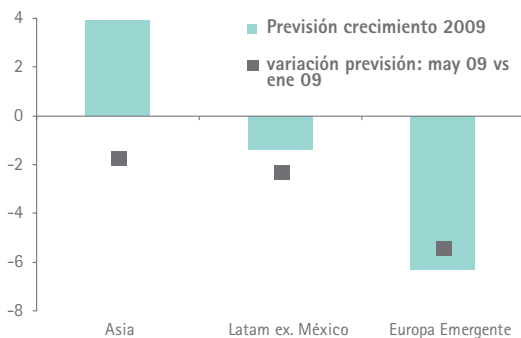
Fuente: Datastream y JP Morgan

Entradas netas en renta variable: 2009 (acumulada, \$Mm)



Fuente: BBVA y EPFR

Economías emergentes: previsión de crecimiento para 2009 y variación en la previsión desde enero (pp)



Fuente: BERD y BBVA

Con todo, el impacto de la crisis en la actividad de los emergentes está siendo importante. El ajuste del PIB en el 4T08 fue muy brusco, fundamentalmente como consecuencia del colapso del comercio internacional, lo que condujo a un ajuste a la baja de las previsiones en los primeros meses del año. En este sentido, es importante enfatizar el alto grado de heterogeneidad dentro del mundo emergente. Las conocidas vulnerabilidades de la Europa Emergente –abultados desequilibrios fiscales y externos, fuerte crecimiento del crédito acompañado de un alto descalce de moneda y alta dependencia de la financiación externa- propiciarán ajustes muy intensos. Así, se estima que el PIB de la región caerá en torno al 6%, con algunas economías cayendo hasta el doble, lo que supone un elemento de riesgo para las economías de la Europa Occidental. En conjunto, se prevé que las economías emergentes, lideradas por Asia y con caídas del PIB muy moderadas de América Latina, crezcan por encima de las economías desarrolladas en los próximos años.

A pesar de la débil demanda mundial, los precios de las materias primas estuvieron en el primer trimestre de 2009 por encima de los promedios históricos. Más recientemente, los precios de las materias primas volvieron a crecer con intensidad debido a los significativos recortes de producción y a la percepción de los mercados financieros que lo peor de la crisis puede ya haber pasado. Las perspectivas de valorización del dólar deben limitar el actual movimiento alcista de las materias primas, pero los precios deben seguir dando soporte a los países exportadores de materias primas, entre ellos a América Latina.

II. Entorno Macroeconómico

Impactos de la crisis internacional se hacen más notorios

Desde el último trimestre del año pasado, la economía peruana ha mostrado un proceso de rápida desaceleración del producto y del empleo. Así, luego de registrar un crecimiento promedio para el periodo enero-septiembre de 2008 de 11%, el ritmo de expansión del producto empezó a mostrar una nueva tendencia, al registrar un incremento de 6,5% en el cuarto trimestre de 2008, y de 1,8% en el primer trimestre de este año. Esta declinación se explica, principalmente, por:

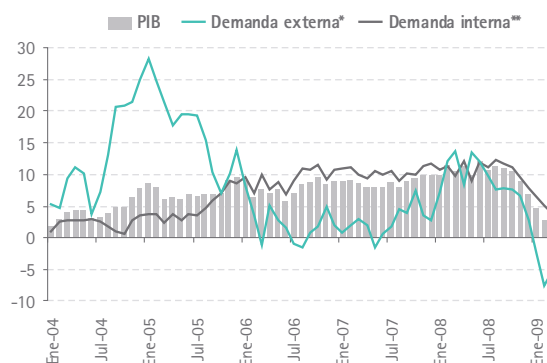
- El aumento de las tensiones financieras y contracción sincronizada de la actividad global.** El rápido deterioro de las condiciones externas que siguió a la caída de Lehman Brothers se reflejó en menores cotizaciones de los metales básicos, un aumento de spreads y una aguda reducción del comercio global. En este contexto, a partir del último trimestre del año pasado, se observó una caída de las exportaciones peruanas (tanto por menores precios como volúmenes exportados), postergación de proyectos de inversión, así como tensiones iniciales sobre los mercados financieros locales. A nivel sectorial, las actividades más golpeadas han sido aquellas con exposición al exterior como la minería y la manufactura, siendo este último sector una actividad intensiva en mano de obra, por lo que su desaceleración ha tenido impactos sensibles sobre la generación de empleo. Adicionalmente, en este entorno de incertidumbre, las expectativas empresariales se han visto afectadas, por lo que diversas decisiones de gasto han sido revisadas.
- Un ajuste rápido y severo de inventarios, principalmente en la industria.** El súbito deterioro de las condiciones externas y la caída de los precios de diversos insumos y de las ventas, originó un significativo incremento no deseado de los inventarios. Para liquidar estos excedentes, las empresas tuvieron que contraer, y en algunos casos paralizar totalmente, su producción, incluso en mayor proporción que la caída de la demanda (ver Artículo *El proceso de ajuste de inventarios en la economía peruana*).

La actividad económica tendería a mejorar hacia la segunda mitad del año

Diversos indicadores sugieren que la desaceleración económica podría estar moderándose. Por ello, para el segundo semestre del año, esperamos que la economía muestre un mejor desempeño. Esta proyección asume:

- Estabilización de la actividad global, acorde con los recientes indicadores financieros y de actividad.
- Impactos más sensibles del Plan de Estímulo Económico (PEE) para el segundo semestre del año. Se espera que la ejecución de diversas obras de infraestructura, principalmente de transportes (tanto bajo la modalidad de obra pública como de Asociación Público Privada), se acelere y otorgue soporte a la actividad.
- Una mayor flexibilización de la política monetaria por parte del Banco Central a fin de impulsar el gasto privado.
- Un proceso de ajuste de inventarios que, en su mayor parte, ya se habría llevado a cabo. De ser esto así, en la segunda parte del año, la reducción de inventarios no debería exacerbar la desaceleración del producto. Además, las empresas retomarían un nivel de producción más acorde con el nuevo nivel de demanda.

PIB: mercado interno y externo (Var. % real interanual – promedio móvil 3 meses)

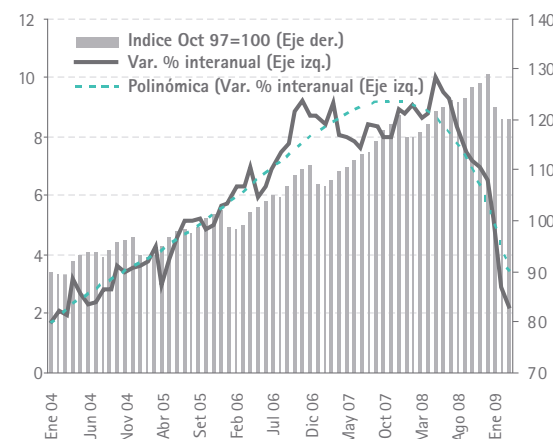


(*) Exportaciones
(**) Excluyendo inventarios

Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Empleo urbano a nivel nacional en empresas de 10 y más trabajadores (Var. % interanual)



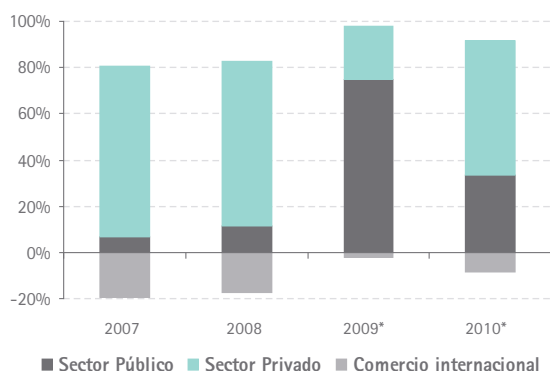
Fuente: MINTRA

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	II-08	III-08	IV-08	I-09
Consumo total	9,0	9,0	6,9	4,3
Privado	9,4	9,5	8,0	3,7
Público	5,5	5,0	-1,0	8,2
Formación Bruta de Capital Fijo	35,8	31,5	21,2	4,0
Privada	32,5	27,7	21,0	1,8
Pública	60,2	56,8	21,7	22,2
Demanda Interna	14,6	13,5	9,1	-0,8
Exportaciones de Bienes y Servicios	11,4	6,5	2,1	-3,0
Importaciones de Bienes y Servicios	26,3	19,0	14,1	-13,7
PBI	11,7	10,7	6,5	1,8

Actividad económica: contribución al crecimiento



(*) Proyección

Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Proyectos de inversión programados para 2009 (USD MM)

Empresa	Inversión	Monto (USD MM)
Perú LNG	Camisea II	600
Telefónica del Perú	Inversiones para ampliar cobertura y red	250
Dubai Ports	Muelle Sur (Callao)	250
Vale	Fosfatos de Bayóvar	200
Votorantim	Ampliación de la Refinería de Cajamarquilla	200
Chinalco	Toromocho (cobre)	190
Odebrecht y otras	Carreteras interoceánicas (IIRSA sur y norte)	170
Diversas	Inversiones en exploración y explotación	150
Soc. Hoteles del Perú	Proyectos de infraestructura hotelera	100
Shougang	Marcona	100
Inmobiliari	Proyectos inmobiliarios	100
Kallpa	Central Térmica Kallpa 2	85
TGP	Ampliación del ducto de Camisea	75
Maple	Planta de etanol	10
Total (US\$ MM)		2,480

Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

El gasto público atenuaría desaceleración en el gasto privado

Por el lado de la demanda, esperamos para este y el próximo año una recomposición del gasto, en la que el componente privado se desacelera y el mayor gasto público atenuaría los impactos sobre el crecimiento. Así, la trayectoria descendente del consumo y la inversión privados estaría parcialmente contrarrestada con una tendencia creciente del gasto de inversión (y consumo) pública, principalmente a partir del segundo trimestre.

En el caso del consumo privado, su desaceleración estaría asociada con: (i) el menor ritmo de expansión del empleo, (ii) el menor crecimiento de los ingresos familiares, y (iii) la corrección de las expectativas de crecimiento de los agentes económicos.

Del mismo modo, la expansión de la inversión privada sería menor a la observada a lo largo de 2008. Este ajuste respondería a diversos factores, entre los que pueden señalarse: (i) el difícil escenario externo que, unido a niveles de aversión al riesgo aún por encima del promedio de años anteriores, retraerían los flujos de inversión extranjera hacia países emergentes, lo que encarece las fuentes de financiamiento disponibles, (ii) el proceso de ajuste de inventarios, producto de correcciones en las perspectivas de demanda interna y externa, que generaría la postergación de proyectos de inversión en los sectores productivos más afectados, y (iii) la corrección en las cotizaciones de las materias primas, que reduciría la rentabilidad de los proyectos y tornaría no rentables algunos de ellos.

En esta línea, se espera que de la cartera de proyectos identificada a mediados de 2008 (por un total de US\$ 27 MM) -prevista para ejecutarse en los próximos 4 años-, alrededor de 65% continúe en marcha. Destacan las inversiones previstas de las empresas Shougang en el proyecto Marcona, Chinalco en el proyecto de cobre Toromocho, Votorantim con la ampliación de la refinería de Cajamarquilla, así como de Odebrecht en la construcción de la carretera IIRSA Sur y de Dubai Ports en el Muelle Sur del Callao. De otro lado, dentro del grupo de proyectos cuya ejecución se ha postergado o se encuentra en evaluación, la mayor parte pertenecería al sector minería e hidrocarburos, entre los que pueden mencionarse los proyectos de cobre Los Chancas, Minas Conga y La Granja, así como la modernización de la refinería de Talara y ampliación de planta por parte de PetroPerú y Aceros Arequipa, respectivamente.

