

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo trimestre 2005



Un gran 2004, un buen 2005... ¿y el 2006?
Crecimiento económico sorprendió al alza
Dolarización, intervenciones cambiarias y metas de inflación
El desarrollo bancario y el papel de la banca extranjera
Artículo: Sistema privado de pensiones peruano: antecedentes
y perspectivas para el futuro

Índice

Fecha de Cierre: 11 de marzo del 2005

Editorial

Un gran 2004, un buen 2005 ¿y el 2006?	2
En esta edición	3

I. Entorno internacional

Estados Unidos: con un crecimiento cercano a su potencial	4
Perspectivas para América Latina	6

II. Entorno macroeconómico

Crecimiento económico sorprendió al alza	7
¿Qué se puede esperar para el 2005 y 2006?	9
Recuadro: legislación laboral y su impacto en la generación de empleos	10
Inflación: a la baja pero preocupa su volatilidad	11

III. Entorno financiero

Política monetaria: Banco Central toma una pausa	12
Tasas de interés	13
Tipo de cambio estable	13
Recuadro: dolarización, intervenciones cambiarias y metas de inflación en el Perú	14
Recuadro: el desarrollo bancario y el papel de la banca extranjera	16

IV. Artículo

Sistema Privado de Pensiones peruano: antecedentes y perspectivas para el futuro	17
--	----

V. Estadísticas y proyecciones

VI. Índice de actividades

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Editorial

Un gran 2004, un buen 2005 ¿y el 2006?

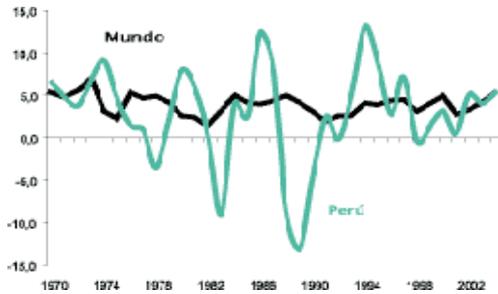
Las cifras macroeconómicas del 2004 superaron todas las expectativas. El crecimiento de 5,1% continúa consolidando un ciclo de expansión amplio, hecho que contrasta con nuestra historia económica de volatilidad. El hecho es más destacable aún, si se toma en cuenta las dificultades políticas experimentadas. Junto a la cifra de crecimiento, otros indicadores también saltan a la luz: la balanza comercial logró un superávit histórico de 4,0% del PBI, el déficit fiscal alcanzó una mejora mucho más allá de lo planteado como meta en el Marco Macroeconómico Multianual (-1,1% del PBI) y, la inflación cerró el año dentro del rango establecido como meta. En resumen, un gran 2004.

La tendencia actual, sobre todo la del último trimestre del 2004, ha elevado la cuota de optimismo en el mercado, observándose una revisión al alza en las previsiones del 2005. Es importante que las expectativas mejoren; sin embargo, consideramos que el crecimiento para el 2005 debería experimentar alguna moderación, marcada fundamentalmente por una leve desaceleración del ritmo de expansión de la economía mundial. Este es un factor sumamente importante, si tomamos en cuenta que los ciclos de crecimiento en el Perú se encuentran muy correlacionados con la dinámica internacional. Esta presenta, actualmente, excesos fiscales y monetarios evidentes, que ya están empezando a corregirse (e.g. los incrementos de las tasas de la FED). En esta línea de moderación mundial, los mercados a futuro también descuentan cotizaciones algo menores para las materias primas, lo que podría empezar a afectar al comercio exterior, más aún si se añade, el difícil escenario para las exportaciones no tradicionales, con la liberalización de las cuotas norteamericanas para China.

¿Cuáles serán las fuentes de crecimiento para el 2005? A diferencia del año pasado, donde el ciclo de expansión descansó en el comercio exterior, este año debiera observarse un mayor protagonismo por parte de la demanda interna, con una dinámica del consumo privado fortalecida gracias a la mayor riqueza acumulada en lo que va del ciclo de expansión. Asimismo, se espera que la inversión privada crezca a tasas por encima del 7,0%, impulsada por el desarrollo de importantes proyectos, tanto del lado privado (industria y sectores extractivos) como público (infraestructura). Creemos que de no mediar sorpresas negativas, el crecimiento del 2005 podría ubicarse alrededor del 4,5%, con lo que se consolidaría más de cuatro años continuos de expansión, situación no observada desde mediados del siglo pasado. Si es que el crecimiento de este año, es manejado responsablemente, el Perú podría seguir reduciendo su vulnerabilidad fiscal, nuestro flanco más problemático. La meta para este año estipula un déficit fiscal de 1,0% del PBI, que el gobierno debiera plantearse superar, si lo que se busca es transmitir buenas señales a los mercados. Esto, aunado a un manejo coherente de la política monetaria podría permitir también una reducción de la vulnerabilidad asociada al elevado grado de dolarización de la economía peruana.

Si el 2004 fue un gran año, y al parecer tendremos un buen 2005, ¿qué esperar el 2006? Debemos tener en consideración dos ingredientes importantes para ese entonces: la economía mundial continuará desacelerándose y el país se encontrará en elecciones presidenciales. Para nuestro escenario de previsión base, confiamos en un efecto moderado de ambas variables, respondiendo a un manejo adecuado de los ajustes fiscales y monetarios en los Estados Unidos, y en la presencia de un relativo divorcio entre lo político y económico en el ámbito local, tal como se viene dando hasta ahora. Con ello, en el 2006 podríamos crecer alrededor del 4,0%, hecho que nos permitiría estar todavía con interesantes expectativas para los siguientes años.

Crecimiento mundial (Var. % interanual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

En esta edición...

Luego de la publicación de los resultados económicos del 2004, las expectativas de los agentes han continuado mejorando. Todo indica que en el 2005 -y en principio también el 2006- el ciclo expansivo se extendería, teniendo detrás un contexto mundial todavía favorable. Así, en el **Entorno internacional** revisamos detalladamente la coyuntura económica que enfrentará Estados Unidos en los próximos años, analizando los distintos comportamientos que podría asumir la Reserva Federal en lo que se refiere al ajuste de tasas de interés, ante diversos escenarios de riesgos. Igualmente, se comentan las perspectivas de crecimiento para Latinoamérica, las cuales siguen siendo positivas dado que se espera que los mismos factores que promovieron la expansión del año pasado, sigan teniendo un impacto favorable sobre la región, aunque en menor medida.

Tomando en cuenta los lineamientos que se desprenden del contexto mundial, en nuestra sección de **Entorno macroeconómico** realizamos un análisis de los factores que se encuentran detrás de la actual fase de expansión, así como las posibilidades que podría tener la economía peruana de extender esta dinámica en el futuro. En este sentido, presentamos nuestras proyecciones para el 2005 y 2006, resaltando los *drivers* que tendrán mayor protagonismo, así como eventuales riesgos. En esta misma línea, analizamos la importancia de la reforma del mercado laboral en nuestras perspectivas de crecimiento a largo plazo. Así, bajo el título de **“Legislación laboral y su impacto en la generación de empleos”**, ponemos en relieve la discusión sobre lo que significa la flexibilización del mercado laboral, tomando como referencia las diversas experiencias a nivel mundial y lo que significa desde el punto de vista de generar competitividad. La sección de **Entorno macroeconómico** finaliza con un análisis de la evolución reciente que viene mostrando la inflación, así como las perspectivas para los siguientes meses.

En nuestra sección de **Entorno financiero**, revisamos la tendencia que ha venido siguiendo el sistema, deteniéndonos en analizar de manera más detallada, el papel que viene jugando la política monetaria, y los instrumentos que ha venido utilizando. Para ello, en **“Dolarización, intervenciones cambiarias y metas de inflación en el Perú”**, se discute el contexto bajo el cual se ha venido implementando el esquema de Metas de Inflación, resaltando las limitaciones que impone a la efectividad de la política monetaria un escenario de alta dolarización financiera. Una de las restricciones que resaltamos particularmente, es aquella que limita la independencia operativa del banco central, y los efectos negativos que ello implica sobre el régimen de Metas de Inflación.

Adicionalmente, esta sección incluye un breve estudio sobre el desarrollo de la competitividad del sistema financiero. Así, bajo el título de **“Desarrollo bancario y el papel de la banca extranjera”**, discutimos, a la luz de destacadas investigaciones aparecidas recientemente, el rol que juegan las instituciones financieras foráneas en la generación de una banca más competitiva, eficiente y menos costosa en los países en desarrollo. Asimismo, se vuelve a destacar la urgencia de que los países desarrollen mejoras institucionales, a fin de permitir una mayor penetración bancaria.

Finalmente, presentamos el artículo **“Sistema Privado de Pensiones Peruano: antecedentes y perspectivas para el futuro”**. Aquí se comenta el contexto previo a la implementación del Sistema Privado de Pensiones (SPP), caracterizado por la mala gestión de esquema previo, el Sistema Nacional de Pensiones (SNP), que lo habían descapitalizado y puesto al borde del colapso. Asimismo, se mencionan los retos y perspectivas que enfrenta el SPP para los próximos años.

I. Entorno internacional

Estados Unidos: con un crecimiento cercano a su potencial

El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, período en el que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque a un menor ritmo que en 2004. Por el lado del consumo privado, cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años.

Primero, el crecimiento de la productividad se ubicará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2.5%), lo que permitirá mantener ganancias importantes en el ingreso real de las familias. Segundo, las bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el precio de las acciones, pero principalmente el incremento en el valor de las viviendas, seguirá permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias, lo que a su vez apoyará el consumo. De hecho, la razón entre riqueza e ingreso disponible ha estado creciendo significativamente en los últimos años y actualmente se encuentra en 5.4, muy por arriba de su tendencia de largo plazo de 4.8. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y será un factor más de apoyo. Durante enero-febrero se generaron un promedio de casi 200 mil nuevos empleos frente a 190 mil en 4T04 y 137 mil en 3T04; lo que muestra la confianza de las empresas en la sostenibilidad de la recuperación.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año después de la fuerte caída que experimentó tras la recesión de 2001, continuará aportando al crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas y el crecimiento de la demanda permitirán que se mantenga el dinamismo de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

Las empresas continuarán beneficiándose del cambio tecnológico, de la reestructuración interna –ajuste de sobre capacidad y sobre contratación–, y del bajo costo del capital. Esto les permitirá mantener un elevado flujo de efectivo, incluso por arriba de lo registrado en los noventa. Además pese al previsible incremento de las tasas de interés y de la prima de riesgo empresarial, no prevemos un impacto significativo en los planes de expansión de las empresas. Además, el buen desempeño de las utilidades empresariales facilitará que gran parte del financiamiento del capital se realice con recursos propios, sin gran dependencia del crédito bancario o del acceso a los mercados de capitales. Finalmente, la demanda continuará apoyando la inversión, expectativa ya incorporada en el aumento reciente de los inventarios.

... sin presiones inflacionarias

Pese a encontrarnos en un momento de expansión del ciclo económico, la inflación tenderá a mantenerse baja y estable, dado que la elevada credibilidad del Fed ha permitido anclar las expectativas de inflación, lo que asegura que el proceso de formación de precios sea menos volátil y acorde a los objetivos implícitos de la Reserva Federal. Por otra parte, los precios de algunos productos industriales seguirán bajos en la medida que los procesos de producción continúen beneficiándose de la globalización.

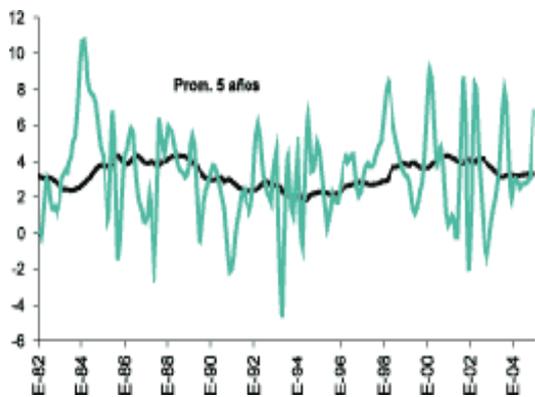
Asimismo, la elevada flexibilidad de los mercados domésticos, particularmente el laboral, asegura que los posibles choques negativos tengan un efecto transitorio y menos costoso. Por último, los elevados márgenes y utilidades empresariales, así como la capacidad ociosa, seguirán permitiendo a las empresas absorber mayores costos y no trasladar totalmente sus incrementos a mayores precios.