El sector público buscaría compensar la desaceleración del gasto privado actuando de manera contracíclica. Para ello, y en el marco del PEE, se encuentra priorizando la ejecución de más de 50 obras públicas, enfocadas principalmente en infraestructura vial, educación, salud y saneamiento. Asimismo, dentro del PEE se priorizará también la concesión de 12 proyectos de Asociación Público Privada (APP) en carreteras, puertos y aeropuertos. En esto último destacan los proyectos como la Planta de Tratamiento de Aguas Residuales Taboada; los puertos de Paita, San Martín (Pisco), Salaverry, Pucallpa, Iquitos, entre otros; la Autopista del Sol (Tramo Trujillo-Sullana), la carretera IIRSA Centro y el segundo grupo de Aeropuertos Regionales, entre los principales. La concesión de los dos primeros proyectos fue otorgada a finales de febrero y marzo, respectivamente.

En términos de sectores productivos, los más afectados serían minería, agroindustria y ciertos sectores de manufactura, todos ellos expuestos a la contracción de la demanda externa. Con respecto a los sectores más expuestos a la dinámica interna, uno de los más afectados sería comercio, en el contexto de desaceleración del consumo privado y de desacumulación de inventarios.

Demanda agregada real: datos anuales

(var. % interanual)	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Consumo total	7,8	7,9	2,5	2,8
Privado	8,3	8,7	2,3	2,7
Público	4,5	1,8	4,1	3,6
Formación Bruta de Capital Fijo	22,6	28,1	7,4	8,0
Privada	23,4	25,6	2,1	5,0
Pública	18,2	42,8	35,0	20,0
Demanda Interna	11,8	12,3	2,3	3,8
Exportaciones de Bienes y Servicios	6,2	8,2	-4,8	3,7
Importaciones de Bienes y Servicios	21,3	19,9	-11,9	4,7
PBI	8,9	9,8	2,4	3,6

Ahorro acumulado en años anteriores permitiría la implementación de medidas de política fiscal contracíclica

En 2008 el resultado fiscal fue positivo por tercer año consecutivo (2,1% del PIB). Ello se dio como consecuencia, principalmente, del importante flujo de ingresos corrientes durante los tres primeros trimestres del año, en un contexto en que el gasto de inversión crecía de forma importante a todo nivel de gobierno. El último trimestre de ese año marcó la diferencia, pues a la disminución de los ingresos fiscales le siguió un fuerte ajuste por el lado del gasto público, que tuvo como fin moderar la expansión de la demanda doméstica, en un entorno en que la inflación registraba una tendencia al alza asociada con los mayores precios internacionales de *commodities* y en que las expectativas inflacionarias se desviaron de la meta del Banco Central.

Para este año esperamos que el resultado fiscal sea negativo. En ello incidirían la disminución de los ingresos públicos (tributarios y no tributarios, en línea con el ajuste de las cotizaciones de metales básicos) y, principalmente, la ejecución del PEE, el cual significará un mayor gasto con respecto al Presupuesto aprobado (ver Recuadro *El Plan de Estímulo Económico para hacer frente a la crisis externa*). Para 2010 se espera una ligera reducción del déficit fiscal debido a i) una recuperación gradual de los ingresos fiscales (en línea con el mayor ritmo de crecimiento económico en ese año), aunque se mantendrían en niveles por debajo de los observados en años anteriores a la crisis, y ii) un menor impulso fiscal, dada la recuperación del gasto privado prevista para dicho año.

Cabe mencionar que recientemente se han modificado las reglas fiscales que establecían un tope al déficit y al crecimiento del gasto en bienes y servicios públicos, buscando establecer el marco legal adecuado para la ejecución del PEE. Asimismo, es importante indicar que la implementación de este impulso fiscal no comprometería la sostenibilidad de las finanzas públicas ya que los déficit estimados para 2009 y 2010 serían inferiores al “déficit sostenible”, aquel que hace constante en el tiempo la razón de deuda a PIB, el que estimamos en 1,6%.

Cuentas externas en niveles sostenibles

La cuenta corriente de la balanza de pagos (CC) sería deficitaria en 3,3% del PIB, resultado similar al de 2008. Por un lado, la contracción económica global impactaría negativamente sobre las exportaciones (desaceleración de la demanda externa y menores precios internacionales de las materias primas exportadas), la balanza de servicios (ingresos por turismo) y las transferencias corrientes (remesas). Estos efectos a la baja sobre la cuenta corriente se compensarían con las menores importaciones (asociadas con el menor ritmo de expansión del gasto privado doméstico y con el ajuste a la baja de inventarios) y con la mejora en la renta de factores (por menores utilidades de empresas extranjeras en el sector minería, ante las menores cotizaciones internacionales de los metales).

Con respecto a la cuenta financiera, los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) alcanzarían los USD 2,5 MM, monto menor al del cierre de 2008 (USD 4,1 MM). No obstante, los menores capitales privados de corto y largo plazo serían contrarrestados por la colocación de bonos del Gobierno en el exterior (USD 1,0 MM a fines de 1T09).

Para 2010, esperamos un menor déficit en CC como porcentaje del PIB, asociado a una mejora en la balanza comercial, principalmente, en un entorno en que la economía global empezaría a recuperarse. Dada la estructura de financiamiento antes mencionada, los resultados externos de 2009-2010 se encontrarían en niveles sostenibles.

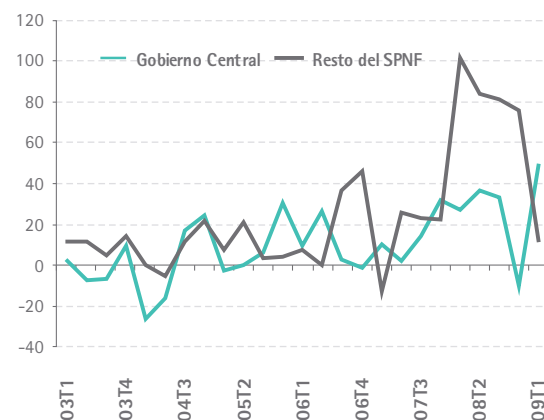
Riesgos para la proyección de crecimiento

Los principales riesgos que podrían alterar nuestras previsiones son los siguientes:

- Un entorno internacional más complicado que lo inicialmente esperado,
- Un proceso de ajuste a la baja de inventarios que se extienda más allá de 2T09 e incluya a más sectores productivos, y
- Que el Plan de Estímulo Económico no llegue a ejecutarse en la medida de lo que se prevé o que su impacto sobre la actividad económica, el empleo y las expectativas de consumidores y empresarios sea menor a lo estimado.

En este escenario, el impacto a la baja sobre la actividad local tendría un efecto negativo sobre la creación de empleo, hecho que podría verse amplificado al considerar la posibilidad de mayores conflictos políticos y sociales, más aún ante la proximidad de las elecciones regionales/municipales de 2010 (que podrían considerarse como la “primera vuelta” de las elecciones generales de 2011).

Inversión Pública (Var. % real interanual)



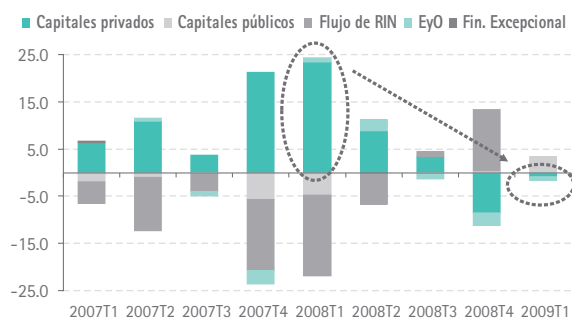
Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Inversión Extranjera Directa (Suma móvil 12 meses – Millones de USD)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Déficit en cuenta corriente por tipo de financiamiento (% del PIB)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Recuadro. El Plan de Estímulo Económico para hacer frente a la crisis externa

El deterioro de las condiciones económicas y financieras en el mundo desarrollado que siguió a la caída de Lehman Brothers ha afectado el dinamismo del gasto privado de forma importante. En este entorno, las autoridades económicas alrededor del mundo, en distinto grado, han implementado diversas medidas de política fiscal con el fin de compensar parte de la caída del consumo y la inversión privados.

Siguiendo esta tendencia, en Perú se anunció a inicios del presente año el Plan de Estímulo Económico (PEE). Gracias a los positivos resultados en materia fiscal alcanzados en años anteriores, es la primera vez que el país se encuentra en posición de implementar una política contracíclica ante un periodo de crisis externa. Cabe resaltar, además, que la importancia del paquete fiscal peruano también radica en que se encuentra focalizado casi en su totalidad en gasto de infraestructura.

El PEE asciende, en total, a S/. 12,6 MM¹ (3,2% del PIB), para ser ejecutado en los años 2009 y 2010. De este monto, las medidas destinadas a impulsar la infraestructura del país tienen el mayor peso (69% del total) y están enfocadas básicamente en la ejecución de proyectos de infraestructura vial y de salud, saneamiento y educación. El énfasis en obras de infraestructura es adecuado porque genera impactos en el corto plazo y, simultáneamente, eleva la capacidad de la economía para crecer de manera sostenida cuando la crisis internacional haya pasado. El monto restante del PEE buscaría, entre otras cosas, moderar de manera más directa los impactos negativos sobre el empleo, así como compensar la mayor percepción de riesgo de las empresas más pequeñas y golpeadas por la crisis internacional. Complementando estas acciones, se han aprobado diversas medidas de flexibilización de los procesos administrativos para facilitar la ejecución del gasto.

Perú: Plan de Estímulo Económico (PEE)

Concepto	Medidas (principales)	Estructura (%)
Impulso a la actividad económica	Compras a micro y pequeñas empresas	15.8
	Garantías a préstamos de empresas exportadoras	
	Capacitación laboral	
Obras de infraestructura	Priorización de proyectos públicos	68.5
	Fondos de infraestructura	
	Mantenimiento de carreteras	
Protección social	Mantenimiento de centros educativos	9.9
	Fondo para programas sociales	
Otros	Incentivos a municipalidades	5.8
Total		100.0

Fuente: MEF. Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

El PEE, como porcentaje del PIB, es uno de los más grandes en América Latina y el mundo, y no contempla medidas de reducción de impuestos, hecho que parece adecuado considerando que una cantidad importante de estudios empíricos encuentra que el multiplicador fiscal de los impuestos es menor al del gasto público². Así, en un escenario como el actual, el incremento del ingreso disponible de las familias a través de la reducción de impuestos podría destinarse al ahorro o al pago de deudas, lo que no estimularía el gasto privado en el corto plazo.

Con respecto al Presupuesto aprobado para 2009, el PEE implica un gasto adicional de alrededor de S/. 4,2 MM (1,1% del PIB). De ejecutarse dicho monto en su totalidad este año, la inversión pública podría crecer cerca de 50% en términos reales.

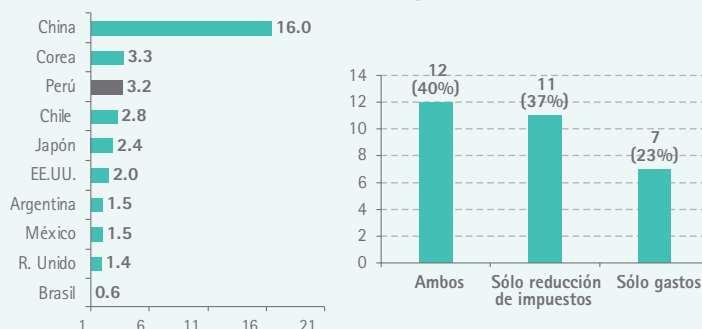
¹ Miles de millones. Al 14 de mayo.

² Spillimbergo, Symansky y Schindler (2009). *Fiscal Multipliers*. IMF SPN 09/11. Mayo 20, 2009. En este documento, los autores reportan una amplia lista de estudios realizados en torno a los multiplicadores fiscales y sus impactos en el producto en diferentes horizontes de tiempo.

³ En particular, en el mes de marzo destacó el mayor gasto de inversión del Sector Transportes y Comunicaciones por concepto de la inclusión de fondos faltantes para el financiamiento del tramo 2 del proyecto IIRSA Sur (medida contemplada en el PEE).

En cuanto a la ejecución del PEE, si bien se percibieron ciertos retrasos en la primera parte del año, este comportamiento parece haberse revertido en los últimos meses³. En este sentido, el crecimiento de la inversión pública en el primer trimestre ha sido de 24%, impulsado básicamente por el dinamismo de los gobiernos regionales y, en menor medida, del gobierno nacional.

Tamaño (% del PIB 2008) y distribución* de los paquetes fiscales según tipo (%)



Fuente: BBVA, FMI, CEPAL. Elaboración SEE BBVA Banco Continental
(* De una muestra de 30 países (latinoamericanos más EE.UU.).

Se espera que el impulso sea mayor en los próximos meses, dado que los proyectos de infraestructura pública priorizados son de montos bajos y por tanto de rápida ejecución, y que, al primer trimestre, el porcentaje de avance de dichas obras fue aún reducido (10% en promedio).

Como consecuencia de este impulso, se espera un déficit fiscal en 2009, el primer resultado negativo después de tres años consecutivos de superávit fiscales. No obstante, dicho déficit no comprometería la sostenibilidad de las cuentas fiscales en la medida que el impulso fiscal en 2009 se financiaría principalmente con los fondos acumulados en 2008 (alrededor de 1% del PIB), en tanto que los recursos que el fisco mantiene en el sistema financiero local (13,1% del PIB), que incluyen los fondos acumulados por el superávit de años anteriores, podrían apoyar estímulos adicionales de ser estos necesarios y de cumplirse los requisitos legales para su utilización.

Consideraciones finales

Bajo criterios de tamaño, oportunidad, temporalidad y sostenibilidad, el PEE será uno de los principales soportes para la actividad económica, contribuyendo con alrededor de 1pp al crecimiento proyectado para 2009, impacto que sería más importante a partir del segundo semestre de este año. Con ello se refleja la importancia de haber acumulado recursos fiscales en los años de elevado dinamismo económico.

Es destacable mencionar que el estímulo fiscal no sólo tendría impactos positivos de corto plazo sobre la economía, compensando la desaceleración del gasto privado, sino que también los tendría en el largo plazo, a través de la mejora de la infraestructura del país. Esto permitirá que luego de que los efectos negativos de la crisis internacional se diluyan, el país emerja en una posición más sólida.

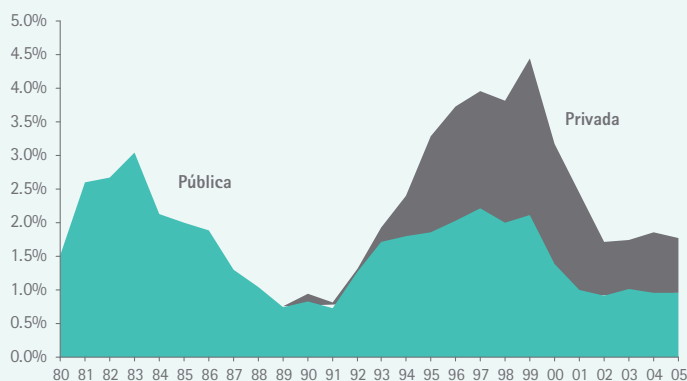
Cabe agregar que el éxito del PEE en lograr los objetivos antes mencionados dependerá básicamente de tres elementos: i) la rapidez y eficacia con que los recursos del PEE se ejecuten a lo largo del año, ii) la capacidad para adaptar el PEE a un escenario en el que la magnitud y duración de la crisis en el mundo desarrollado, y sus efectos locales, podrían ser mayores, lo que implica dosificar adecuadamente los recursos disponibles, y iii) las facilidades otorgadas para la ejecución de los proyectos de inversión en términos financieros y de procedimientos administrativos, deben ser consistentes con una mejora constante en la calidad de los mismos.

María Cecilia Deza
mdeza@grupobbva.com.pe

Recuadro. Inversión en infraestructura: participación del sector privado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

En América Latina, la inversión en infraestructura ha sido históricamente baja, con un monto equivalente al 1,3% del PIB, cuando en Asia supera el 5% y en el mundo se sitúa alrededor de 2%. Como consecuencia de este bajo nivel de inversión se ha generado un déficit en infraestructura que no favorece el desarrollo sostenido de los países de la región. En el caso de Perú, el déficit de infraestructura asciende a alrededor de USD 43 MM (35% del PIB)¹, según cifras recientes, y se refleja en las carencias en saneamiento, energía, comunicaciones y transporte, entre otros sectores.

Inversión pública y privada en infraestructura de servicios públicos, Perú 1980-2005 (% del PIB)



Fuente: MEF, MTC, VMCS, MINEM, OSIPTTEL, OSITRAN y Calderón y Servén (2004).

Con la desaceleración de las economías emergentes luego de la caída de Lehman Brothers, se ha empezado a implementar planes de estímulo fiscal en algunos de estos países, que incluyen un componente importante de inversión en infraestructura. En este contexto, recientemente, el Presidente de México anunció que el Gobierno Federal impulsaría la inversión pública y privada en infraestructura por un monto total de más de USD 40 MM en el presente año. En Brasil, por su parte, se estaría incrementando el gasto en infraestructura hasta USD 61,3 MM. Chile y Perú también han hecho anuncios de aumentos del gasto en infraestructura como parte de los estímulos fiscales que vienen implementando.

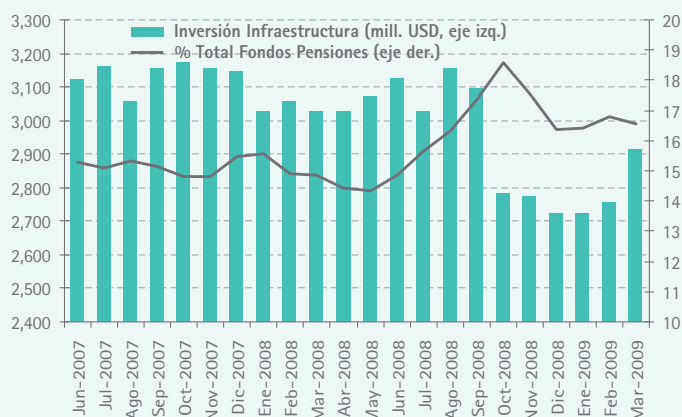
Este tipo de respuesta contracíclica a la desaceleración económica es apropiada. Por un lado, se compensa, en parte, la menor expansión del gasto privado en el actual entorno de crisis internacional. En este sentido, Norman Anderson, presidente y fundador de la consultora estadounidense especializada en infraestructura CG/LA, afirma que "Invertir cuantiosamente en infraestructura puede amortiguar el impacto de la crisis financiera sobre las economías reales". Sin embargo, el impacto favorable no sólo es de corto plazo: la acumulación de capital permite incrementar la productividad de los trabajadores y la competitividad del país. De este modo, el impulso fiscal por esta vía también favorece el crecimiento sostenido de la economía y la generación de empleos de manera permanente, con el consiguiente incremento de los ingresos de las familias y mejora en su bienestar.

¿Cómo hacer para que el sector privado también participe en este proceso? En el caso particular de Perú, la respuesta contracíclica del fisco no sólo se ha dado a través del estímulo a la inversión pública en infraestructura, sino que también se viene acelerando la implementación de facilidades para que el sector privado participe en la mejora de la infraestructura del país. Entre los agentes económicos que podrían estar interesados se encuentran las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Este interés se basa en que las AFPs son inversionistas de largo plazo por excelencia (sus pasivos son de largo plazo), pero en el mercado local no son abundantes los activos que pueden adquirir a esos plazos; la inversión en infraestructura, de maduración extensa, les permite hacer un mejor calce de plazos en sus balances. Adicionalmente, el marco regulatorio se ha flexibilizado: a partir de 2001, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs aprobó la ley que les permite la adquisición de instrumentos vinculados a proyectos de infraestructura.

Bajo este marco, las AFP tienen un monto de inversión acumulado en infraestructura² que ascendió en diciembre de 2008 a aproximadamente USD 2,7 MM. Se estima que estos agentes contarían con fondos adicionales que podrían ascender hasta USD 1,5 MM para continuar haciéndolo.

AFP: Inversión en Infraestructura



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, marzo 2009

Estos montos, sin embargo, podrían ser mayores. Para incrementarlos, el Estado ha autorizado la constitución de un Fondo de Inversión en Infraestructura de USD 500 millones, el cual tiene como principal objetivo atraer capital privado que impulse las inversiones en grandes proyectos. El primer paso ya se ha dado con el aporte de capital de USD 100 millones del Ministerio de Economía a la Corporación Financiera de Desarrollo para iniciar el fondo. Organismos multilaterales como la Corporación Andina de Fomento y el Banco Interamericano de Desarrollo estarían participando con USD 100 millones, mientras que los USD 300 millones restantes serían aportados por las AFP. Cabe mencionar, que la política de inversión que se emplearía aún no está definida, así como tampoco el manager o Sociedad Administradora del Fondo de Inversión que se encargaría de la gestión del fondo en mención. Alternativamente a la decisión de crear el Fondo de Inversión en Infraestructura, se vienen estudiando otras medidas que favorezcan la inversión privada de este tipo y que ayuden a cerrar la brecha de infraestructura existente. Una de estas es la creación de un fideicomiso para obras de infraestructura, en el que las AFP realizarían el aporte de capital al patrimonio y evaluarían cada proyecto para su aprobación. Esta medida tiene una serie de ventajas, entre las más importantes la implementación rápida y eficiencia en costos, impulsando así la inversión en esta clase de proyectos.

En resumen, la crisis financiera internacional estaría sirviendo como catalizador para impulsar la inversión en infraestructura, la que no sólo tendrá beneficios en el corto plazo, sino también en el largo.

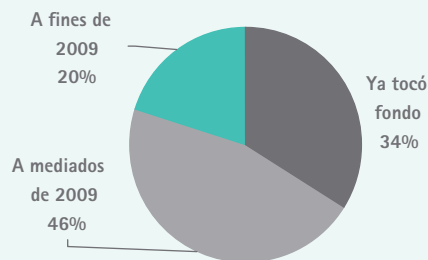
Jasmina Bjeletic
jbjeletic@grupobbva.com.pe

¹ Según el instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (2008). Incluye infraestructura social (hospitales, escuelas, cárceles, entre otros) e infraestructura económica o con fines productivos (camino, puentes, electrificación, agua, etc.).

² Incluye tanto la inversión directa como indirecta. La primera hace referencia a la compra de instrumentos de deuda o acciones emitidas por las empresas concesionarias de los proyectos de infraestructura, mientras que la segunda a compra de cuotas de participación en fondos de inversión especializados en infraestructura.