PBI
(Var. % real)



Fuente: Bureau of Economics Analysis

Ingreso disponible
(Var. % real anual y promedio 5 años)



Fuente: Bureau of Economics Analysis

No obstante, los riesgos de observar una mayor inflación en 2005 se han incrementado en los últimos meses. Esto obedece a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones, parcialmente debido a la debilidad del dólar. Aunado a lo anterior, un menor crecimiento de la productividad y mayores costos laborales podrían generar presiones inflacionarias adicionales si las empresas se ven obligadas a transmitir los mayores costos de producción a los precios finales. De continuar estas presiones, la inflación difícilmente disminuirá de sus niveles actuales del 3%.

... y con un ajuste gradual de los desequilibrios internos...

Sin duda, uno de los elementos que más preocupación genera es la ampliación de los desequilibrios internos. El déficit fiscal podría tender a reducirse en los próximos años con la continuación de la recuperación económica y las posibles menores necesidades de gasto en defensa y seguridad nacional. Pese a ello, el déficit no se reducirá significativamente en 2005 (alcanzará 3,4% del PBI) y se mantendrán las dudas sobre su evolución futura si continúa la escalada del gasto militar y si se hacen permanentes las reducciones de impuestos. En conjunto, las perspectivas podrían no ser tan negativas en un contexto en que el componente cíclico del balance fiscal se ha corregido y el estructural ha detenido su deterioro.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente se incrementará en 2005 y comenzará a reducirse moderadamente en 2006. Esta persistencia obedece al sólido crecimiento económico de EE.UU., superior al de sus principales socios comerciales, altos precios de los energéticos y materias primas, y el incremento del déficit comercial con China.

... y de las tasas de interés

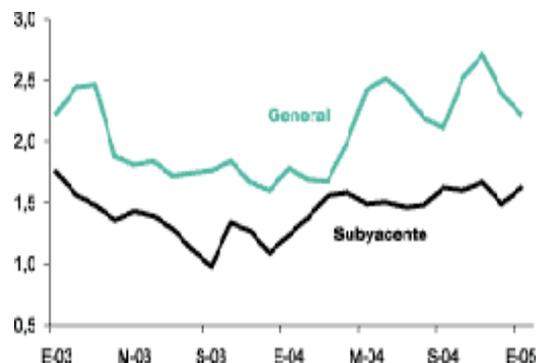
Se espera que la dinámica de la Reserva Federal de aumentar 25 puntos básicos la tasa de referencia en cada una de las reuniones celebradas desde junio de 2004 se mantenga hasta que las tasas se aproximen a niveles del 3% (previsiblemente en la reunión del 3 de mayo). Sin embargo, a partir de ahí surgirá una mayor incertidumbre sobre el ritmo de los siguientes aumentos. En particular, las tasas nominales se situarán en el límite de la zona considerada como "neutral" (tasas de interés entre el 3 y el 5%), lo que podría conducir a la autoridad monetaria a condicionar futuros cambios a la información que vaya surgiendo.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria, se prevé que las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre del año en el 5,2%. Esta subida de tasas podría traer una corrección en el proceso de búsqueda de rentabilidades que ha llevado los diferenciales de deuda corporativa y de países emergentes a niveles muy reducidos. Sin embargo, en este escenario se prevé que dicho ajuste sería limitado ya que la situación de la región es claramente diferente a la observada durante las crisis anteriores de 1994 y 1997. En particular, las cuentas externas son ahora más saludables que en épocas pasadas (se prevé un superávit en cuenta corriente del 0,1% del PBI para 2005) y la región ha llevado a cabo un proceso de reestructuración de deuda y apertura comercial que la hace menos vulnerable a choques externos.

Sin embargo, un escenario de mayor riesgo consistiría en que la Reserva Federal hiciese una pausa en sus subidas de tasas, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria genere expectativas de mayor inflación. En esta situación, el ajuste de las variables financieras podría ser más abrupto, con subidas significativas de tasas en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar.

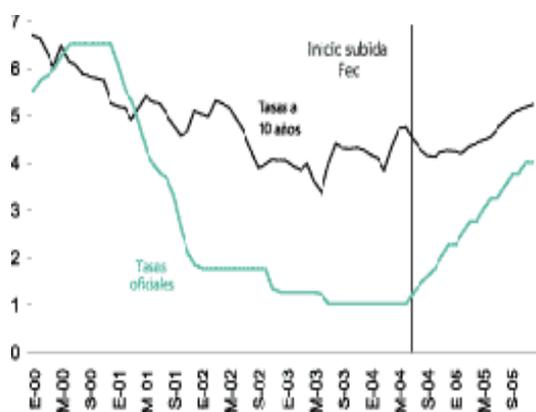
Un segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias estadounidenses y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin fuertes presiones inflacionistas de fondo, lo que detendría las subidas de tasas de la Reserva Federal y que mantendría las tasas de interés de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

Índice de Precios general y subyacente (% anual)



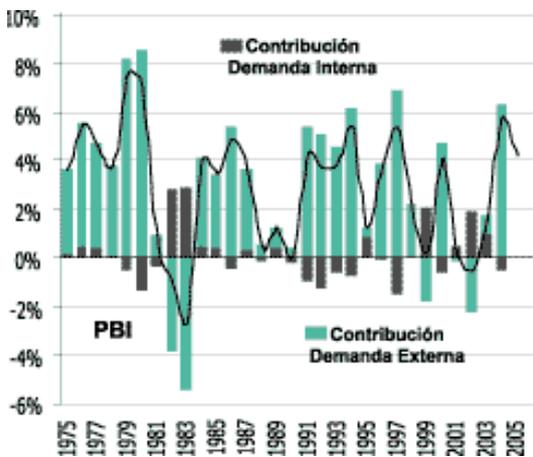
Fuente: Bureau of Labor Statistics

EE.UU.: Tasas de interés



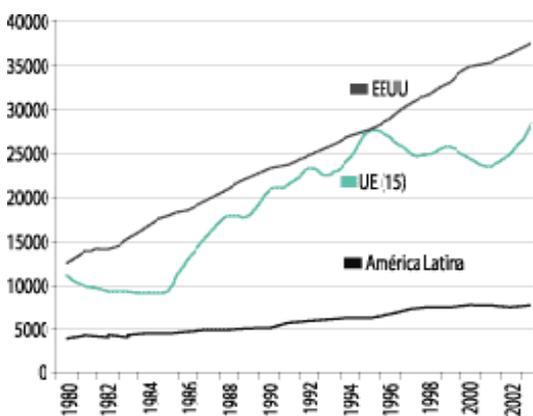
Fuente: Reserva Federal

Crecimiento en America Latina (% anual)



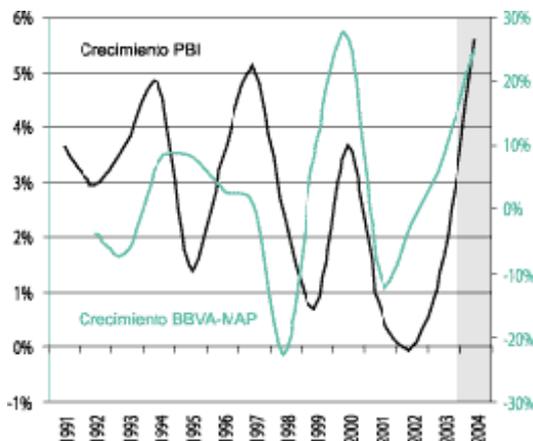
Fuente: Diversos Bancos Centrales

Evolucion del PBI per capita (US\$ ajustado por paridad de compra)



Fuente: BBVA en base a FMI

PBI y BBVA-MAP Latam



Fuente: BBVA en base a FMI

Perspectivas para América Latina

Durante el 2004 observamos una fuerte recuperación de la economía latinoamericana con una tasa de crecimiento del 6%, nivel superior al promedio histórico. Más aún, por primera vez en más de un cuarto de siglo, todas las economías de la región crecieron a tasas positivas. Esta sincronización en el crecimiento y las condiciones externas e internas que se vislumbran para la región nos hacen ser optimistas respecto al nuevo ciclo económico y más especialmente, respecto a 2005. En este sentido, esperamos que los mismos factores que promovieron la recuperación del año pasado, sigan teniendo un impacto positivo sobre la región aunque sea de manera más atenuada: crecimiento mundial sólido anclado por la demanda americana y china; entorno de tasas de interés históricamente bajos (aunque al alza); términos de intercambio favorables; y surgimiento de la demanda interna como principal motor del crecimiento.

Respecto a la economía mundial, ésta se ha visto muy influenciada por el desarrollo de la economía norteamericana, hecho que ha sido fundamental para explicar el buen paso de economías como la mexicana (dada la relación tan cercana entre estos dos países) o de forma más indirecta, la sólida demanda mundial por bienes primarios. Como comentáramos previamente, se espera que este crecimiento se mantenga muy cercano a su potencial. Respecto al entorno de tasas de interés, también ya discutido, se entiende que éste es uno de los factores que más ha beneficiado a América Latina en los últimos meses. Aún y cuando la Reserva Federal inició el año pasado un incremento de sus tasas de referencia, estos aumentos han sido graduales y no han tenido mayor impacto en las primas de riesgo de la región. Esto es importante debido a la relación negativa que existe entre un incremento en el diferencial de riesgo en América Latina y la tasa de crecimiento del PBI regional.

En cuanto al comportamiento del precio de las materias primas, se entiende que éste fue fundamental para explicar el buen desempeño de las economías de América Latina a lo largo del 2004. Más aún, durante los primeros meses del 2005 los precios de las principales exportaciones de la región (petróleo, cobre, café y azúcar) han permanecido en niveles relativamente altos o se han incrementado. Lo anterior es importante debido al elevado peso que estos bienes tienen en el total de las exportaciones de la región y la relación existente entre los precios de las materias primas y el ciclo económico en América Latina. En este sentido, nuestras previsiones muestran que seguimos pensando que habrá un ajuste a la baja en los precios de las materias primas durante los meses siguientes. Sin embargo, esperamos que el cambio no sea sustancial y que los precios se mantengan en niveles relativamente altos con respecto a la serie histórica.

Cabe resaltar que en este 2005, un factor que tomará importancia en el crecimiento latinoamericano, será la demanda interna, como consecuencia de la mejora en el poder de compra de las familias latinoamericanas y el renovado optimismo en la región. Estos factores se han visto apoyados por la mejora del crédito en Latinoamérica (en cantidad y calidad), y por la mayor estabilidad de la economía, que ha permitido a los agentes económicos ir extendiendo su horizonte de inversión llevando al desarrollo de mercados de mayor plazo.

El comienzo de este ciclo económico ha sido impulsado por ganancias en la productividad de las empresas sin mayores incrementos en el empleo. De esta manera, conforme la demanda doméstica vaya aumentando, se prevé que durante 2005 observemos un incremento del personal contratado y consecuentes mejoras en el ingreso de las familias.

II. Entorno macroeconómico

Crecimiento económico sorprendió al alza

El 2004 se puede considerar como un buen año en lo que se refiere al ámbito económico. El PBI registró una tasa de crecimiento interanual de 5,1%, nivel que se ubicó por encima de las expectativas del mercado y es el mejor resultado obtenido en los últimos 7 años. Cabe señalar que según la encuesta mensual de expectativas del Banco Central, tanto las instituciones financieras como los analistas económicos esperaban a inicios del 2004 un crecimiento de 4,0%, para luego alcanzar un máximo de 4,5% a finales del mismo. Por su parte, las estimaciones del Ministerio de Economía, dadas a conocer en el Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007, proyectaban un crecimiento de 4,2%.

El mayor dinamismo de la actividad económica fue liderado por el crecimiento de la demanda externa y de la inversión privada. Al respecto, cabe señalar que las exportaciones, en términos nominales, crecieron a un ritmo cercano al 40%, tanto en las de productos tradicionales (principalmente, *commodities*) y no tradicionales (bienes con mayor valor agregado). De esta forma, las ventas de bienes al exterior alcanzaron un récord histórico de más de US\$ 12.500 millones, lo que permitió que la balanza comercial registrara por tercer año consecutivo un saldo positivo, que en el 2004 fue equivalente al 4,0% del PBI.

Dicho *boom* exportador responde a un contexto externo muy favorable, donde las cotizaciones de las materias primas se han mantenido en un *rally* ascendente a lo largo del año, aunado a un periodo de crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

El buen desempeño de la balanza comercial junto al continuo aumento de las remesas provenientes del exterior, que crecieron cerca de 30%, permitieron que la cuenta corriente cierre el 2004 con un déficit reducido (US\$ 71 millones). Cabe indicar que este resultado es uno de los más bajos en los últimos 25 años.