Desde el tercer trimestre de 2008, la economía peruana registra una desaceleración, producto del deterioro de la actividad mundial. ¿Hasta cuándo se dará este proceso? Según una encuesta realizada por Apoyo Consultoría en abril último, la mayoría de empresarios cree que la actividad económica todavía no habría tocado fondo, sino que esto ocurrirá hacia mediados de 2009, presumiblemente entre el segundo y tercer trimestre (ver **Gráfico 1**).

Gráfico 1: ¿Cuándo cree que la economía peruana tocará fondo?

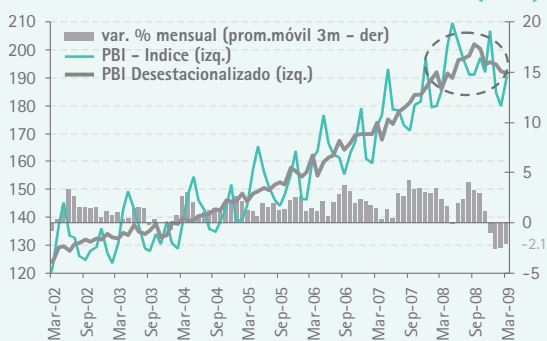


Fuente: Encuesta SAE Abr09 - Apoyo Consultoría

¿Qué indicadores debemos mirar?

- PIB desestacionalizado:** en épocas en las que se produce un quiebre en la tendencia de la actividad económica, la tasa de crecimiento interanual del PIB pierde relevancia, pues no refleja el menor dinamismo del producto. En estos casos, una mejor medida de la evolución de la actividad es el PIB desestacionalizado, que permite hacer comparaciones entre dos meses o trimestres. De hecho, este indicador muestra una contracción desde octubre de 2008 (ver **Gráfico 2**), luego de la quiebra de Lehman Brothers que derivó en una mayor aversión al riesgo, tensiones en los mercados financieros, caídas en los precios de materias primas y un deterioro de la confianza de familias y empresas. El ritmo de contracción, sin embargo, se ha ido reduciendo en los últimos meses, lo que podría estar anticipando cierta estabilización.

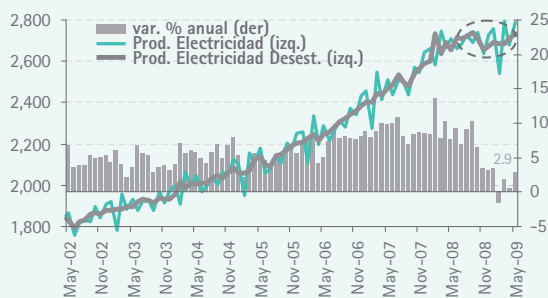
Gráfico 2: Producto Interno Bruto (PIB)*



*Desestacionalizado mediante el método Census X12
Fuente: INEI

- Producción de electricidad:** según la información disponible al cierre de mayo, la generación de energía tocó fondo en diciembre de 2008 (ver **Gráfico 3**), luego de lo cual se viene recuperando a los niveles previos a la caída de Lehman Brothers. Esto podría estar reflejando el comportamiento de la industria y la minería, los dos principales demandantes de energía (concentran más del 50% de la cantidad demandada de electricidad). En este último caso, la producción minera desestacionalizada se viene recuperando desde marzo, en un entorno de mayores precios internacionales de metales básicos.

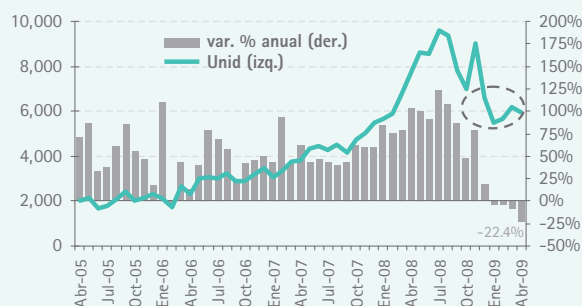
Gráfico 3: Generación de Electricidad (Gw/h)



Fuente: COES-SINAC

- Venta de autos nuevos:** las ventas de autos nuevos llegaron a su nivel más bajo en enero (ver **Gráfico 4**). Desde entonces, las ventas se han estabilizado en niveles próximos a las 6 mil unidades mensuales, 40% por debajo del máximo alcanzado en 2008.

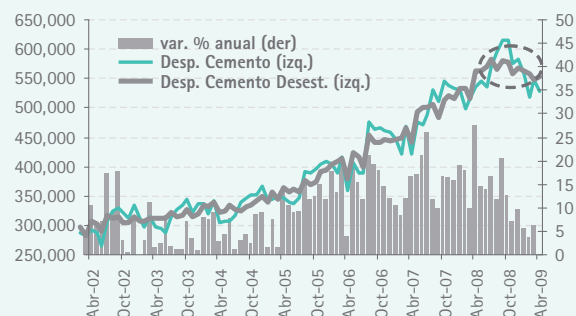
Gráfico 4: Ventas de autos nuevos (unidades)



Fuente: ARAPER

- Despachos de cemento:** los despachos de cemento (principal indicador del dinamismo del sector Construcción) habrían tocado fondo en el mes de marzo (ver **Gráfico 5**). Hacia adelante, se espera una recuperación de los mismos, en línea con el impulso y el avance de la ejecución del Plan de Estímulo Económico (ver Recuadro *El Plan de Estímulo Económico para hacer frente a la crisis externa*).

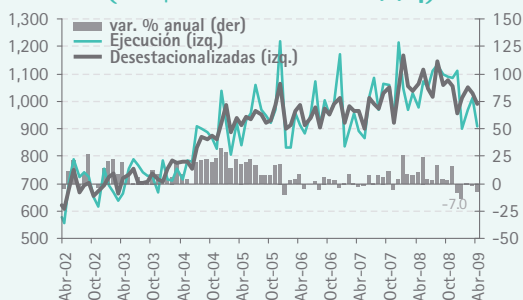
Gráfico 5: Despachos de cemento (toneladas)



Fuente: ASOCEM

- Exportaciones:** con información al mes de abril, se observa que las exportaciones de bienes en términos reales ya habrían atravesado sus niveles mínimos hacia finales de 2008 (ver **Gráfico 6**). Esto es consistente, por ejemplo, con la recuperación del consumo en Estados Unidos, que en el 4T08 se contrajo 4,3% (respecto al trimestre anterior), para luego crecer (según dato de avance) en 1,5% (respecto al trimestre anterior) en 1T09. Cabe mencionar, sin embargo, que esta evolución del consumo en Estados Unidos podría no ser sostenible porque, en parte, se apoya en la reducción de impuestos (efecto al alza de una sola vez) y por el alto endeudamiento de las familias norteamericanas.

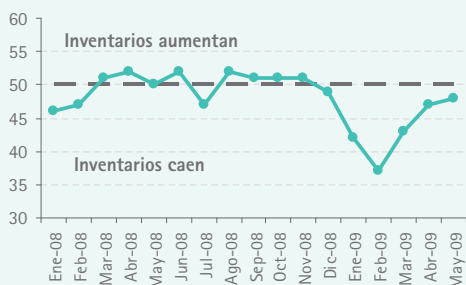
Gráfico 6: Exportaciones reales (US\$ Millones de 1994)



Fuente: BCRP

- **Inventarios:** según una encuesta mensual a las principales empresas industriales y comerciales del país, la proporción de empresas que registraron caídas en inventarios aumentó entre noviembre de 2008 y febrero de 2009 (ver **Gráfico 7**).

Gráfico 7: Índice de Inventarios

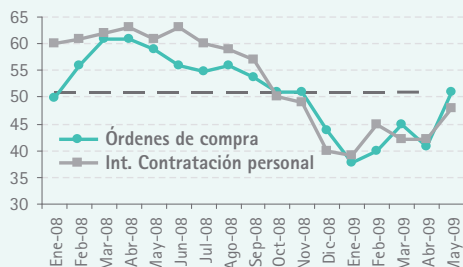


Fuente: Encuesta de Expectativas del BCRP

Desde febrero, si bien el índice de inventarios continúa en zona negativa (reducción de existencias), el ritmo de caída es cada vez menor. De hecho, al mes de mayo, el índice se encuentra muy cerca del rango neutro (50), lo que sugiere que el saldo de inventarios podría estar llegando a los niveles deseados en los próximos meses. De esta manera, las empresas podrían retomar un nivel de producción acorde con la nueva demanda.

- **Órdenes de compra y contratación de personal:** estos dos indicadores, extraídos de encuestas, llegaron a su punto más bajo entre enero y febrero de 2009 (ver **Gráfico 8**). Al mes de mayo, todavía se encuentran en terreno negativo (caída en órdenes de compra y menor intención de contratar personal en los próximos 3 meses), aunque ambos indicadores se encontrarían muy cerca de su punto de equilibrio.

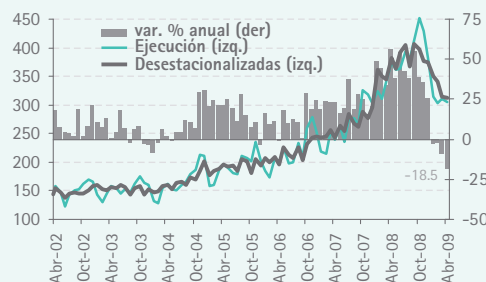
Gráfico 8: Órdenes de Compra y Contratación de Personal



Fuente: Encuesta de Expectativas del BCRP

- **Importaciones de bienes de consumo:** al mes de abril, las importaciones de bienes de consumo aún no detienen su caída (ver **Gráfico 9**). Esto sería consistente con un ajuste en los inventarios de las empresas comercializadoras, ante el menor dinamismo de las ventas en los últimos meses. La caída sería mayor en el caso de aquellas empresas que comercializan bienes de consumo duradero, como vehículos automotores (concesionarios) y electrodomésticos (tiendas por departamento).

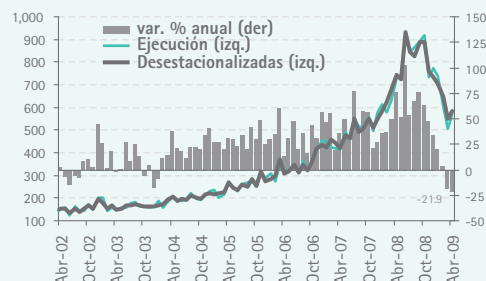
Gráfico 9: Importaciones de bienes de consumo (US\$ millones)



Fuente: BCRP

- **Importaciones de bienes de capital:** Al mes de abril, las importaciones de bienes de capital muestran cierta señal de estabilización (ver **Gráfico 10**). Aún así, las importaciones de maquinaria y equipo se encuentran en niveles de 2007.

Gráfico 10: Importaciones de bienes de capital (US\$ millones)



Fuente: BCRP

Valoración

La mayoría de indicadores económicos sugieren que la actividad económica todavía no habría tocado fondo (ver **Cuadro 1**), aunque estaría próxima a hacerlo, en línea con lo que los empresarios esperan.

Cuadro 1: Indicadores de actividad económica

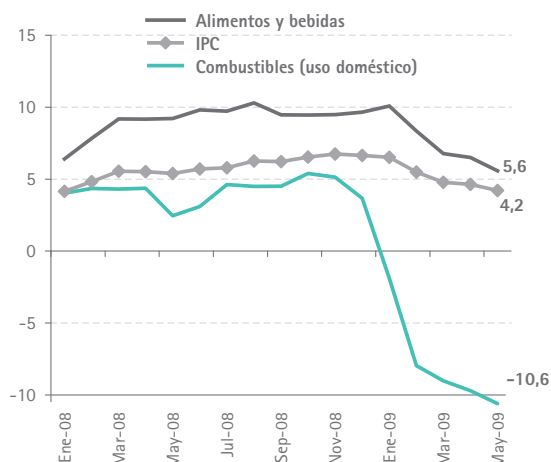
Indicador	Último dato	¿Tocó Fondo?	¿Cuándo?
PIB desestacionalizado (índice)	Mar-09	No	-
Exportaciones de bienes (índice real)	Abr-09	Sí	Dic-08
Importaciones de bienes de capital (US\$ millones)	Abr-09	Sí	Mar-09
Importaciones de bienes de consumo (US\$ millones)	Abr-09	No	-
Despachos de cemento (toneladas)	Abr-09	Sí	Mar-09
Intenciones de contratación de personal (índice)	May-09	No	-
Inventarios (índice)	May-09	No	-
Órdenes de Compra (índice)	May-09	No	-
Ventas de autos nuevos (unidades)	Abr-09	Sí	Ene-09
Generación de electricidad (Gw/h)	May-09	Sí	Dic-08

Elaboración: Servicio de Estudios BBVA Banco Continental

Estimamos que la economía podría tocar fondo el segundo trimestre de 2009. La recuperación se basaría en: (i) un impulso fiscal que tendría un mayor impacto en los próximos meses, (ii) las menores tasas de interés, por la flexibilización monetaria, y (iii) la culminación del proceso de ajuste de inventarios. Sin embargo, para que la recuperación del producto sea sostenible, deben darse además dos condiciones: (i) una estabilización de la economía mundial, y (ii) que el crecimiento del gasto privado (consumo e inversión) se recupere, de tal manera que la dinámica de la actividad económica dependa cada vez menos de los estímulos fiscal y monetario.

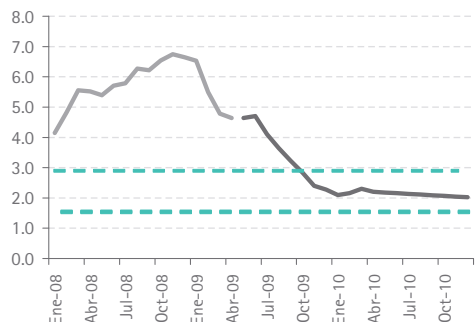
Javier Dorich
jdorich@grupobbva.com.pe

Inflación (Var. % interanual)



Fuente: INEI
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Proyección de inflación para 2009 y 2010 (Var. % interanual)



Fuente: INEI, BBVA
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Inflación muestra tendencia a la baja en los primeros meses de 2009

A diferencia de lo observado durante 2008, la tasa de inflación interanual ha mostrado una tendencia a la baja en la primera parte del presente año, ubicándose en 4,2% al cierre de mayo (6,7% al cierre de 2008). Las menores presiones inflacionarias también se verifican al observar que la inflación acumulada en los primeros cinco meses es de 0,4%, 1,2% en términos anualizados.

El rápido descenso de la inflación se explica, principalmente, por factores de costos. En primer lugar, destaca la moderación en los precios de los alimentos (principal componente de la canasta de consumo, con una ponderación de 47,5%), en un contexto de menores cotizaciones internacionales de los granos y cereales, insumos que se emplean en la producción local de alimentos elaborados (aceites, harina, productos avícolas, entre otros). Un segundo factor es la reducción de los precios locales de los combustibles, reflejo de la caída en los mercados internacionales de la cotización del petróleo. Así, los precios de los combustibles para uso doméstico registraron en mayo una reducción de 10,6% en términos interanuales, en tanto que los destinados para uso vehicular registran una caída de 23,9%.

En cuanto a la inflación subyacente, esta también ha descendido, aunque a un menor ritmo (5,8% en febrero y 5,1% en mayo). Esta gradualidad se sustenta en un crecimiento del consumo privado de 3,8% en 1T09.

La inflación interanual cerraría el año alrededor del 2%

La tendencia a la baja en la tasa de inflación interanual continuaría en los próximos meses y se espera que retorne al rango entre 1% y 3% durante el segundo semestre de 2009. Esta proyección toma en cuenta el siguiente escenario para los próximos meses:

- Una mayor transmisión de la caída de los precios de granos y cereales hacia los alimentos elaborados. Por ejemplo, comparando el promedio en lo que va del 2009 con el promedio del año anterior, el precio internacional de la soya se ha reducido 19%, mientras que el aceite de soya en el mercado local solo se ha reducido 11% en el mismo periodo. Esto sugiere que podría haber espacio para un mayor traslado hacia los precios de los productos finales.
- Un mayor traslado de la desaceleración en los precios mayoristas (de -0,22 % interanual a mayo) hacia los precios al consumidor.
- La tendencia a la baja de las expectativas inflacionarias, continuaría en los próximos meses en línea con la reducción de la tasa de inflación interanual.
- Menores presiones por el lado de la demanda, en un contexto de desaceleración del consumo privado. Con ello, la inflación subyacente tendría menos soportes y su reducción se aceleraría.

Precios: últimos datos mensuales

(var. % interanual)	Feb-09	Mar-09	Abr-09	May-09
Índice de Precios al Consumidor-IPC	5,49	4,78	4,64	4,21
Alimentos y Bebidas	8,3	6,8	6,5	5,6
Combustibles (uso vehicular)	-23,2	-23,8	-23,8	-23,9
Índice Subyacente	5,77	5,69	5,42	5,11
Índice de Precios al Consumidor – Importado*	-4,52	-5,62	-6,45	-6,88
Índice de Precios al por Mayor-IPM	4,03	2,67	1,66	-0,22
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	11,97	13,10	13,68	9,14
Índice de Precios-Materiales de Construcción	6,47	3,46	-1,96	-7,43

* La inflación importada considera los bienes cuyos precios están asociados a insumos importados (trigo, maíz, soya, petróleo), Comprende principalmente alimentos y combustibles.

III. Política monetaria y tipo de cambio

Banco Central acelera el recorte de la tasa de interés de referencia

Desde febrero de este año, el Banco Central (BCR) ha recortado su tasa de interés de referencia en 250 puntos básicos (pb), llevándola en mayo a un nivel de 4,0%. Las dos primeras reducciones fueron de 25 pbs cada una (en febrero y marzo); sin embargo, en un contexto en que los impactos de la crisis financiera internacional se hicieron más sensibles sobre la actividad económica local y la tasa de inflación interanual declinaba rápidamente, el BCR aceleró este proceso mediante recortes de 100pb en abril y mayo.

Así, la mayor agresividad en la flexibilización monetaria se relaciona con el cambio súbito en las condiciones económicas: (i) una rápida desaceleración del PIB, que pasó de promediar un crecimiento de alrededor de 11%a/a en los primeros tres trimestres de 2008 a 1,8%a/a en el primero de este año; (ii) el descenso de la tasa de inflación interanual, que pasó de 6,7% al cierre de 2008 a 4,2% en mayo, lo que refleja el pronunciado descenso de la tasa de inflación mensual promedio, que pasó de 0,54% en 2008 a 0,07% en 2009 (a mayo); y (iii) la reducción de las expectativas inflacionarias para 2009 y 2010, que se ubican actualmente alrededor del límite superior del rango meta (3,0%). La apreciación que registra la moneda peruana en lo que va del año (alrededor de 8%) también ha facilitado la flexibilización de la posición monetaria.

Cabe agregar que las recientes reducciones de la tasa de interés de política son las más agresivas que ha realizado el Banco Central desde que emplea esta variable como instrumento operativo de la política monetaria (setiembre de 2003), ya que antes sólo había realizado movimientos de 25 pbs.

El BCR continuaría flexibilizando la posición monetaria en los próximos meses

La rápida desaceleración de la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionarias señalan la necesidad de continuar relajando la posición de la política monetaria. Ello también se desprende al ensayar reglas monetarias (Regla de Taylor) en las que se ponderan las preocupaciones del Banco Central por la inflación y la actividad económica, que indican que el nivel de la tasa de interés de referencia podría disminuir hasta niveles de alrededor de 2% (en términos nominales) hacia 3T09. Tomando esto en consideración, estimamos que en lo que resta del año el Banco Central continuará reduciendo la tasa de interés de política hasta ubicarla en un nivel (en términos reales ex-ante) próximo a 0%.

Es importante también mencionar que el Presidente del Banco Central deslizó la posibilidad de efectuar compras directas de bonos del Tesoro Público para inducir una disminución de las tasas de interés de largo plazo (estas toman como referencia en su formación a los rendimientos de la deuda soberana). Adicionalmente, se ha creado un nuevo instrumento monetario, las operaciones repo con cartera crediticia, el que busca asegurar que las instituciones financieras, en particular las más pequeñas, logren acceder a fondos líquidos, lo que favorecería la efectividad del proceso de reducción de la tasa de interés de referencia.

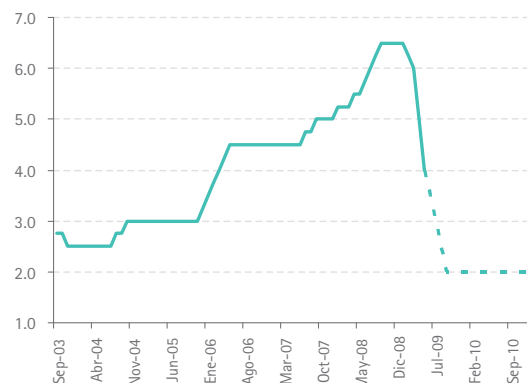
Expectativas de inflación (Var. % interanual)



Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCRP, BBVA

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

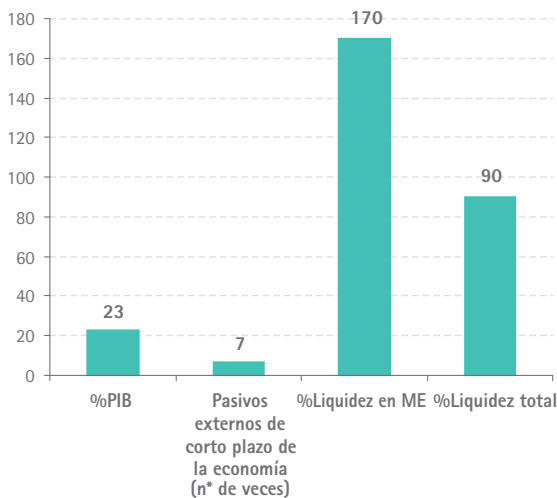
(var. % interanual)	Ene-09	Feb-09	Mar-09	Abr-09
Tipo de cambio interbancario venta (promedio, S/. por USD)	3,152	3,238	3,176	3,086
Emisión primaria (fin de período)	20,7	10,1	7,1	-1,9
Liquidez total	24,9	26,2	23,7	15,8
Liquidez ME / Liquidez total (%)	47,4	47,7	47,4	47,0
Reservas internacionales netas (MM USD)	30,1	29,4	30,9	31,1
Tasa de interés interbancaria en MN (%)	6,6	6,4	6,1	5,3
Tasa de interés interbancaria en ME (%)	0,5	0,3	0,2	0,2
Crédito al sector privado en MN	46,1	44,6	45,6	39,7
Crédito al sector privado en ME	17,7	14,4	11,6	8,9
Tasa de morosidad (%)	1,34	1,43	1,41	1,52

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



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Reservas internacionales



Fuente: BCRP, BBVA
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

La evolución del tipo de cambio en lo que resta del año responderá principalmente a lo que ocurra con el entorno internacional

Desde marzo, el tipo de cambio ha venido registrando presiones a la baja (se redujo de S/. 3,26 por USD a principios de ese mes a S/. 2,99 por USD actualmente). Con ello se ha revertido la tendencia alcista que hasta entonces tuvo (y que se inició en octubre último).