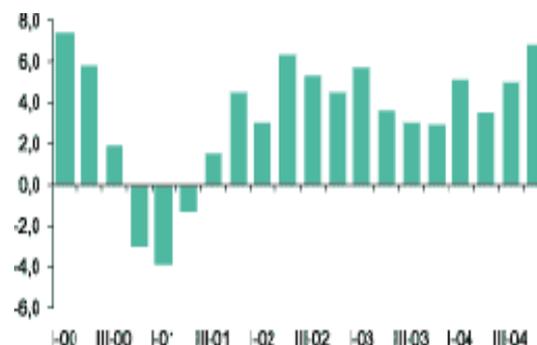
Por su parte, la inversión privada se convirtió en otro de los pilares de la actividad económica, al registrar una variación anual real de 9,4%, siendo ésta la tasa de crecimiento más alta desde 1997. Las principales inversiones estuvieron destinadas a proyectos vinculados con el sector minería e hidrocarburos, tales como Yanacocha, Antamina y Camisea; así como a las industrias destinadas a la exportación de bienes (textiles, químicos básicos, joyerías, entre otros). Es importante destacar que dicha expansión implicó mayores importaciones de insumos y bienes de capital, que aumentaron en 23,3% y 19,3%, respectivamente.

Los resultados mostrados por la inversión en los últimos 2 años han permitido que ésta se ubique en un nivel equivalente al 15,3% del PBI. Sin embargo, este nivel aún es inferior a los observados a mediados de la década pasada, donde la inversión privada representaba el 19% del PBI. Asimismo, otro componente que ha mostrado una evolución favorable es el consumo privado, el cual se ha mantenido creciendo de manera constante, a tasas del orden del 3%. Ello está generando un círculo virtuoso, en donde los mayores gastos por parte de los consumidores le han permitido a las empresas

Demanda agregada: últimos datos trimestrales

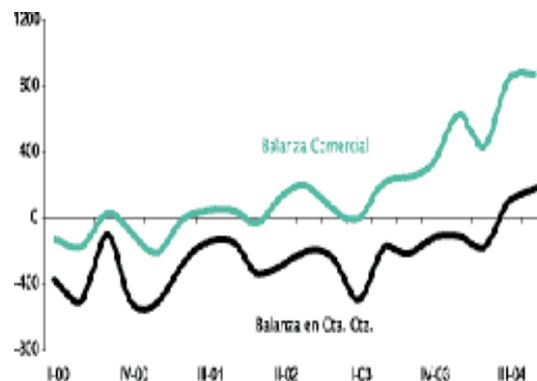
(% anual)	I-04	II-04	III-04	IV-04
Consumo total	2,8	2,8	3,7	4,1
Privado	3,1	2,8	3,4	3,8
Público	-0,2	2,8	6,5	5,6
Formación Bruta de Capital Fijo	5,3	7,5	6,9	13,0
Privada	8,0	11,7	6,6	11,3
Pública	-12,0	-13,1	8,5	19,6
Demanda Interna	2,9	4,3	3,2	5,1
Exportaciones de Bienes y Servicios	13,8	5,8	17,8	22,7
Importaciones de Bienes y Servicios	1,3	11,4	9,9	14,9
PBI	5,1	3,5	5,0	6,8

Producto Bruto Interno (Var. interanual)



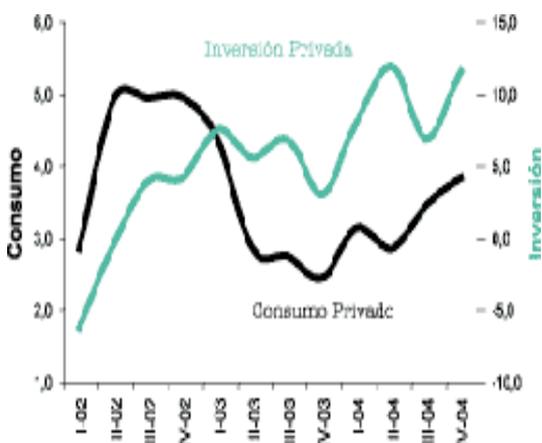
Fuente: INEI

Balanza comercial y cuenta corriente (US\$ millones)



Fuente: Banco Central de Reserva

**Consumo e inversión privada
(Var. % anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva

**Resultado del sector público no financiero
(% del PBI)**



Fuente: Banco Central de Reserva

aumentar su demanda laboral, tanto en Lima Metropolitana como a nivel nacional, lo que se refleja en un mayor número de empleos y mejoras graduales en los ingresos.

Así, encontramos que el empleo urbano a nivel nacional registró un crecimiento interanual de 2,7% para las empresas con más de 10 trabajadores; mientras que las empresas de los sectores manufactureros y servicios con más de 50 trabajadores aumentaron el número de trabajadores en 4,5% aproximadamente. Para Lima Metropolitana, destaca la evolución del empleo en las empresas que cuentan con más de 100 trabajadores, en donde se ha registrado un aumento de 5,0%.

Los ingresos salariales también muestran un incremento, aunque en menor magnitud (1,9% en términos nominales). Sin embargo, hay que señalar que dicho aumento se encuentra por debajo de la tasa de inflación del 2004 (3,5%), por lo que en términos reales se observa una contracción. Asimismo, otros indicadores que permiten confirmar la actual tendencia del consumo son la expansión de los créditos de consumo y su baja tasa de morosidad, las mayores ventas de los supermercados, los mejores resultados y perspectivas futuras de la confianza de los consumidores, entre otros.

En lo que se refiere a las operaciones del Gobierno Central, éstas se han regido bajo una estricta disciplina fiscal, tal como viene sucediendo en los últimos años. Los ingresos corrientes registraron un crecimiento real superior al 8%; mientras que los gastos aumentaron en menos del 5,0%. Ello permitió que el déficit fiscal al cierre del año represente el 1,1% del PBI. Dicho resultado fue sorpresivo tomando en cuenta que la meta original establecida por el MEF era de -1,4% del PBI.

Cabe destacar que todos los sectores económicos presentaron variaciones positivas, a excepción del sector agropecuario, que se contrajo en 1,1%. Las actividades que mostraron un mayor dinamismo fueron la pesca y la industria manufacturera, que se expandieron en 28,3% y 6,7%, respectivamente. El primero de ellos responde a una mejora en la masa hidrobiológica, así como a una menor base de comparación (en el 2003 la pesca se contrajo 12,6%). Por su parte, el crecimiento de la manufactura fue liderado por el subsector no primario (7,2%), el cual mostró un mayor dinamismo en la producción de bienes de consumo masivo, así como en los productos manufacturados destinados a la exportación.

Sobre la reciente evolución de la industria, es importante destacar que la expansión registrada en el 2004 es la más alta de los últimos 10 años, la cual, además, ha contribuido con 1,1 puntos porcentuales al resultado final del PBI frente a los 0,3 puntos del año previo.

De esta forma, los resultados obtenidos por los indicadores de actividad, las cuentas externas y las fiscales confirman el buen desempeño de la economía en los últimos años. Asimismo, la expansión económica le ha permitido al Perú ser el país con el mayor crecimiento promedio de los últimos 3 años de Latinoamérica.

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	I-04	II-04	III-04	IV-04
PBI	5,1	3,5	5,0	6,8
Agropecuario	1,8	-5,2	-0,8	2,5
Pesca	18,3	30,0	43,0	24,4
Minería	12,6	2,7	1,6	5,3
Manufactura	4,7	6,2	6,6	9,3
- Primaria	1,8	7,8	2,7	5,5
- No Primaria	5,4	5,8	7,4	10,3
Construcción	7,2	4,0	3,4	4,3
Comercio	3,4	1,8	5,1	9,0
Servicios	5,5	4,0	6,6	7,9

¿Qué se puede esperar para el 2005 y 2006?

Para los próximos 2 años, se espera un crecimiento económico más moderado respecto al del año anterior, el cual se sustentaría en mayor medida en la evolución de la demanda interna. De esta forma, se prevé que la inversión privada seguirá creciendo a niveles cercanos al 7%, impulsada por el desarrollo de importantes proyectos industriales así como de infraestructura.

En cuanto a las exportaciones, se espera que registren una disminución en su actual ritmo de crecimiento, dado los recientes cambios en el escenario internacional (menor crecimiento mundial, fin de cuotas de importación en Estados Unidos, menores precios de los *commodities*).

Sobre este punto es importante indicar que desde el presente año, las exportaciones no tradicionales enfrentan una mayor competencia a nivel mundial. Así, los textiles y confecciones que el Perú exporta al mercado norteamericano enfrentarán un entorno más difícil por la eliminación de las cuotas a las importaciones de los productos provenientes de China, los cuales se caracterizan por ser más baratos. Haciendo una comparación entre el costo de exportación FOB de un polo a Estados Unidos, se encuentra que al exportador peruano le cuesta un 45% más que al productor chino, debido a los mayores costos en los insumos (materias primas y de la mano de obra).

Sin embargo, es importante notar que un porcentaje importante de las exportaciones peruanas no compiten directamente con los provenientes de China, ya que los productos nacionales apuntan a un sector del mercado que se caracteriza por demandar prendas de mejor calidad y, por ende, de mayor precio. Asimismo, existen diversos estudios, tales como el de Blazquez-Lidoy, Rodríguez y Santiso (2004) y Nordås (2004), que señalan que en general la mayor presencia china en Estados Unidos no perjudicará de manera sensible a los países latinos, con excepción de México, dadas las semejanzas en diversas actividades productivas.

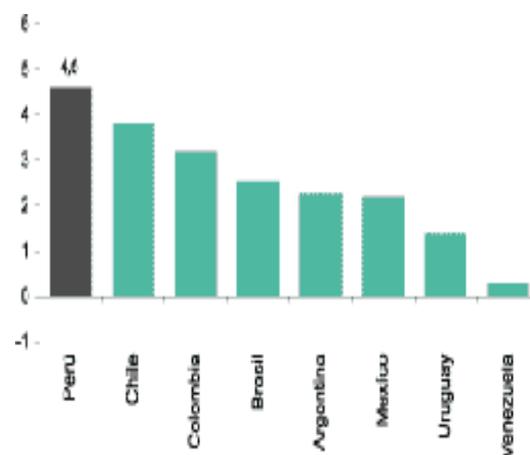
En el plano fiscal, tal como se señaló anteriormente, el Gobierno se ha caracterizado por mantener una estricta disciplina. Sin embargo, actualmente existen mayores reclamos tanto sociales como políticas, que podrían generar presiones sobre el objetivo de seguir reduciendo el déficit fiscal. Lo óptimo sería mantener y buscar consolidar los importantes resultados logrados hasta la fecha y reducir el peso de la deuda pública, que actualmente bordea el 45% del PBI.

Es importante señalar que la evolución descrita responde a un escenario base, que posiblemente también se mantendría para el 2006. Dicho escenario se caracteriza por un contexto internacional aún favorable para los países emergentes, en donde se aprecia un ajuste gradual en las condiciones monetarias y en la liquidez internacional. En el plano local, se considera que el ruido político aumentaría de manera moderada conforme se acerque el periodo de elecciones, pero que no debiera afectar el desenvolvimiento de la economía, dado los sólidos fundamentos macroeconómicos existentes.

Por último, hay que señalar que el actual ritmo de expansión si bien es importante, aún es insuficiente, ya que el PBI per cápita sigue siendo semejante al de los años 70's. Por ello, el reto para la economía peruana es no confiar en la inercia de la tendencia del crecimiento, sino en profundizar algunas de las reformas de segunda generación que han quedado estancadas, sobre todo las referentes a mejoras en el ámbito institucional, que apunten a una mejora en la productividad.

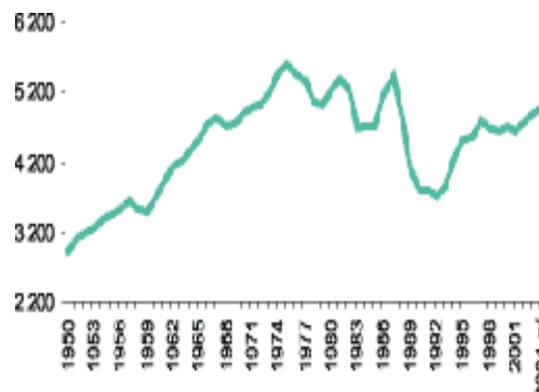
- Blazquez-Lidoy, J.; Rodríguez, J.; y Santiso, J. (2004). "Angel or Devil? Chinese Trade Impact on Latin American Emerging Markets". Servicios de Estudios Económicos Madrid, BBVA.
- Nordås, H.K. (2004). "The Global Textile and Clothing Industry post the Agreement on Textiles and Clothing". Discussion papers N°5, OMC.

Crecimiento promedio Latam últimos 3 años (Var. % anual)



Fuente: Diversos Bancos Centrales

Perú: PBI per capita 1950-2004 (Nuevos soles a precios de 1994)



Fuente: Banco Central de Reserva

Legislación laboral y su impacto en la generación de empleos

La aplicación de una serie de reformas estructurales, que tengan como objetivo el mejorar la competitividad de las empresas y la productividad de la mano de obra, ayudaría a que el crecimiento económico se acelere y sea sostenido en el largo plazo. Uno de estos cambios estaría vinculado con la regulación del mercado laboral. Como se sabe, actualmente existe un amplio debate sobre cómo debe ser la legislación en general, más aún tomando en cuenta que está pendiente la promulgación de la Ley General del Trabajo y que nos encontramos a puertas de la posible firma de diversos acuerdos de libre comercio, los cuales pondrán a prueba la competitividad de las empresas.

Respecto al impacto de las legislaciones laborales sobre el empleo, diversos estudios a nivel mundial^{1/} difieren en sus resultados debido a la metodología aplicada, número de países analizados, así como a las características propias de cada país. Sin embargo, existe un consenso^{2/} acerca de que los países con una mayor protección laboral no han reflejado mayores tasas de empleo, sino por el contrario, se encuentra una relación negativa entre ambos, la cual se hace más fuerte para los jóvenes y las personas con menor nivel de educación. En cambio, leyes laborales más flexibles tienen la ventaja de permitirle tanto a las empresas como a los trabajadores, responder más rápidamente ante cambios en la demanda y adaptarse a los mismos. Cabe indicar, tal como lo señala Forteza y Rama (2001)^{3/}, que los países que tienen una mayor flexibilidad laboral registran recesiones que tienden a ser menos persistentes respecto a los que adoptan medidas más proteccionistas.

Para el caso peruano, diversos estudios realizados indican que la relación negativa entre la legislación proteccionista y el empleo se mantiene. Asimismo, se encuentra que la protección laboral ha inducido una mayor duración promedio del desempleo. Ello genera cierta duda sobre la efectividad de las leyes proteccionistas, ya que favorecen a los que están actualmente empleados (*insiders*), pero perjudican a los que no lo están (*outsiders*). En este sentido, no es extraño que una legislación laboral con sesgo proteccionista tienda a aumentar el empleo informal.

Jaramillo (2004)^{4/} encuentra que en el Perú sólo un porcentaje muy limitado de los trabajadores gozan de los beneficios laborales existentes. Así, por ejemplo, señala que en el 2001 menos del 10% de la PEA en zonas urbanas estaba potencialmente cubierto por la indemnización del despido. También, encuentra que a finales del 2001, los costos laborales no salariales para las empresas formales, definidos como los pagos que introducen un diferencial entre los costos laborales y el salario efectivo recibido por el trabajador, representan alrededor del 59% del sueldo bruto, donde más del 48% es asumido por el empleador; mientras que el restante por el empleado^{5/}. Cabe indicar que a nivel latinoamericano, este porcentaje es mucho menor en países como Chile y México (por debajo del 30%), pero semejante a los niveles de Brasil y Colombia.

Así, en un contexto donde las leyes tienen un sesgo proteccionista, las empresas que operan formalmente incrementan sus costos en niveles considerables, que inclusive, desalientan la creación de nuevos puestos de trabajo. Por ello, los incentivos para contratar trabajadores con el menor número de beneficios laborales se hacen más fuertes. De darse una reducción de los costos laborales no salariales, se lograría tener una mejora en la competitividad de las empresas y la productividad de los trabajadores, la cual tendría un impacto importante en el corto plazo, aunque dicho efecto sería por una única vez^{6/}. Para extender estas mejoras en el mediano y largo plazo, este proceso debe ir de la mano con una mejora por parte de las empresas, tanto en la capacitación del capital humano como en la innovación tecnológica.

García (2002)^{7/} señala que, actualmente, sólo unas pocas empresas, especialmente las más grandes, aplican políticas de aumento de productividad y/o criterios de manejo gerencial. El resto de empresas no invierte en este proceso, ya que existen altos costos para entrar al mercado formal, además de no existir la certeza acerca de si se respetarán las leyes vigentes o si se cambiarán de un momento a otro, lo cual genera un grado de incertidumbre para las empresas. Sobre este punto, el BID (2001)^{8/} señala que una de las hipótesis acerca de por qué no hay mejoras en la productividad a nivel latinoamericano, es que ante la ausencia de un régimen de leyes estables y de una sólida institucionalidad, no hay suficientes incentivos para asimilar nuevas tecnologías, ni para realizar inversiones de largo plazo.

Es importante señalar que si bien la legislación laboral debe garantizar condiciones de empleo adecuadas para el trabajador, ésta no debe ir en contra de los niveles de productividad. Para mejorar esta situación, se requiere de un trabajo coordinado entre el Estado y el sector privado, que permita crear un ambiente propicio para la inversión privada, que es una de las principales fuentes del crecimiento de los empleos de calidad, y la productividad.

Sergio Salinas Meza
ssalinas@continental.grupobbva.com

1/ Ver Botero, J., Djankov, S., La Porta, R., Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (2004): "The Regulation of Labor". Quarterly Journal of Economics Vol. 119-4.

2/ Ver Jaramillo, M. (2004): "La Regulación del Mercado Laboral en Perú". Grupo de Análisis para el Desarrollo (Grade), en donde se puede encontrar una amplia compilación de resultados tanto a nivel mundial como del Perú.

3/ Forteza, A. y Rama, M. (2001): "Labor Market Rrigidity" "and the Success of Economic Reforms Across more than One Hundred Countries". Banco Mundial.

4/ Jaramillo, M. (2004).

5/ Es importante tomar en cuenta que esta cifra se ha reducido progresivamente con la eliminación de ciertos costos, tales como el IES.

6/ Ver Chacaltana, J. y García, N. (2001): "Reforma Laboral, Capacitación y Productividad: La Experiencia Peruana". Organización Internacional del Trabajo.

7/ García, N. (2002): "Productividad, Competitividad y Empleo: Un Enfoque Estratégico". Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES).

8/ BID (2001). "Economic and Social Progress in Latin America". Banco Interamericano de Desarrollo

Inflación: a la baja pero preocupa su volatilidad

En los dos primeros meses del año, la inflación acumulada fue negativa en 0,13%. Esta evolución se explicó, principalmente, por las disminuciones en los precios de los servicios de transporte (0,5%) y de las tarifas de energía eléctrica (2,4%). Asimismo, disminuyeron los precios de los combustibles, tanto para uso doméstico (1,9%) como para transporte (0,8%). Con el resultado acumulado a febrero, la inflación interanual se ubicó en 1,68%, continuando con la tendencia decreciente que viene mostrando desde agosto del año anterior.

Para el resto del año, se estima que la inflación se mantendrá en el tramo inferior del rango de 1,5%-3,5% que el Banco Central (BCRP) emplea para evaluar el cumplimiento de la meta de inflación. Se espera que la reversión de los choques de oferta que afectaron los precios de diversos alimentos durante el 2004 y las presiones apreciatorias sobre la moneda peruana inducirán una tendencia a la baja en la inflación.

Un factor que podría atenuar esta tendencia es la evolución de la cotización internacional del petróleo. En el número anterior de esta publicación, se mencionó que nuestro escenario base consideraba un descenso gradual del precio del barril de petróleo a lo largo del 2005. Sin embargo en lo que va del año el precio del petróleo se ha acercado nuevamente a sus máximos históricos, en un contexto de mayor demanda por un invierno más crudo que lo esperado en el hemisferio norte, la que podría incrementarse en el verano. Ello podría presionar los precios domésticos de los combustibles y pasajes, aunque sería un efecto de poca duración, que se revertiría rápidamente porque los fundamentos del mercado de petróleo no lleva a reiterar un escenario de corrección gradual a la baja en su precio.

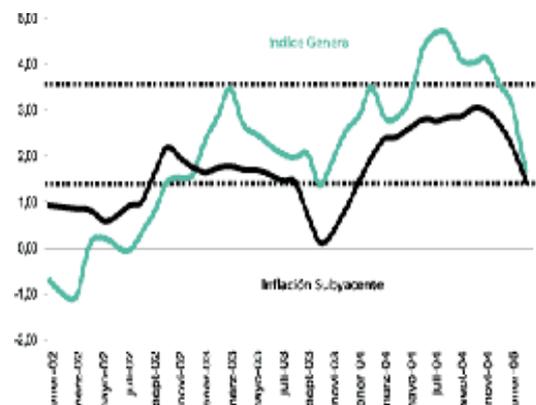
En general, se aprecia la importancia que han tenido los choques de oferta sobre la trayectoria de la inflación en los últimos años. Estos choques incrementan la volatilidad de la inflación y la magnitud de su impacto refleja la alta ponderación que tienen dentro de la canasta con la que se calcula el índice de precios al consumidor (IPC) los bienes cuyos precios están, usualmente, afectados por factores de oferta. Por ejemplo, para calcular su indicador de inflación subyacente, el BCRP emplea un criterio de exclusión de componentes más volátiles, como una aproximación a los bienes cuyos precios están gobernados, principalmente, por factores de oferta. En conjunto éstos representan el 32% de la canasta del IPC.

La volatilidad de inflación es una característica que puede comprometer el cumplimiento de la meta que el BCRP ha establecido para esta variable. La posibilidad de incumplimiento se incrementa si los choques de oferta son recurrentes y persistentes. Una forma de disminuir este riesgo es anunciar la meta sobre un indicador de inflación subyacente. Sin embargo, la desventaja que presenta este indicador es la poca familiaridad que tiene el público con el mismo y las suspicacias que podría generar si su elaboración la realiza el mismo Banco Central. Una alternativa sería cambiar la evaluación que actualmente se hace de la meta de inflación en diciembre, es decir evitar el énfasis en un único mes del año. La meta debería verificarse de manera continua y cuando la inflación se salga del rango meta el BCRP saldría a explicar las razones de este desvío y cuando estima que la inflación regrese al interior del mismo.

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Nov-04	Dic-04	Ene-05	Feb-05
Indice de Precios al Consumidor-IPC	0,29	-0,01	0,10	-0,23
Indice de Productos Transables	0,47	0,04	-0,22	-0,12
- Alimentos Transables	0,13	0,10	0,11	0,15
- Combustibles	2,84	-0,34	-0,89	-0,60
Indice de Productos No Transables	0,14	-0,06	0,34	-0,32
- Alimentos No Transables	-1,17	-0,53	1,46	-0,87
Indice Subyacente	0,15	0,04	0,05	-0,05
Indice de Precios al por Mayor-IPM	0,35	-0,35	0,36	-0,35
Indice de Precios-Maquinaria y Equipo	-0,28	-0,58	-0,34	0,01
Indice de Precios-Materiales de Construcción	0,20	0,24	0,23	0,94

Índice de precios al consumidor y subyacente (Var. % últimos 12 meses)



Fuente: Banco Central de Reserva

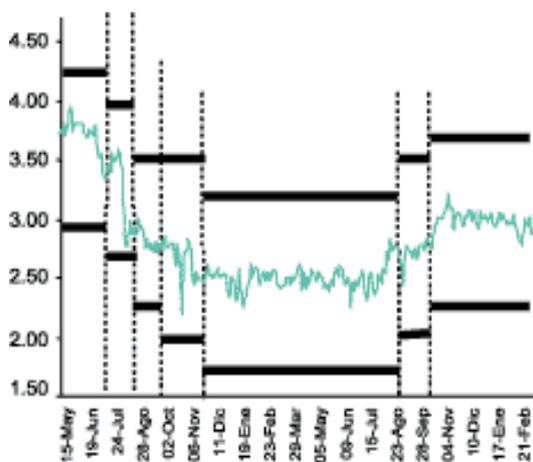
Inflación (Tasa acumulada últimos 12 meses)

	2004		2005
	Diciembre	Enero	Febrero
Indice General	3,48	3,03	1,68
Alimentos y bebidas	4,01	3,37	0,05
Vestido y Calzado	1,46	1,03	1,02
Alquiler Vh., Combustible y Electr.	8,86	3,77	5,73
Nuevos y Enseres	0,86	1,51	0,37
Cuid. y Conserv. de Salud	2,00	3,07	3,02
Transportes y Comunicación	4,48	4,61	4,20
Educación y cultura	1,72	1,02	1,48
Otros bienes y Servicios	-2,93	-2,45	-2,66

Fuente: INEI

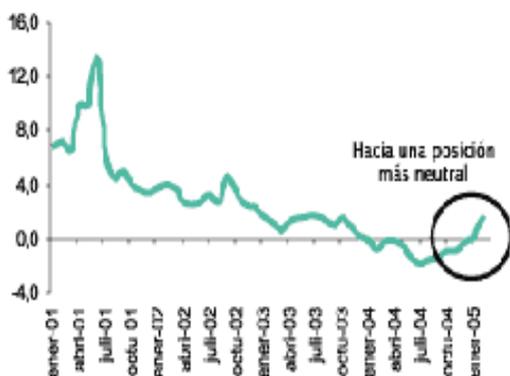
III. Entorno Financiero

Tasa interbancaria en moneda nacional



Fuente: Banco Central de Reserva

Tasa interbancaria en terminos reales



Elaboración: BBVA Banco Continental

Política monetaria: Banco Central toma una pausa

El Banco Central de Reserva (BCRP) ha mantenido el nivel de su tasa de referencia en 3,0% desde el mes de octubre de 2004. La estabilidad de esta tasa se ha dado en un contexto en el que la inflación ha venido disminuyendo de manera sostenida, pasando de 4,6% en julio del 2004 a 1,7% en febrero del presente año. Cabe mencionar que el Banco Central dio inicio al ciclo alcista de su tasa de política en agosto del año anterior, luego de que la inflación se ubicara en más de un punto porcentual por encima del límite superior del rango meta establecido para esta variable (1,5%-3,5).