La apreciación de la moneda local está relacionada con la menor aversión global al riesgo, que ha favorecido una mayor demanda de activos en moneda local, a pesar de las bajas agresivas de la tasa de interés de referencia por parte del Banco Central. Asimismo, ha incidido en su evolución el incremento de las cotizaciones internacionales de las materias primas que Perú exporta, en particular de los metales (el precio del cobre, por ejemplo, aumentó más de 50% durante 2009 hasta mayo), lo que elevó los términos de intercambio en alrededor de 10% en el primer trimestre del presente año. A esto se añade el anuncio por parte del Fondo Monetario Internacional de que otorgará fondos líquidos a través de la *Flexible Credit Line* a solicitud de aquellos países que cuenten con un buen registro de políticas macroeconómicas (Perú es uno de ellos), lo que reafirma la disponibilidad de liquidez externa que tendría el país en caso de que la crisis global se acentúe. Finalmente, ha sido también relevante la ratificación por parte de dos importantes agencias internacionales de calificación de riesgo (Fitch, S&P) del grado de inversión de la deuda soberana, así como el deslizamiento de la posibilidad de que una tercera le otorgue esa categoría (Moody's).

Todo ello se ha reflejado en una reducción de la posición de cambio de la banca. Así, esta alcanzó su máximo en febrero; desde entonces se ha reducido en más de USD 400 millones. En el mismo sentido, se han dado vencimientos de CDRBCRP, certificados de depósito emitidos por el BCR en moneda local pero indizados al tipo de cambio, los que no se han venido renovando.

Prevedemos que las presiones a la baja sobre el tipo de cambio, sin embargo, se dispararían en los próximos meses. De esta manera, al cierre del año la moneda local se depreciaría respecto a su nivel actual y al del cierre de 2008 (S/. 3,12 por USD). El debilitamiento del sol peruano en los próximos meses está relacionado con:

- Las condiciones de oferta y demanda de materias primas por parte del sector real de la economía global, en particular de metales básicos. Estas sugieren que hay espacio para que los precios de estos metales (como por ejemplo el del cobre) reviertan parte del incremento observado en lo que va de 2009;
- Cierta recuperación en el nivel de las importaciones, en particular de insumos y bienes de capital, al irse diluyendo el proceso de ajuste a la baja de inventarios;
- La agresiva disminución de la tasa de interés de referencia del Banco Central, que al transmitirse a las demás tasas de interés del mercado reduce el atractivo de los activos en moneda local; y
- Que la salida a la crisis, reflejada en un gasto privado global que vuelve a expandirse, no estaría tan cercana y, en todo caso, sería lenta. Por ello, la reacción que han tenido los mercados en los últimos meses (a los datos que han ido apareciendo) parece excesiva y podría haber cierta reversión en el sentimiento de los mismos, lo que presionaría al tipo de cambio al alza.

Finalmente, cabe mencionar que las reservas internacionales netas se ubican actualmente en USD 31,0MM, nivel similar al de fines de 2008. Así, las ventas netas de moneda extranjera en el mercado cambiario (USD 1,1MM), destinadas a suavizar la trayectoria alcista del tipo de cambio durante el primer bimestre, se han compensado en parte con mayores depósitos del sector público, asociados con la colocación de bonos en el mercado internacional por USD 1MM a fines de marzo. Este nivel de las reservas internacionales netas equivale a más de 23% del PIB, más de 6 veces los pasivos externos de corto plazo de la economía, 170% de la liquidez en moneda doméstica de las sociedades de depósito y 90% de la liquidez total de las sociedades de depósito.

Tasas de interés para empresas e hipotecarias tenderían a reducirse en los próximos meses

En lo que va del año, las tasas de interés del sistema bancario han mostrado un comportamiento diferenciado. Así, las tasas de operaciones de plazos más cortos y con agentes de menor riesgo (corporativa, comercial) han registrado una tendencia a la baja, en tanto que no ha ocurrido lo mismo con las demás tasas de interés del mercado (microempresas, consumo e hipotecario). En el primer caso, ello se encuentra principalmente asociado con la agresiva reducción de la tasa de interés de referencia del BCR, mientras que en el segundo caso podría haber influido una mayor percepción de riesgo de estos agentes en la actual coyuntura (la tasa de morosidad de los créditos a microempresas es la que más se ha elevado en lo que va del año, de 3,2% a 4,1% entre diciembre de 2008 y abril de 2009).

Para lo que resta del año esperamos que las tasas de interés corporativa, comercial e hipotecaria muestren una tendencia a la baja. En ello incidiría:

- El incremento del estímulo monetario que el Banco Central continuará realizando en los próximos meses. Esto, en particular, favorecería la reducción de las tasas de interés corporativa y comercial. Las disminuciones podrían ser similares a las modificaciones que se registren en la tasa de interés de referencia (-150/-200 pb en lo que resta del año).
- Las facilidades crediticias que el Estado viene dando para dinamizar la construcción de viviendas sociales. En este sentido, se han reducido los costos de los fondos que el Estado canaliza a través de la banca privada, dirigidos a financiar préstamos para la adquisición de viviendas de menor precio. Ello debería tender a reducir las tasas de interés hipotecarias en la medida de que los menores costos se trasladen a los prestatarios.
- El menor spread que debería registrarse entre el rendimiento de la deuda soberana y la tasa de interés de los préstamos hipotecarios. El rendimiento de la deuda soberana constituye la referencia en la formación de tasas de interés hipotecarias, y ha venido descendiendo en los últimos meses (115pb para el bono 2025 en lo que va del año). Esto no parece haberse trasladado aún a las tasas hipotecarias, lo que en parte debería darse en los próximos meses (a pesar de que el riesgo percibido de los prestatarios se haya elevado en la actual coyuntura).

La expansión del crédito continuaría moderándose en lo que resta del año

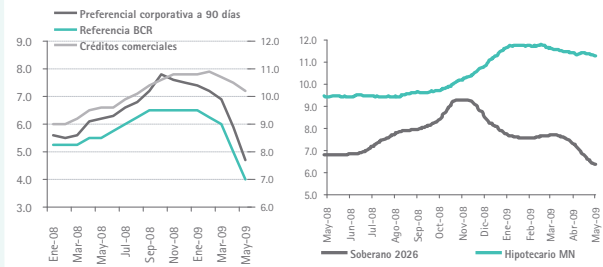
En línea con la desaceleración del gasto privado, la demanda de crédito bancario ha mostrado una tendencia a la baja, según los datos de flujos mensuales de crédito por moneda. En el caso de moneda extranjera, en particular, y de manera consistente con la contracción del intercambio comercial con el exterior y con la desaceleración de la inversión privada, destaca que el saldo de créditos comerciales se redujo en USD 746 millones en lo que va de 2009, en especial los de comercio exterior y arrendamiento financiero.

Esperamos que en los próximos meses los flujos crediticios continúen siendo moderados, con lo que la tasa interanual de crecimiento tendería a la baja. Ello reflejaría la desaceleración de la demanda doméstica. Como soportes, sin embargo, actuarían las menores tasas de interés y las externalidades positivas que genere el plan de estímulo fiscal.

Las emisiones de deuda en el mercado de capitales se reanudan

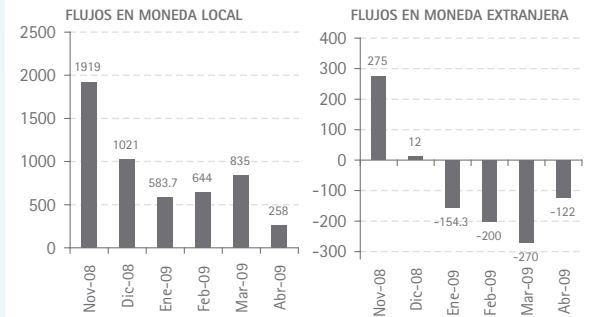
Durante el último trimestre de 2008, las emisiones de deuda en el mercado de capitales local fueron escasas, en un entorno de mayor aversión al riesgo. En lo que va de 2009 y en línea con la distensión de los mercados y los menores niveles de riesgo, las emisiones de deuda se han reanudado, siendo inclusive mayores a las registradas en similar periodo del año anterior. Con la mejora de las condiciones de demanda, se aprecia una tendencia a la baja en los rendimientos exigidos de estas emisiones. En este sentido, en el 92% de las emisiones realizadas en el año, la cantidad demandada superó a la ofertada, reflejando la alta disponibilidad de recursos en manos de inversionistas institucionales (como AFP, compañías de seguros, fondos mutuos, entre otros). Además, los rendimientos de las emisiones realizadas han venido descendiendo (caída promedio de 100 pbs respecto de inicios de año). Sin embargo, los spreads corporativos no han seguido aún esta última tendencia, lo que podría estar vinculado con el ajuste observado en los ingresos de las empresas durante el 1T2009. Esperamos que estos empiecen a reducirse durante el 2S2009 en la medida en que la economía empiece a recuperarse y la confianza empresarial mejore.

Tasas de interés: 2008-mayo2009 (%)



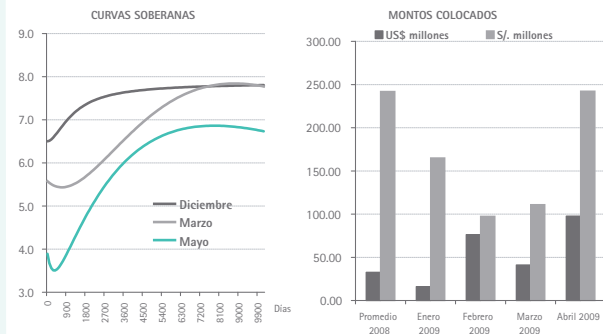
Fuente: BCRP, Bloomberg, SBS
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Flujos crediticios (Millones de S/. y USD según corresponda)



Fuente: SBS
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

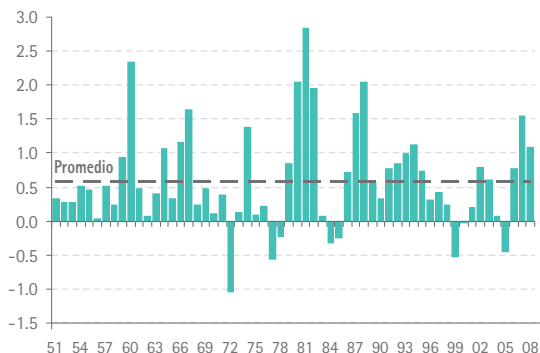
Rendimientos soberanos y emisiones de deuda privada (Millones de S/. y USD según corresponda)



Fuente: SBS, Conasev
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

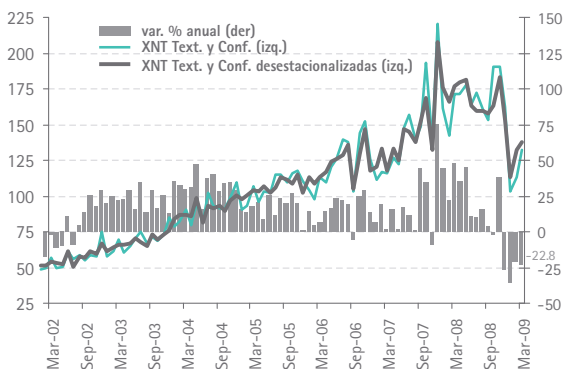
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe
Javier Dorich
jdorich@grupobbva.com.pe

Gráfico 1: Variación de inventarios (% del PIB)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Gráfico 2: Exportaciones de Textiles y Confecciones (US\$ millones)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

V. Artículo

El proceso de ajuste de inventarios en la economía peruana

Durante los últimos meses, la desaceleración de la actividad económica ha sido amplificada por un proceso de ajuste de inventarios, particularmente intenso en la industria y en el comercio¹. Pero, ¿Hasta cuándo puede durar esta situación? Esta es una pregunta relevante para tomar decisiones de política económica que sean efectivas y oportunas. De otro lado, ¿qué se puede esperar de la actividad económica una vez que las empresas eliminen el exceso de existencias con el que cuentan actualmente?