Durante el primer semestre la tasa de referencia del BCRP se mantendría estable, debido a que se espera que la inflación se ubique en el tramo inferior del rango meta durante el 2005 y a expectativas inflacionarias, para este y el próximo año, ancladas en 2,5%, según las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas que elabora el Banco Central. Adicionalmente, no se perciben presiones de demanda que puedan generar presiones significativas sobre inflación. Para la segunda mitad del presente año, debido a la turbulencia que se podría presentar ante el inicio de la campaña electoral con miras a las elecciones presidenciales del 2006, se asigna cierta probabilidad de que el BCRP reanude las alzas de su tasa de política, manteniendo bajo control las expectativas de inflación. Durante el 2006, la política monetaria continuaría moviéndose hacia una posición más neutral para contener posibles presiones de demanda, con lo que la tasa de política del Banco Central se ubicaría en niveles que compensarían parcialmente los incrementos de tasas externas que se esperan en los siguientes dos años, evitando así movimientos bruscos en el tipo de cambio.

Si bien este año el control de la inflación sería un asunto menos complicado para el Banco Central, la política monetaria viene enfrentando algunos efectos no deseados inducidos por las continuas compras de dólares que viene realizando el BCRP en el mercado cambiario, mediante las cuales se intenta atenuar las presiones apreciatorias sobre la moneda peruana. Entre estos efectos cabe mencionar que el público interpreta que las intervenciones cambiarias por periodos prolongados reflejan la defensa de un objetivo cambiario, configurando un contexto que no es el adecuado bajo un régimen de metas de inflación como el que sigue el BCRP (ver recuadro "Dolarización, intervenciones cambiarias y metas de inflación en el Perú"). Otros efectos no deseados están relacionados al incremento del saldo de certificados de depósitos que emite el BCRP (CDBCRP) para esterilizar la expansión monetaria originada por las compras de dólares, con el fin de evitar presiones inflacionarias a futuro. En primer lugar, este incremento complica el manejo monetario porque un mayor saldo de CDBCRP también implica mayores vencimientos que eventualmente tendrían que ser renovados. En segundo lugar, debido al rápido aumento del saldo de CDBCRP, el BCRP ha tenido que moverse hacia los tramos largos del mercado monetario, lo que podría inducir incrementos en las tasas de mayores plazos que no correspondan a cambios en la tasa de referencia o a otros determinantes de estas tasas.

Moneda y Crédito: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,324	3,311	3,284	3,271
Emisión Primaria Fin de Período	8.067	8.117	9.327	8.704
Liquidez Total	55.004	55.736	57.094	57.256
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	57,1	56,5	55,1	55,1
Reservas internacionales (m.M. \$)	12.166	12.337	12.631	13.125
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	2,9	3,0	3,0	3,0
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	1,7	1,9	2,2	2,3
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	12,3	9,4	11,9	11,8
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	-1,1	-0,4	1,3	2,6
Tasa de Morosidad (%)	4.47	4.14	3.71	3.78

Un tema adicional que deberá evaluar el Banco Central en los siguientes meses es el relacionado a la elevación del límite operativo para las inversiones en el exterior que realizan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). De acuerdo a la normatividad vigente, el límite general se halla en 20%, pero el límite operativo lo debe establecer el Banco Central y actualmente se ubica en 10,5%. El BCRP ha venido mencionando que el tema debe evaluarse con cuidado para no afectar el objetivo de estabilidad de precios. En este sentido, una elevación de este límite podría generar una salida de capitales que, a su vez, induciría una depreciación de la moneda y por lo tanto presiones inflacionarias. Adicionalmente, se puede mencionar que la salida de capitales implicaría una menor demanda de activos financieros locales, con lo que se observaría cierta presión al alza en las tasas de interés domésticas. Cabe mencionar que en el contexto actual de niveles elevados de liquidez, en soles y en dólares, y asumiendo una flexibilización moderada del límite, los impactos potenciales que se han mencionado serían marginales.

En síntesis, si bien desde el punto de vista de la diversificación y mejor administración del riesgo podría ser conveniente elevar el límite de inversiones en el exterior de las AFP, se debe tener en cuenta que en el corto plazo se pueden generar algunos efectos que deben ser tomados en cuenta.

Tasas de interés

Con relación a noviembre del año anterior, las tasas del tramo de corto plazo de la curva de rendimientos de los CDBCRP muestran un ligero incremento. Es interesante notar que este aumento se da en un periodo en el que, debido a factores de estacionalidad, los principales demandantes de estos certificados, los bancos, cuentan con mayor disponibilidad de liquidez.

Por el contrario, las tasas de las colocaciones a plazo de un año o mayores registran un descenso significativo. La sobreacción que mostraron las tasas de largo plazo de los CDBCRP en noviembre podría haber estado asociada al incremento de la expectativas de inflación que se registró en entre el tercer trimestre e inicios del cuarto trimestre del año anterior, en un contexto en el que la probabilidad de incumplir la meta de inflación del año se había elevado.

Las tasas activas en soles también muestran incrementos. Por ejemplo, la tasa preferencial corporativa a 90 días ha incrementado el *spread* que venía mostrando respecto a la tasa del mercado interbancario *overnight*, pasando de 3,8% al cierre del 2004 a 3,9% en febrero de este año.

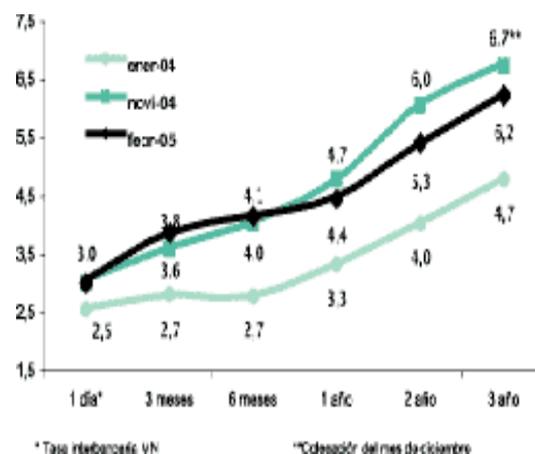
En cuanto a las tasas en dólares, la tasa preferencial corporativa se ubicó en 3,2% en febrero, registrando un incremento de 60 puntos básicos respecto al nivel con el que cerró el año anterior.

Tipo de cambio estable

En el periodo que va desde mediados de enero y el cierre de febrero, el tipo de cambio muestra una gran estabilidad. Así, en este periodo el tipo de cambio registró un nivel promedio de S/. 3,262, con una desviación estándar de 0,004, lo que da que un coeficiente de variabilidad de 0,12%. Cabe señalar que en lo que va del año, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario todos los días, excepto en uno, factor que ha contribuido a la estabilidad del tipo de cambio.

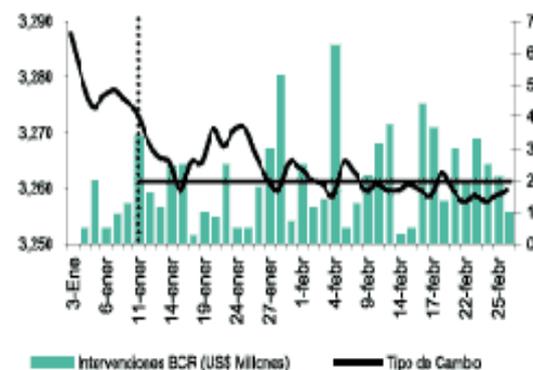
Para lo que resta del año se espera que el sol mantenga una tendencia a apreciarse, en un contexto de dinamismo de las exportaciones y de inlfujos provenientes de las remesas del exterior, los que han mostrado un comportamiento creciente en los últimos años.

Curva de rendimientos de los CDBCRP



Fuente: Banco Central de Reserva

Tipo de cambio e intervenciones cambiarias del Banco Central



Fuente: Banco Central de Reserva

Mercados: últimos datos mensuales

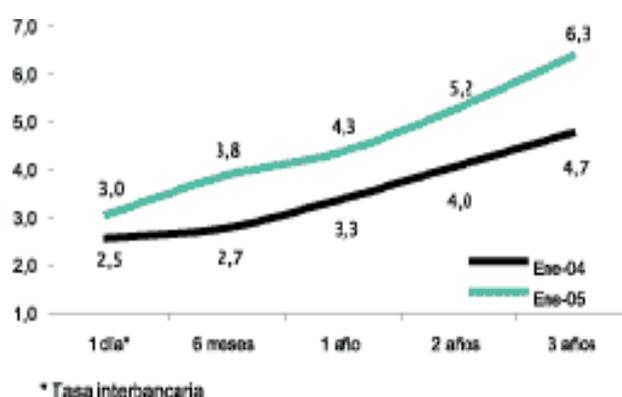
	oct-04	nov-04	dic-04	ene-05
Índice General de la BVL (variación %)	8,1	2,0	2,6	4,6
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	6,7	2,0	3,1	3,9
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	19.506	19.622	20.108	20.611
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	3.505	3.523	3.518	3.374
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	15	51	12	21
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	42	36	27	172
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	6.525	6.670	6.672	6.833
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	7.474	7.670	7.820	8.022
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,36	3,38	3,40	3,40

Dolarización, intervenciones cambiarias y metas de inflación en el Perú

Mercado cambiario interbancario e intervenciones BCRP: 2002-2005 (US\$ Millones)

	2002	2003	2004	2005*
1. Mercado Cambiario				
a. Monto total	20.886	10.145	56.692	2.254
b. Número de operaciones	240	227	251	1 ¹
c. Monto promedio	87	61	74	55
2. Intervenciones				
a. Monto total	952	1.069	2.940	249
b. Número de intervenciones	19	159	168	40
c. Monto promedio (Miles)	50	67	17	20
3. Intervenciones				
* Con información depositada hasta el 28 de febrero				
1) Con información depositada hasta el 28 de febrero				
2) * Para el año 2002, el monto de las intervenciones correspondió a la suma de las compras (US\$ 55 millones) y las ventas (US\$ 127 millones) del año.				
3) * Monto de intervención en el BCRP en el mercado cambiario.				

Evolución de las tasas de interés de los CDBCRP (en %)



La experiencia peruana con metas de inflación (MI) se ha dado en un contexto de alta dolarización financiera que limita la independencia operativa de la política monetaria. En este sentido, la dolarización es una fuente de riesgos para el éxito del esquema de MI, por lo que resulta pertinente analizar sus implicancias sobre este régimen.

Dolarización e independencia operativa

Masson, Savastano y Sharma (1997) enfatizan que un requisito para implementar con éxito un régimen de MI es que el banco central tenga independencia operativa, es decir, capacidad y disposición para administrar sus instrumentos con el único propósito de alcanzar la meta de inflación anunciada. Para ello, la autoridad monetaria no debe fijar metas sobre otras variables nominales, como por ejemplo el tipo de cambio. Si se establece un nivel objetivo para esta variable, o se trata de administrar sistemáticamente su evolución, la política monetaria quedaría subordinada a una meta cambiaria, con lo que el compromiso del banco central con la meta de inflación perdería credibilidad.

En una economía dolarizada, que se caracteriza porque los balances de los agentes presentan un descalce por monedas, movimientos en el tipo de cambio pueden generar efectos riqueza no deseados, que hacen más vulnerable al sistema financiero. En este entorno, los bancos centrales muestran una menor disposición para aceptar que el tipo de cambio flote, por lo que intervienen agresivamente en el mercado cambiario o ajustan la tasa de interés ^{1/}.

La evidencia para el Perú sugiere que el Banco Central (BCRP) muestra un cierto "temor a flotar". Por ejemplo, los trabajos de Goñi, Ormeño y Morón (1999) y Castro y Morón (2000) encuentran que el BCRP tiene un objetivo implícito para el tipo de cambio. Asimismo, los periodos en los que se registra una coincidencia entre un incremento de la frecuencia y monto de las intervenciones cambiarias y una estabilidad notable del tipo de cambio, sugieren que en algunas ocasiones el BCRP habría defendido un determinado nivel para esta variable ^{2/}. En el cuadro adjunto se observa que el Banco Central ha incrementado su presencia en el mercado cambiario desde el 2003, en un contexto de presiones apreciatorias sobre la moneda peruana debido a una significativa expansión de las exportaciones.

Las mayores intervenciones cambiarias del BCRP desde el 2003 habrían inducido efectos no deseados que ilustran la forma en que una menor independencia operativa de la política monetaria disminuye la probabilidad de éxito del régimen de MI.

En primer lugar, se identifica que las intervenciones cambiarias sostenidas son interpretadas por el público como la defensa de un nivel objetivo para el tipo de cambio establecido por el Banco Central ^{3/}. Eventualmente, ello podría crear confusión acerca de cuál es el objetivo que realmente persigue el BCRP (tipo de cambio o inflación).

En segundo lugar, se ha observado un incremento de las tasas de los plazos largos del mercado monetario que no serían congruentes con los incrementos de la tasa de política del BCRP o con otros determinantes de estas tasas. Así, mientras que la tasa de referencia del BCRP se elevó en 50 puntos básicos entre enero del 2004 y enero del 2005, las tasas de los certificados de depósitos del Banco Central (CDBCRP), a plazos iguales o mayores a 6 meses, se han elevado en más de un punto porcentual ^{4/}. Por ello, la curva de rendimientos de los CDBCRP no sólo muestra un desplazamiento hacia arriba sino también una pendiente más elevada en los tramos de mayores plazos.

Este comportamiento podría estar asociado al incremento del saldo de los CDBCRP, así como a las mayores emisiones a plazos largos de estos certificados, debido a que el Banco Central ha tenido que esterilizar una parte significativa de la expansión de dinero originada por las compras de dólares.

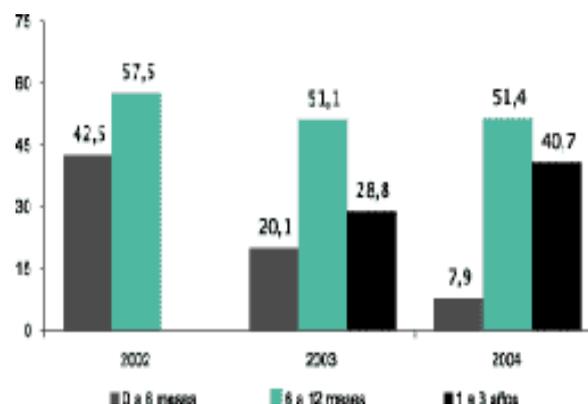
Se podría argumentar que los aumentos de las tasas de los CDBCRP reflejan ajustes por arbitraje, en un contexto en el que la FED ha elevado su tasa de política en 150 puntos básicos. Al respecto, cabe mencionar que si bien la FED ha inducido una elevación similar de las tasas en dólares de corto plazo, como la LIBOR a tres meses, no se aprecia lo mismo en los rendimientos de los activos denominados en esta moneda de plazos superiores. Además, de acuerdo a las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas que realiza el BCRP, las expectativas de depreciación a uno y dos años han disminuido en más 150 puntos básicos y 260 puntos básicos, respectivamente, lo que contrarresta los incrementos de las tasas en dólares. En este sentido, la evidencia no permite sustentar la hipótesis de arbitraje.

Saldo de los CDBCRP
(% de la Base monetaria)



Fuente: BCRP

Estructura de los vencimientos de los CDBCRP
(% del total)



Fuente: BCRP

Así, en un contexto de intervenciones masivas en el mercado cambiario, que deben ser esterilizadas para no generar presiones inflacionarias, las tasas de plazos más largos del mercado monetario pueden elevarse sin que el BCRP modifique su tasa de política. Esta inconsistencia diluye el poder de señalización que tiene la tasa de referencia para indicar la posición que adopta la política monetaria y su carácter referencia para la formación de la estructura temporal de las tasas de interés.

¿Puede un régimen de metas de inflación ayudar a desdolarizar la economía?

La evidencia sugiere que la dolarización podría ser endógena al régimen de política. Por ejemplo, los trabajos de Goldfajn y Werlang (2000) y de Wilkenried (2003) encuentran que el pass-through del tipo de cambio a precios no es lineal, y que depende del contexto inflacionario. Así, un régimen de política monetaria que garantice que la inflación se mantendrá baja y estable, como el de MI, podría contribuir a desdolarizar gradualmente la economía, induciendo efectos positivos sobre la independencia operativa del banco central. Para ello, se requiere que la inflación se mantenga alrededor de la meta anunciada, con una volatilidad mínima o al menos menor que la del tipo de cambio ^{5/}.

En este sentido, una mayor flotación cambiaria sería un factor positivo. Por un lado, contribuiría a reducir la volatilidad relativa entre la inflación y el tipo de cambio. Asimismo, se evitaría que los agentes internalicen la existencia de un seguro cambiario implícito proporcionado por el banco central. Así, la mayor flotación cambiaria y un régimen de MI creíble favorecerían la desdolarización de la economía, con lo que la política monetaria ganaría efectividad, generándose un círculo virtuoso.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

Bibliografía

- Calvo, G. y Reinhart, C. (2002): "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117-2, pp. 379-408.
- Goldfajn, I. y Werlang, S. (2000): "The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study", Banco Central do Brasil, Working Paper 5.
- Hausmann, R.; Panizza, U. y Stein, E. (2001): "Why Do Countries Float the Way They Float?", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, pp. 387-414.
- Ize, A. y Yeyati, L. (2003): "Financial Dollarization", *Journal of International Economics*, Vol. 59, pp. 323-347.
- Masson, P.; Savastano, M. y Sharma, S. (1997): "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", Fondo Monetario Internacional, Working Paper 97/130.
- Morón, E.; Goñi, E. y Ormeño, A. (1999): "Central Bankers' Fear of Floating: The Peruvian Evidence", Centro de Investigación de la Universidad Pacífico, Versión Preliminar.
- Morón, E. y Castro J. F. (2000): "Uncovering Central Bank's Monetary Policy Objectives: Going Beyond Fear of Floating", versión preliminar, Centro de Investigación de la Universidad Pacífico, versión preliminar, Centro de Investigación de la Universidad Pacífico, versión .
- Winkelried, D. (2003): "¿Es asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un Análisis Agregado", *Revista de Estudios Económicos* N° 10, Banco Central de Reserva del Perú.

1/ Sobre el "temor a flotar" que muestran algunos bancos centrales ver Calvo y Reinhart (2002) y Hausmann, Panizza y Stein (2001).

2/ Por ejemplo, entre febrero del 2003 y junio del 2004, en un contexto de expansión notable de las exportaciones y de compras de dólares del BCRP en el mercado cambiario, la media del tipo de cambio fue S/. 3,477, con una desviación estándar de 0,009, lo que da un coeficiente de variabilidad de 0,3%. La dispersión de valores entre los que fluctuó esta variable en estos meses fue de 5 centavos de sol peruano.

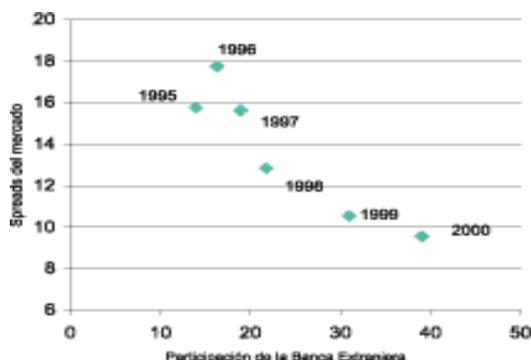
3/ Ello puede comprobarse al revisar las declaraciones que emiten en medios locales diversos representantes de las instituciones financieras.

4/ Los CDBCRP son activos financieros emitidos por el Banco Central con fines de esterilización monetaria.

5/ Ize y Yeyati (2003) demuestran que la persistencia de la dolarización ocurre cuando la volatilidad esperada de la inflación es relativamente alta respecto a la volatilidad del tipo de cambio real.

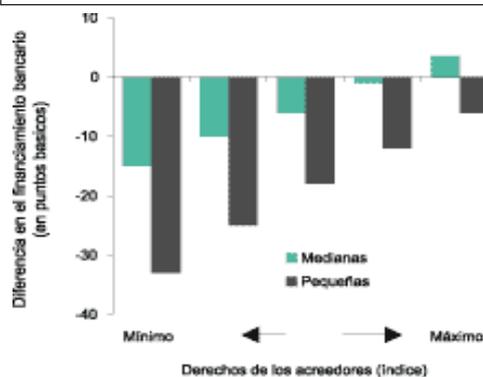
El desarrollo bancario y el papel de la banca extranjera

Perú: participación de la banca extranjera y spreads del mercado



Fuente: Martínez Peria y Mody (2004)

Brecha en el acceso al crédito de las pyme y protección de los acreedores



Fuente: BID (2005)

¿Cuál es el rol que juega la banca extranjera? ¿Qué ganan los países con su penetración? En los últimos meses, han aparecido un conjunto de trabajos que han abordado el tema de forma especial, llegando a conclusiones coincidentes respecto al papel de la banca foránea, y los beneficios que ha traído a Latinoamérica. Desde inicios de los noventa, cuando el proceso de apertura financiera se profundiza en la región, la banca extranjera empieza a jugar un papel protagónico en el desarrollo del sistema bancario. Algunos elementos reconocidos por la literatura económica, señalan que la presencia extranjera ha permitido: (i) menor costo en el acceso al crédito, (ii) la generación de una mayor afluencia de capitales en los países, (iii) el desarrollo de mejores sistemas de pagos para los agentes basados sobre un nuevo impulso tecnológico, (iv) mejor control de los riesgos del negocio, y (v) una mejora respecto al mayor conocimiento de los agentes y la información requerida por el sistema (BID, 2005).

Se desprende también, a pesar de los procesos de consolidación observados, que la banca extranjera ha ayudado a impulsar una mayor competencia en el sistema bancario, permitiendo que el acceso sea menos costoso para los agentes económicos. En ello no sólo coincide el informe del BID mencionado, sino también un conjunto de investigaciones publicadas en el *Journal of Money Credit and Banking* en el 2004, donde se destaca, por ejemplo que la banca extranjera opera con menores *spreads* y ha contribuido a que los mismos se reduzcan en el conjunto del sistema al desarrollar esquemas de negocio bancario más eficientes, y operar con menores costos administrativos, redundando en un mayor beneficio para los agentes (Martínez Peria y Mody (2004), Classens y Laeven (2004), Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2004)). Así, por ejemplo, de acuerdo a Martínez Peria y Mody (2004), se observa en el caso del Perú que la banca extranjera, a medida que incrementaba su grado de participación en el sistema, ha venido reduciendo de manera más rápida sus márgenes respecto a la banca doméstica, contribuyendo así a menores costos para los agentes económicos. También se le reconoce a la banca extranjera responsabilidad en la reducción de la volatilidad del sistema bancario, al ser una banca mejor diversificada, permitiendo el surgimiento de un sistema bancario más seguro y menos costoso.

Un tema que resalta la literatura económica, es que los beneficios de la banca extranjera demoran en expandirse hacia un mayor grupo de agentes, debido a la existencia de una serie de problemas estructurales en los países en desarrollo, siendo el principal el del grado de respeto a los derechos de los acreedores. Por ejemplo, el informe del BID (2005) señala que aquellos países con mayores avances en ese aspecto, reflejan un mayor acceso de la pequeña y mediana empresa al financiamiento bancario. En el ámbito del desarrollo institucional, el Estado tiene mucho camino por recorrer, considerando que de acuerdo a estadísticas de Beck et al (2004), la economía peruana registra uno de los índices más bajos del mundo.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com

-BID (2005): "Desencadenar el Crédito": Informe del Progreso Económico y Social.