El ciclo de los inventarios

Los inventarios varían de acuerdo con las condiciones de mercado: se acumulan cuando la oferta es mayor que la demanda, y caen en el caso opuesto. Este diferencial se conoce como “variación de inventarios” en las cuentas nacionales, y es un componente de la inversión bruta interna. Como muestra el **Gráfico 1**, entre 1950 y 2008 la variación de inventarios ha sido en promedio positiva, del orden del 0,6% del PIB².

En el corto plazo, las variaciones de inventarios tienden a ser mucho más volátiles y amplifican los ciclos económicos. Según las expectativas de los agentes, estas variaciones pueden ser de dos tipos:

- **Anticipadas:** cuando el productor o el comercializador se adelanta a un potencial incremento o caída en la demanda. Si las expectativas son correctas, este tipo de variaciones tenderían a limpiarse en el tiempo.
- **No anticipadas:** cuando la demanda registra movimientos que no estaban en los cálculos del productor o comercializador. En ese caso, se pueden registrar aumentos o reducciones no deseados en los niveles de existencias, que deberán corregirse en los periodos siguientes a través de un ajuste en la producción (de tal modo que los inventarios caigan o se incrementen, según sea el caso).

En el reciente ajuste de inventarios, los agentes económicos parecen haber reaccionado más que proporcionalmente respecto de la desaceleración de las ventas, reduciendo la producción para llevar las existencias hacia su nivel óptimo³. De otro lado, en esta última crisis, esta tendencia ha sido amplificada por el temor a la falta de liquidez en un contexto de restricción de crédito, lo cual ha inducido a las empresas a reaccionar muy rápido, ajustando la producción ante el temor de caída en las ventas (lo que generaría un deterioro en la liquidez de las empresas).

De igual manera, las expectativas sobre los precios de insumos o bienes finales pueden llevar a industriales o comercializadores a adoptar una determinada política de inventarios. Por ejemplo, si se cree que el precio de un insumo se va a incrementar, la empresa podría optar por una política de acumulación de inventarios (se adoptaría la política inversa en caso se esperaran precios a la baja).

El reciente caso del ciclo de inventarios en el Perú

Hasta el tercer trimestre, la actividad económica en el Perú venía creciendo a una tasa superior al 10%, en un contexto de altos niveles de confianza del consumidor y de las empresas, que se reflejaba en el dinamismo del consumo y la inversión privada. Asimismo, los precios de las materias primas se hallaban en máximos históricos, impulsando la inflación a nivel mundial. En este contexto, diversas empresas aceleraron la compra de insumos y la producción, elevando sus inventarios ante las perspectivas de que las condiciones de alto crecimiento y precios se mantendrían en el futuro.

Sin embargo, esta situación se revirtió rápidamente luego de la caída de Lehman Brothers en setiembre de 2008, evento que tuvo un impacto significativo en la actividad económica mundial y en las cotizaciones de los commodities.

Este nuevo entorno produjo una súbita y excesiva acumulación no deseada de inventarios, ante una desaceleración por encima de lo esperado en las ventas, y una caída no anticipada en los precios de insumos importados. Para corregir este problema, las empresas afectadas optaron por reducir o incluso paralizar temporalmente su producción, haciendo frente a parte de las ventas con inventarios, con el fin de liquidar el exceso de existencias.

¹ En el primer trimestre del año, el PIB creció 1,8%, luego de haberse expandido 6,5% en el cuarto trimestre de 2008 y 11% en los primeros tres trimestres de 2008.

² Para que el stock de inventarios se mantenga como una proporción constante del PIB, tendría que crecer a la misma tasa que la actividad económica (3,9% en promedio entre 1950 y 2008). Una tasa de crecimiento más baja estaría reflejando: i) un uso más eficiente de los inventarios, asociado a una mayor rotación de activos, y ii) el paulatino sesgo de la economía hacia el sector servicios.

³ El nivel óptimo de los inventarios es aquel que maximiza los beneficios netos de mantenerlos. Así, si los inventarios son muy grandes, se incrementan innecesariamente los costos de almacenaje, además del costo de oportunidad del dinero invertido (se tiene dinero estático, que no genera valor). Por el contrario, si los inventarios son muy pequeños, se incurren en mayores costos de producción y de transporte (por no aprovechar el uso de economías de escala).

Las primeras empresas involucradas en el problema fueron aquellas que destinan la mayor parte de sus ventas al mercado externo (empresas exportadoras), debido a la menor demanda de productos en Estados Unidos y la Unión Europea, que concentran cerca del 50% de los envíos peruanos al exterior. Entre los casos más significativos se encuentran las industrias de textiles y confecciones (ver **Gráfico 2**), así como la agroindustria. Tras la caída en las ventas al exterior, estos sectores redujeron su ritmo de producción así como su demanda de insumos, en una magnitud incluso mayor a la caída en las ventas.

Asimismo, los precios de insumos importados (petróleo, cereales, acero, plásticos, fertilizantes, entre otros) registraron caídas que en algunos casos superaron el 50% (ver **Gráfico 3**). En este contexto, la industria y los canales de comercialización revirtieron el proceso de acumulación de inventarios. Un ejemplo representativo es el de la industria siderúrgica, donde incluso las principales empresas del sector tuvieron que detener su producción temporalmente (ver **Gráfico 4**), mientras liquidaban las existencias que habían acumulado en meses previos.

Finalmente, cabe señalar que, debido a los efectos de la crisis internacional, se produjo también un deterioro en la confianza del consumidor y de las empresas, que se reflejó en la reevaluación o postergación de decisiones de consumo de bienes duraderos (automóviles, electrodomésticos) y de inversión (sector inmobiliario, adquisición de bienes de capital). En este contexto, se incrementaron los inventarios en estos sectores por encima de los niveles deseados.

Ajuste de inventarios amplifica la volatilidad de la demanda interna

Una manera práctica de cuantificar el impacto de los inventarios en la actividad económica es a través de la contribución que la variación de existencias tiene en la demanda interna, medida en puntos porcentuales. En este sentido, como se puede observar en el **Gráfico 5**, las variaciones en los inventarios tienden a amplificar las expansiones así como las desaceleraciones⁴. En los últimos 10 años, se han producido hasta 6 episodios en los que la variación de existencias ha tenido un impacto relevante (ver **Cuadro 1**). La duración promedio de un proceso de ajuste de inventarios (tiempo en el que la contribución de los inventarios al crecimiento desaparece) ha sido de 4 trimestres, y el impacto promedio de 1.5 puntos porcentuales por trimestre. De acuerdo con estas cifras, el actual proceso de ajuste (que viene desde el tercer trimestre de 2008) podría culminar al cierre del segundo trimestre.

Cuadro 1 : Demanda Interna (var. % anual)

Periodo	Considerando Inventarios	Excluyendo Inventarios	Diferencia (pp)	Duración (Trimestres)
4T99-3T00	4.2	3.0	1.2	4
4T00-2T01	-2.8	-1.9	-1.0	3
2T02-1T03	5.6	4.3	1.2	4
3T03-1T04	2.2	3.3	-1.2	3
3T06-3T07	11.8	10.1	1.7	5
3T08-1T09	7.5	10.1	-2.6	3
Promedio			1.5*	3.7

*Valor absoluto promedio
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Un análisis a nivel de empresas: el ratio de inventarios como días de venta

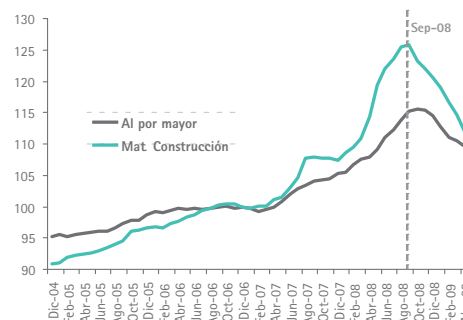
A nivel de empresas o incluso de industrias, una forma de analizar la evolución de las existencias es a través del ratio de los inventarios medido como días de venta (IDV):

$$IDV = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Ventas}}$$

donde tanto las existencias como las ventas se valorizan al costo de producción. Este cociente puede interpretarse como el número de días que tomaría liquidar la totalidad de los inventarios, dado los niveles actuales de ventas. Cuando este ratio se eleva por encima de sus promedios históricos, puede sugerir una sobreacumulación de inventarios, ya sea por una excesiva producción o una desaceleración en las ventas. Cualquiera sea el caso, tarde o temprano la empresa deberá reducir su ritmo de producción, para liquidar el exceso de existencias y volver a los niveles óptimos de rotación de inventarios.

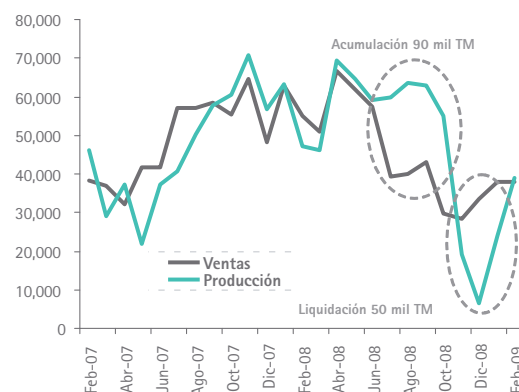
⁴ Cabe señalar que en el primer trimestre de 2009 la demanda interna se contrajo 0,8% en términos interanuales. Sin embargo, extrayendo el efecto de la desacumulación de inventarios, la tasa de crecimiento hubiese sido de 5%.