- Martínez Peria, M. y Mody, A. (2004): "How Foreign Participation and Market Concentration Impact Bank Spreads: Evidence from Latin America", *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 511-539, June, N° 3.

- Classens, S. y Laeven, L. (2004): "What drives competition? Some International Evidence", *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 563-585, June, N° 3.

- Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. y Levine, R. (2004): "Regulations, Market Structure, Institutions and the Cost of Financial Intermediation", *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 593-623, June, N° 3.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (2004), "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence", *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 627-648, June, N° 3.

IV. Artículo

Sistema Privado de Pensiones peruano: antecedentes y perspectivas para el futuro

Antecedentes del SPP

A inicios de los noventa, el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) se hallaba descapitalizado y al borde del colapso debido a la crisis económica de finales de la década anterior y a una inadecuada gestión pública. Bajo el SNP, las jubilaciones eran cubiertas con los aportes de los trabajadores activos, lo que constituía un sistema de reparto. Sin embargo, estas contribuciones no alcanzaban para cubrir las obligaciones del sistema y el sobredimensionamiento del Estado generaba cargas a futuro que comprometían la viabilidad de las finanzas públicas.

En este contexto, y como parte de un amplio programa de reformas estructurales de la economía, en diciembre de 1992 se creó el Sistema Privado de Pensiones (SPP), mediante el Decreto Ley 25897. El SPP se formó bajo un esquema de cuentas individuales de capitalización, el cual proporciona al trabajador al momento de su jubilación una anualidad en función de su fondo acumulado más la rentabilidad obtenida durante los años de aportación. A diferencia del sistema de reparto, este sistema permite que la pensión recibida por cada agente guarde relación directa con sus aportes y proporciona una mayor flexibilidad para adecuarse a los patrones de envejecimiento de la sociedad.

El principal objetivo propuesto para este sistema fue asegurar pensiones dignas a los afiliados (Decreto Ley 25897). Adicionalmente, se plantearon objetivos secundarios como contribuir al desarrollo del mercado de capitales, incrementar la eficiencia en la intermediación del ahorro interno y eliminar la ineficiencia en el uso de los recursos (Moreyra y García: 2003). Asimismo, se identificó que el fondo generado con los aportes sería una fuente de financiamiento del crecimiento económico, promoviendo la inversión de recursos dentro del país.

La gestión de los aportes de los trabajadores se encargó a entidades privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Al establecer una administración privada de los fondos de pensiones se impidió el acceso a los recursos previsionales como fuente de financiamiento para las operaciones del estado, volviendo más transparente el manejo de las inversiones del fondo (Moreyra y García: 2003).

Como parte del proceso de reforma se creó la Oficina de Normalización Provisional (ONP) para hacerse cargo de la administración del SNP. Así, se planteó la coexistencia de los dos sistemas, siendo los afiliados los que deberían escoger en qué sistema les gustaría participar. En la actualidad, el SNP maneja un fondo de US\$ 2.983 millones y tiene obligaciones con 429 mil pensionistas.

El SPP: situación actual

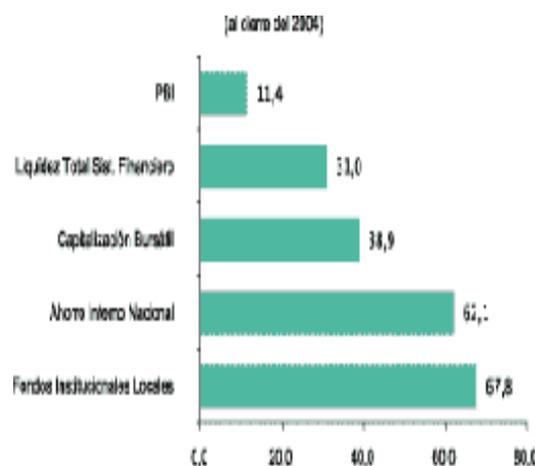
En términos absolutos, el fondo administrado por el SPP del Perú ha pasado de US\$ 259 millones en 1994 a US\$ 7.820 millones en el 2004. La importancia del de este fondo en la economía del Perú se aprecia al observar que al cierre del 2004 superaba el 11,0% del PBI y al 30,0% de la liquidez total del sistema financiero. Cabe mencionar que a enero del 2005, el SPP tiene más de 3,4 millones de afiliados, aunque este número representa un bajo nivel de cobertura teniendo en cuenta que sólo equivale al 28,3% de la población económicamente activa (PEA).

En el SPP operan actualmente sólo cuatro AFP, número inferior a las ocho que iniciaron operaciones hacia agosto de 1993. Luego de un proceso de absorciones y fusiones las AFP que se mantienen en operación son: Horizonte (BBVA), Integra (ING), Unión Vida (Santander) y Profuturo (Citibank).

Este proceso trajo consigo una mayor concentración en la industria, tanto por número de afiliados como por tamaño de los fondos. El nivel de concentración existente representa una de las principales críticas al estado actual del sistema previsional, sugiriendo que las AFP operan como un oligopolio (Morón y Carranza: 2003). Sin embargo, ninguna de estas entidades tendría un poder de dominio dada la homogeneidad en el número de afiliados.

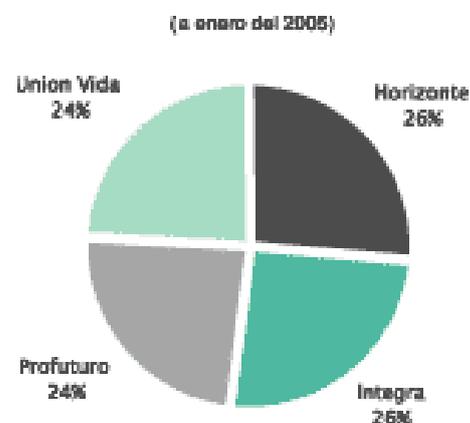
Gonzalo Camargo Cárdenas
Jefe de Inversiones Renta Variable
gcamargoc@afphorizonte.com.pe
Diego Icaza Pedraz
Analista de Inversiones
dicazap@afphorizonte.com.pe

Participación del SPP en la economía peruana



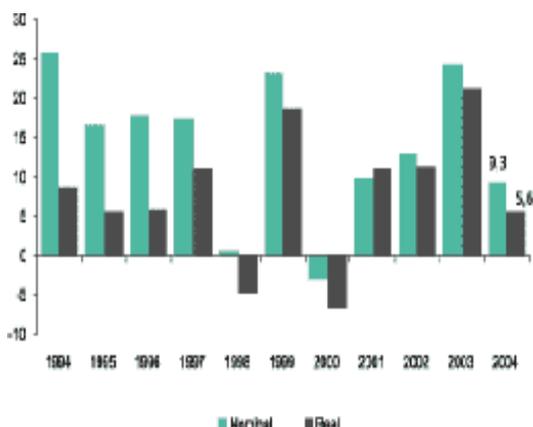
Fuente: BCRP, SBS, BVL

Participación de las AFP (% del total de afiliados)



Fuente: SBS

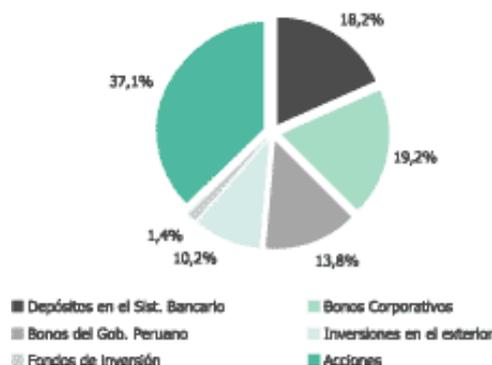
Evolución de la rentabilidad en el SPP (en porcentajes)



Fuente: SBS

Composición de la cartera del SPP

(al 31 de Diciembre del 2004)



Fuente: SBS

Participación de las AFP en el patrimonio de las principales empresas

(a enero del 2005)

Empresa	% del patrimonio*
Credicorp	42
Edelnor	39
Ferreyros	39
Alicorp	36
Edegel	33
Milpo	32
Southern Peru	32
Cementos Lima	30
Cementos Pacasmayo	25
Luz del Sur	19
Buenaventura	12

* Valor estimado

Fuente: Bolsa de Valores de Lima y SBS

Cabe agregar que el costo previsional del SPP ha pasado de 4.2% en 1994 a 3,2% promedio en 2003 (Paz Soldán: 2004), lo que conjuntamente con un incremento de los ingresos ha permitido que las AFP del Perú obtengan niveles de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) de 73,8% para el periodo de julio 2003-junio 2004 (Martín y Rivas-Llosa: 2005), por encima del promedio latinoamericano de 21,8%. Esta cifra y los márgenes observados en los últimos años vuelven al sector atractivo para la entrada de nuevos competidores ^{1/}.

Un tema sensible, es el hecho que la gestión de los fondos del SPP debe cumplir con límites de inversión impuestos por el organismo regulador (SBS). Estos límites afectan la rentabilidad del fondo al limitar la capacidad de diversificación de la cartera; en especial con respecto a las inversiones en el exterior. La falta de diversificación en activos del exterior hace que el rendimiento del fondo sea más volátil y dependiente a los ciclos económicos en la región.

La situación antes descrita ha determinado que las AFP mantengan una alta participación en el patrimonio de las principales empresas peruanas. Además, la falta de instrumentos de inversión ha generado que el peso de los activos locales de renta variable sea el 37,0% de la cartera, lo cual aumenta la volatilidad del retorno del Fondo de Pensiones. Otro efecto ha sido que un porcentaje significativo del fondo se ha invertido en instrumentos de corta duración como depósitos y valores del Gobierno y del Banco Central (BCRP).

De este modo, la rentabilidad del fondo se ha visto afectada, y su volatilidad se ha incrementado. Ello representa uno de los principales aspectos a tener en cuenta sobre la evolución del fondo en el futuro.

Retos y perspectivas del SPP

Entre los años 1994 y 2004, la tasa promedio de crecimiento anual del fondo de pensiones administrado por las AFP ha sido de 44,7%, mientras que desde el 2000 ha sido de 17.6%. Se espera que para el 2006 el fondo administrado por el SPP alcance una cifra cercana a los US\$ 10.800 millones. Durante su etapa inicial, el crecimiento del SPP fue explicado por la captación de mayores aportes. Sin embargo, a medida que aumente la masa de afiliados y el grado de penetración del SPP en la población económicamente activa, se espera que la tasa de crecimiento de los aportes se reduzca y alcance un nivel estacionario. Así, en el futuro, el crecimiento del fondo debe ser generado, principalmente, por la rentabilidad, lo cual es una condición necesaria para la sostenibilidad del sistema. Al cierre del 2004, la rentabilidad ha aumentado su importancia en la composición del fondo, llegando a representar aproximadamente el 42%. De continuar con esta tendencia se espera que en los próximos años el peso de la rentabilidad en el fondo supere el 50%.

Entre los principales retos que enfrenta el crecimiento del SPP se encuentra la limitada disponibilidad de instrumentos en el mercado local y los límites regulatorios para invertir en el exterior.

Al respecto, cabe mencionar que el fondo de pensiones tiene más de 40% de los bonos en circulación y la oferta de nuevos instrumentos no alcanzaría para cubrir los vencimientos. Es decir, la tasa de crecimiento del fondo es mayor que la de las nuevas emisiones. Esta situación puede generar un exceso de liquidez mayor al actualmente existente, lo que disminuiría aún más los rendimientos de las inversiones en renta fija.

Por el lado de renta variable, los montos negociados en la Bolsa de Valores de Lima se han reducido de aproximadamente US\$ 4.402 millones en el 1997 a US\$ 1.262 millones en el 2004; mientras que la posición de las inversiones locales en renta variable en las carteras de los fondos de pensiones asciende a US\$ 3.059 millones (37% del fondo) al cierre del 2004. Para mantener constante la posición de renta variable local en el portafolio, en el 2005 las AFP deberían comprar aproximadamente US\$ 300 millones anuales, alrededor de un cuarto del total negociado en la bolsa de valores.

Por otro lado, los últimos años las ofertas públicas de nuevos valores han sido prácticamente inexistentes lo que configura una curva de oferta de acciones muy inelástica. Ello puede ocasionar que las AFP deban pagar precios cada vez más altos por acciones cuyos fundamentos no necesariamente los justifiquen. Esta situación de oferta restringida y demanda en crecimiento reduce la rentabilidad esperada que los fondos de pensiones pueden tener.

Adicionalmente a esta restricción de instrumentos disponibles, se tiene que el 89.5% del fondo se encuentra invertido en instrumentos locales, lo cual implica una sobre exposición al riesgo Perú. Esto ocasiona que el desempeño de la rentabilidad de los portafolios sea extremadamente sensible a *shocks* adversos sobre la economía peruana (económicos, políticos, etc.).

Esta sobre exposición se explica por los límites permitidos para la inversión en el exterior. Al respecto, la ley establece un límite de 20% para las inversiones del fondo en el exterior, pero el BCRP fija el límite operativo, el cual se ubica actualmente en 10.5%.

La ampliación de los límites de inversiones en el exterior permitiría mejorar los perfiles de riesgo a través de la diversificación y la implementación de estrategias de gestión óptimas que permitan coberturas sobre los riesgos existentes, reduciendo la volatilidad del rendimiento de las inversiones. Además, ello reduciría el exceso de demanda sobre instrumentos locales y eliminaría la transferencia de riqueza de los afiliados a los deudores (empresas y gobierno) mediante tasas de interés por debajo de los estándares internacionales. Desde luego, la diversificación sólo es posible a través de nuevos instrumentos y nuevos mercados. En este sentido, la ampliación de los límites de inversión en activos del exterior está completamente alineada con el objetivo principal del SPP que es la de proporcionar pensiones dignas ^{2/}.

Otro de los retos más importantes que tiene el SPP en el corto plazo es la implementación del esquema de Multifondos. A partir de la Ley N° 27988, publicada en junio de 2003, las AFP pueden ofrecer distintos tipos de fondos para los aportes obligatorios, dependiendo del perfil de riesgo que tenga cada afiliado. Los objetivos de los Multifondos son incrementar la oferta de productos, y por lo tanto la competencia entre las administradoras existentes, así como dar una mayor participación a los afiliados en el diseño de su portafolio de inversión.

Las AFP podrán ofrecer tres tipos de fondos de aporte obligatorio: (i) Fondo de Preservación de Capital (crecimiento moderado con poca volatilidad), (ii) Fondo Mixto (fondo actual con riesgo moderado) y (iii) Fondo de Apreciación de Capital (mayor rentabilidad con mayor riesgo). Estos fondos deberían estar completamente operativos en noviembre de 2005.

Para que los Multifondos puedan cumplir con el propósito para el que fueron creados y brinden alternativas de inversión significativamente distintas, se debe aumentar la diversificación en el mercado de valores, para lo cual se deberán desarrollar nuevos instrumentos. También será necesario ampliar el límite de inversiones en el exterior para tener acceso a una mayor cantidad de instrumentos con los que se puedan construir portafolios efectivamente diferenciados. Por otro lado, las AFP deberán aumentar sus servicios de asesoría y capacitación hacia sus afiliados, ya que son ellos los que estructurarán sus portafolios.

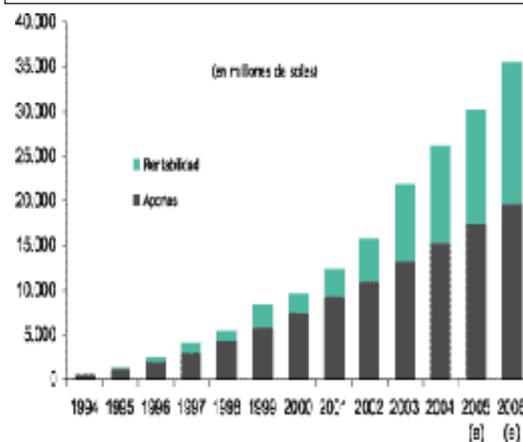
Bibliografía

- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS); Boletín estadístico número 11; Junio 2004.
- Martín, Miguel Ángel y Rivas-Llosa Roddy, "Un Balance del Sistema Financiero Peruano para el año 2004"; Consorcio de Investigación Económica y Social, 2005.
- Moreyra, Pablo y García, José; "Diseño de un esquema para el análisis y mejora de las relaciones estratégicas entre los distintos participantes del Sistema Privado de Pensiones"; Tesis para la obtención del grado de Magister en Administración de Empresas (no publicada); Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Escuela de Postgrado en Administración de Empresas, 2003.
- Morón, Eduardo y Carranza, Eliana; "Diez años del Sistema Privado de Pensiones (1993-2003): avances, retos y reformas"; Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico; 2003.
- Rivas-Llosa, Roddy y Camargo, Gonzalo; "Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano". Octubre 2002.
- Paz Soldán, Mariano; "Perspectivas del SPP y el Impacto del Sistema de Multifondos" Presentación ProCapitales realizada el 03 de marzo de 2004.
- Superintendencia de Banca y Seguros del Perú, Boletines Mensuales varios.

1/ A la fecha, una nueva AFP, perteneciente al grupo Credicorp, ha solicitado autorización para operar en el mercado.

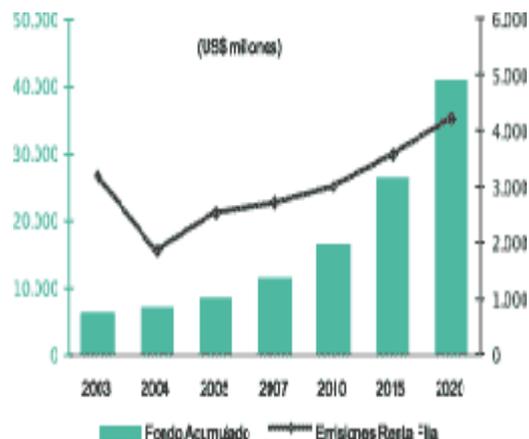
2/ Para una evaluación técnica del impacto de los límites en la combinación rentabilidad/ riesgo de los portafolios de las AFP se recomienda ver el trabajo de Rivas-Llosa y Camargo (2002)

Composición del crecimiento del fondo de pensiones



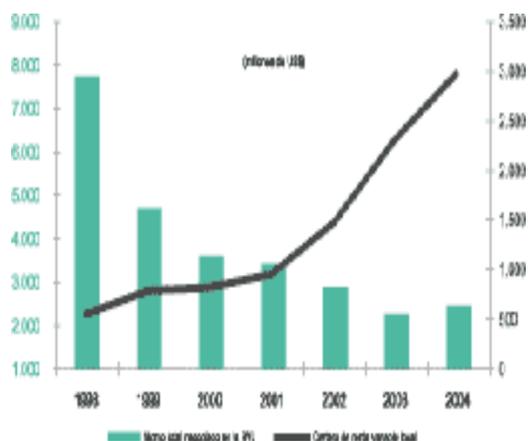
Fuente: SBS, Elaboración propia

Proyección del crecimiento del SPP y de las emisiones en el mercado local



Fuente: Conasev, Elaboración propia

Inversiones del SPP y la BVL



Fuente: SBS, BVL

Estadísticas Básicas y Proyecciones

Real	(variación % interanual)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Inflación	3,5	3,8	-0,1	1,5	2,5	3,5
Producto Bruto Interno	0,9	3,1	0,2	4,9	3,8	5,1
Demanda Interna	-3,1	2,4	-0,5	4,0	3,3	3,9
Consumo Privado	-0,4	3,9	1,4	4,4	3,1	3,3
Consumo Público	3,5	5,1	0,1	0,2	2,9	6,5
Inversión Privada	-15,2	-2,1	-4,5	0,1	5,4	9,4
Inversión Pública	6,2	-15,4	-22,9	-4,8	5,0	2,8

Fiscal	(% del PBI)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,5	14,7	14,3	14,4	15,0	15,2
Gasto Ctes. Gob. Central	15,9	15,6	15,1	14,7	15,0	14,7
Resultado Económico SPNF	-3,2	-3,2	-2,6	-2,3	-1,8	-1,1
Saldo Deuda Pública Externa	37,8	35,9	35,4	36,7	37,6	35,8

Monetario	(datos fin de período-variación % interanual)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Emisión Primaria	17,0	6,0	7,9	11,0	10,1	25,3
Crédito Total Sector Privado	6,7	-3,1	-4,5	0,1	-4,5	-0,3
RIN (Millones de US\$)	8.404	8.180	8.613	9.598	10.194	12.631

Externo	(millones de US\$)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Exportaciones	6.087	6.950	7.007	7.723	8.986	12.547
Importaciones	6.793	7.406	7.273	7.417	8.255	9.818
Balanza Comercial	-706	-455	-266	306	731	2.729
Balanza en Cta. Cte.	-1.519	-1.557	-1.184	-1.127	-1.061	-71
BBVA-MAP-PERU (índice)	89,7	87,1	89,2	87,6	97,6	103,1
T. de Cambio Fin de Período	3,51	3,53	3,45	3,51	3,47	3,28

Proyecciones							
	2004	2005(p)	2006(p)	2004	2005(p)	2006(p)	
(variaciones % interanuales)				(miles de millones US\$)			
PBI	5,1	4,4	4,0	Exportaciones	12,5	13,2	13,9
Consumo Privado	3,3	3,6	3,3	Importaciones	9,8	10,4	11,0
Inversión Total	9,4	7,0	6,0	Balanza Comercial	2,7	2,8	2,8
Producción Manufacturera	6,7	5,0	4,3	Balanza Cta. Cte.	-0,0	-0,1	-0,5
Inflación	3,5	2,3	2,5	Reservas	12,6	13,9	14,0

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Claves Macroeconómicas para 2005	Fundación Provincial	Caracas, Ene 05
Prespectivas Financieras 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, Ene 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, Feb 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, Feb 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, Mar 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, Mar 05

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perú: Perspectivas Económicas 2005	Seminario BBVA	Lima, Dic 04
Perspectivas para el 2005	Continental Bolsa	Lima, Ene 05
Tendencias Macroeconómicas	Misión Banco Mundial	Lima, Ene 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, Feb 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, Feb 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Banca Mayorista Global	Lima, Mar 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, Mar 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Economía Brasileña: doble reto	BBVA Chile	Santiago, Dic 04
Presentación Nuevas Publicaciones SEE	BBVA Uruguay	Montevideo, Dic 04
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	BBVA Continental	Lima, Dic 04
La incógnita del dólar	Banco Central de Reserva del Perú	Lima, Dic 04
Anjo o Demônio para América Latina	BBVA Brasil	Sao Paulo, Dic 04
Unlocking Credit: ¿ El vaso medio lleno o medio vacío?	Seminario BID-BBVA	Madrid, Ene 05
¿Están las estrellas alineadas?	IESE, Lazard Freres	Madrid, Ene 05
Brasil: una mirada estructural	ESADE	Barcelona, Feb 05
¿Son sostenibles los niveles actuales de tipos de interés?	Universidad de Oviedo	Oviedo, Feb 05
Situación del Mercado Inmobiliario e Hipotecario	Asociación para el Progreso de la Dirección	Barcelona, Feb 05
América Latina: la economía política de lo posible	BID	Washington, Feb 05
El Urbanismo en España	Asociación de Bancos de México	México, D.F., Mar 05
Retos de corto y largo plazo de la economía brasileña	Universidad de Deusto	Bilbao, Mar 05

México www.bancomer.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Panorama de la economía y los mercados en 2005	Cientes Corporativos	México, D.F., Ene 05
Mexico: outlook and challenges	Economistas de Bear Sterns	México, D.F., Ene 05
La economía y la industria automotriz en México	Ford Motor Company	México, D.F., Ene 05
Perspectivas de la industria textil en México	Grupo Textil Providencia	Tlaxcala, Ene 05
Perspectivas 2005	Jornadas de Asset Managment BBVA	Querétaro, Feb 05
¿Es China una amenaza para la economía mexicana?	Capem - Oxford Econometric Forecast	México, D.F., Mar 05
El escenario económico para el 2005: riesgos y oportunidades	Jornadas Anuales de Servicios Jurídicos BBVA	México, D.F., Mar 05
Outlook for Mexican Economy	Bank of Tokyo Mitsubishi	México, D.F., Mar 05
Integración económica México-EUA y más allá	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, Mar 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Agenda Interna y los TLC	Taller CAF - OEA	Cartagena, Feb 05
Chile: Perspectivas y riesgos	Banco de España	Santiago, Mar 05
Perspectivas Económicas 2005-06	Equipo Directivo PROVIDA	Santa Cruz, Mar 05
De la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	Viña del Mar, Mar 05

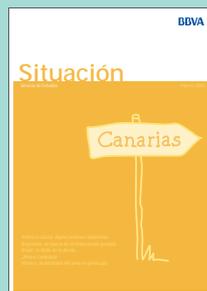
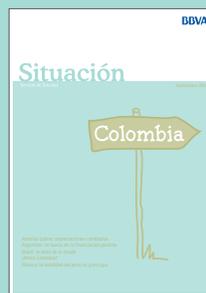
Interesados dirigirse a:

Gerencia de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17, San Isidro, T: 211-2042

www.bbvbanccontinental.com

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.