Gráfico 3: Índices de precios (índice - dic06 = 100)



Fuente: INEI
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Gráfico 4: Producción y Ventas de barras de fierro (unidades)



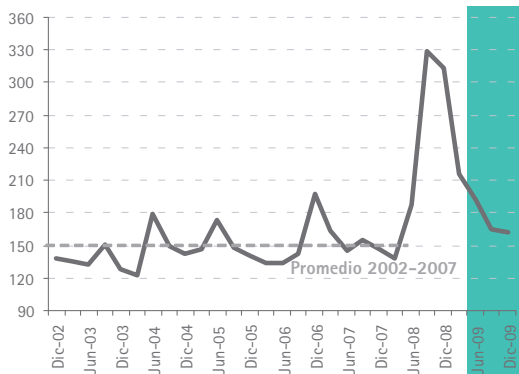
Fuente: INEI
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Gráfico 5: Demanda Interna (var. % anual)



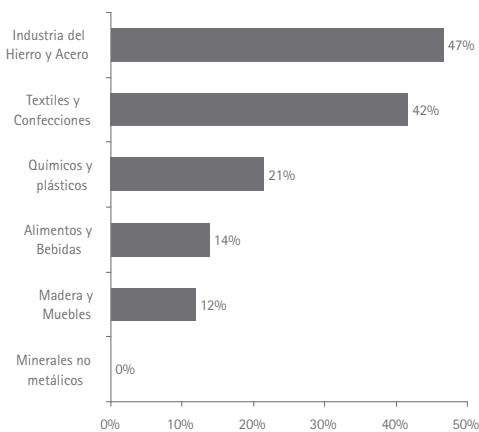
Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Gráfico 6: Inventarios en empresas siderúrgicas (medido como días de ventas)



Fuente: Estados Financieros de empresas
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Gráfico 7: Exceso de inventarios (% sobre nivel deseado a abril)



Fuente: BCRP
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Un ejemplo que grafica muy bien esta situación es el de la industria siderúrgica (ver **Gráfico 6**), que experimentó un proceso de acumulación de inventarios debido a las favorables expectativas de crecimiento de la construcción, así como por el rally en el precio del acero. En este contexto, el ratio de inventarios como días de venta pasó de 140 días en el primer trimestre de 2008 a 340 días en el tercer trimestre.

Con la caída del precio del acero y la desaceleración de la demanda (registradas desde el tercer trimestre de 2008), la industria optó por liquidar el exceso de existencias, generando una caída temporal en la producción. De hecho, las siderúrgicas incluso paralizaron su producción entre fines de 2008 e inicios de 2009.

Al cierre del primer trimestre, el ratio de inventarios en términos de días de venta se ha reducido hasta 220, nivel que todavía se encuentra por encima del promedio histórico de 150 días. Situación similar se observa en otras industrias, como las vinculadas a consumo masivo, tales como alimentos y bebidas, así como textiles y confecciones. En el caso de esta última, si bien los inventarios han caído, la reducción en las ventas ha sido tan significativa (-25%), que el ritmo de producción debe reducirse aun más (o que las ventas se recuperen) para llegar a los niveles óptimos de inventarios.

Según la tendencia de estos ratios, estimamos que la mayor parte del ajuste de inventarios se daría durante el segundo trimestre, llegando en el caso de algunas industrias incluso por debajo de los promedios históricos. En la segunda mitad del año, la producción retomarí un curso más dinámico, consistente con las nuevas condiciones de demanda.

¿Qué tan grande es el ajuste esperado?

Si bien la manufactura es claramente el sector que concentra el mayor exceso de inventarios, no todos los subsectores de la industria muestran una tendencia similar (ver **Gráfico 7**). De hecho, según una encuesta realizada por el Banco Central en el mes de abril, las existencias en algunos sectores como Minería No Metálica (cemento), se encuentran en los niveles deseados. Asimismo, en ramas como Maderas y Muebles, Químicos y Plásticos o Alimentos y Bebidas, las diferencias entre los niveles actuales y los deseados no son mayores a un 20%, lo que sugiere que no será necesario un ajuste importante en la producción para liquidar niveles no deseados de existencias.

En el lado negativo, las ramas de la industria que registran mayores diferencias entre el nivel actual y el deseado son las siguientes:

- **Industria siderúrgica:** al mes de abril, los inventarios se encontraban por encima de los niveles deseados en 47%. De modo consistente, la producción siderúrgica cayó 34% en términos interanuales durante el primer trimestre. Cabe señalar que el exceso de existencias era tanto de materias primas como de productos terminados. Industria trabajó al 63% de su capacidad instalada (83% en 2008).
- **Textiles y Confecciones:** al cierre de abril, los inventarios se ubicaban por encima del nivel deseado en 42%. En el primer trimestre, la producción del sector cayó 25% en términos interanuales, abasteciendo parte de la demanda con el exceso de existencias. Solo se utilizó la capacidad instalada en 55% (76% en 2008).

Valoración

El actual proceso de ajuste de inventarios ha sido rápido y de gran magnitud en comparación a ajustes previos. Según la información macroeconómica y a nivel corporativo, la mayor parte del proceso de ajuste de inventarios podría concluir durante el segundo trimestre, por lo que dejaría de incidir negativamente sobre la actividad económica. De hecho, en la segunda mitad del año podría producirse un rebote en el PIB, incluso por encima de lo que sugieren actualmente los consensos. Este nuevo dinamismo del producto se explicaría por un periodo de reposición de las existencias (corrigiendo la muy probable sobre reacción que registra actualmente la industria), lo que complementaría el mayor estímulo fiscal y monetario en la actividad económica.

Previsiones del Servicio de Estudios Económicos

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008	2009(p)	2010(p)
Actividad, promedio					
PIB Nominal (S/. miles de millones)	305.1	341.2	372.8	386.8	418.0
PIB Nominal (USD miles de millones)	93.3	109.2	127.7	125.2	130.1
PIB Real (variación %)	7.6	9.0	9.8	2.4	3.6
Precios, fin de periodo					
IPC (Var.% últ. 12 meses)	1.1	3.9	6.7	2.1	2.0
Sector Público					
Superávit/Déficit Fiscal (% del PIB)	2.1	3.1	2.1	-1.2	-1.1
Deuda pública total (% del PIB)	32.7	29.2	24.0		
Deuda pública externa (% del PIB)	23.6	18.4	15.1		
Sector Externo					
Exportaciones (USD miles de millones)	23.8	28.0	31.5	23.8	26.5
Importaciones (USD miles de millones)	14.9	19.6	28.4	23.3	25.5
Balanza Comercial (USD miles de millones)	8.9	8.4	3.1	0.5	1.0
Saldo Cuenta Corriente (% del PIB)	3.0	1.4	-3.3	-3.3	-3.2
Tipo de cambio nominal (S/. por USD, fin periodo)	3.20	3.00	3.11	3.15	3.20
Tipo de cambio efectivo real multilateral (var.% anual) 1/	-2.3	-1.7	-		
Deuda externa (% del PIB)	31.0	30.8	27.1	-	-
Reservas internacionales netas (USD miles de millones)	17.3	27.7	31.1	31.2	31.7
Sector Financiero					
Tasa de interés de referencia (política monetaria)	4.50	5.00	6.50	2.00	2.00

1/ Considera los índices de los principales 20 socios comerciales

Contexto Internacional

Materias Primas (Promedio)

	2007	2008	2009		2007	2008	2009	
Petróleo Brent (USD/barril)	72.7	97.5	57.0		Soya (USD/TM.)	319.8	457	385
Cobre (USD/libra)	3.2	3.1	1.8		Maíz (USD/TM.)	139	195	168
Oro (USD/troyoz.)	697.1	872.3	897.5		Trigo (USD/TM.)	236	295	210

PBI Real (%)

Inflación (% , fin de año)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2.0	1.1	-2.0	1.1	2.9	3.8	-0.3	1.5
UEM	2.6	0.6	-3.3	-0.1	2.1	3.3	0.3	1.0
Japón	2.4	-0.7	-6.0	-0.4	0.7	0.0	-0.8	0.4
China	13.0	9.0	8.1	8.4	6.5	2.0	0.0	2.0

América Latina

Argentina	8.7	7.0	-1.8	0.7	8.5	7.2	7.5	10.0
Brasil	5.9	5.1	-2.1	3.0	4.5	5.9	4.2	4.4
Chile	4.7	3.2	-1.2	2.1	7.8	7.1	0.2	1.8
Colombia	7.5	2.5	-0.5	1.1	5.7	7.7	4.3	3.8
México	3.3	1.4	-6.3	1.7	3.8	6.5	3.8	3.9
Perú	8.9	9.8	2.4	3.6	3.9	6.7	2.1	2.0
Venezuela	8.4	4.8	-0.5	-2.9	22.5	31.9	42.3	49.2
LATAM ¹	5.7	4.1	-2.9	1.9	6.0	8.1	6.6	7.5
LATAM Ex-México	6.8	5.1	-1.4	1.8	7.1	8.7	7.5	8.7

* Inflación USA y UEM: promedio del periodo

Saldo sector público (% del PIB)

Saldo cuenta corriente (% del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1.2	-4.6	-12.7	-8.4	-5.3	-4.8	-3.0	-2.9
UEM	-0.6	-1.9	-5.4	-6.0	0.5	-0.1	-0.3	-0.4
Japón	-5.4	-4.9	-8.0	-9.0	4.8	3.2	3.0	3.0
China	0.7	-0.4	-2.9	-1.4	11.0	6.8	9.5	10.0

América Latina

Argentina ²	3.2	1.4	0.1	0.8	2.7	2.3	1.9	2.0
Brasil	-2.3	-1.7	-2.3	-1.4	0.1	-1.8	-1.3	-1.4
Chile ²	9.9	4.9	-4.2	-3.8	4.4	-2.0	-3.1	-4.6
Colombia	-2.7	-2.3	-4.2	-3.5	-2.8	-2.8	-4.0	-2.7
México	0.0	-0.1	-1.8	-1.8	-0.8	-1.4	-1.9	-2.1
Perú	3.1	2.1	-1.2	-1.1	1.1	-3.3	-3.3	-3.2
Venezuela ²	3.0	-0.2	-6.0	-6.6	8.7	13.1	0.7	2.4
LATAM ¹	0.1	-0.4	-2.3	-1.8	0.7	-0.4	-1.3	-1.3
LATAM Ex-México	0.4	-0.4	-2.6	-1.9	1.3	-0.1	-1.2	-1.1

* Cambio metodológico a partir del 2009, al eliminar los requerimientos financieros de Pemex

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central.

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)

Tasas de interés (% , fin de periodo)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4.25	0.25	0.00	0.00
UEM (\$/€)	1.5	1.3	1.2	1.1	4.00	2.50	0.75	0.50
Japón (yenes/\$)	112	93	93	101	0.50	0.10	0.10	0.10
China (cny/\$)	7.3	6.8	6.8	6.6	7.47	5.31	4.50	3.96

América Latina

Argentina	3.1	3.4	4.1	4.5	13.50	19.08	17.00	15.03
Brasil	1.8	2.3	2.1	2.1	11.25	13.75	8.50	8.50
Chile	499	649	560	566	5.90	8.25	0.75	2.00
Colombia	2015	2244	2343	2586	9.50	9.50	5.00	5.00
México	10.9	13.7	13.0	12.4	7.50	8.25	4.50	4.50
Perú	3.0	3.1	3.15	3.20	5.00	6.50	2.00	2.00
Venezuela	2.2	2.2	2.7	3.5	11.70	17.60	16.00	14.50

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

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

www.bbva bancocontinental.com

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

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director y Economista Jefe BBVA
José Luis Escrivá

Economistas Jefe

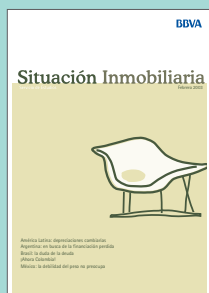
Europa y España: Rafael Doménech
Europa: Miguel Jiménez
España: Miguel Cardoso

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo
Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido
Tendencia Globales: David Tuesta
Escenarios Financieros: Daniel Navia
Análisis Sectorial: Ana Rubio

Norteamérica: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo
Análisis Macro Mexico: Julián Cubero

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero
Análisis Economía Emergentes: Sonsoles Castillo
China: Li-Gang Liu
Asia exc. China: Ya-Lan Liu
Sudamérica: Joaquín Vial
Argentina y Uruguay: Gloria Sorensen
Colombia: Juana Patricia Téllez
Chile:
Perú: Hugo Perea
Venezuela: Oswaldo López

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.