BBVA Banco Continental

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2005

La buena racha continúa... pero cuidado que termine en resaca

Revisión al alza de nuestras perspectivas de crecimiento

Legislación laboral: definiendo objetivos

Politica monetaria: ¿qué se espera para los próximos meses?

Contexto político y variables financieros

Artículo: un breve recuento de la evolución del crédito bancario y los retos aún pendientes

Indice

Fecha de Cierre: 22 de junio del 2005

Editorial

La buena racha continúa... pero cuidado que termine en resaca 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

Sólidos fundamentos y una revisión al alza en nuestras proyecciones 7
Algunas dudas empiezan a aparecer 9
Recuadro: legislación laboral definiendo objetivos 10
Recuadro: las remesas y su impacto en las economías receptoras 11
Inflación se dirige hacia el límite inferior 12

III. Entorno financiero

Política monetaria sin mayor novedad... ¿y para los siguientes que se espera? 13
Intervenciones cambiarias: ¿tipo de cambio fijo? 14
Recuadro: contexto político y variables financieras 15

IV. Artículo

Un breve recuento de la evolución del crédito bancario y los retos pendientes 17

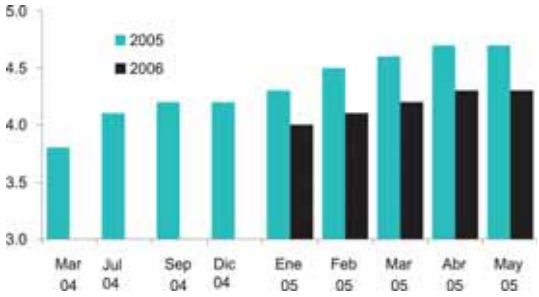
V. Estadísticas y proyecciones 20

VI. Indice de actividades 21

Han elaborado esta publicación

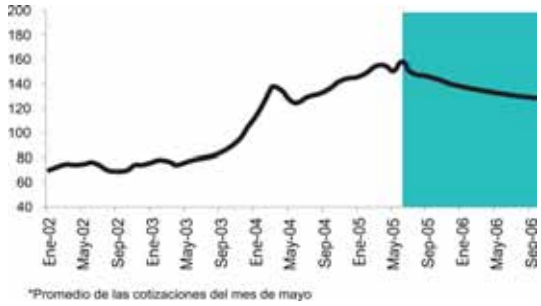
David Tuesta Cárdenas davidtuesta@continental.grupobbva.com
Hugo Perea Flores hperea@continental.grupobbva.com
Sergio Salinas Meza ssalinas@continental.grupobbva.com

Perú: Proyecciones de crecimiento (var. % interanuales)



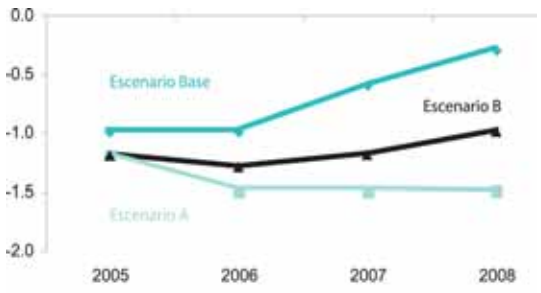
Fuente: Latinamerican Consensus Forecast

Cotización del cobre y futuros* (¢. US$ por libra)



Fuente: Reuters

Déficit fiscal: escenarios de riesgo según el MMM 2006-2008 (% del PBI)



- En el Escenario A, el PBI crece 3,5% en el periodo 2005-2008.
- En el Escenario B, se asume un incremento en la tasa de interés internacional de 1% anual.

Fuente: MEF

Editorial

La buena racha continúa ... pero cuidado que termine en resaca

Los recientes indicadores macroeconómicos confirman que la economía peruana continúa en buena forma. La actividad económica registra un crecimiento de 5,4% en el primer trimestre del año, sin presiones inflacionarias; las exportaciones se han incrementado en 34%; y, el resultado fiscal del Sector Público No Financiero arroja un superávit de 2,0% respecto al PBI. Los resultados se muestran claramente por encima de lo que el mercado pronosticaba inicialmente, y ya el consenso de analistas ha venido modificando al alza las perspectivas de crecimiento que se tenía para este año.

Si bien la economía peruana ha experimentado algunos avances estructurales, considerando las mejoras de las columnas monetaria y fiscal, los buenos resultados responden, en gran parte, a la dinámica de la economía mundial y al consecuente efecto sobre los términos de intercambio, indicador que irá desacelerándose lentamente, según parece señalarlo los mercados *forward*. En este sentido, no obstante es aún baja la probabilidad de una "frenada" brusca, se debe tener en cuenta que si ello se produjera, lo haría de sorpresa, por lo cual es necesario que en esta época de "vacas gordas" se tomen las previsiones necesarias para enfrentar los futuros *shocks*.

Considerando ello, el escenario doméstico debe estar al tanto de algunas señales de riesgo que se pueden presentar en el horizonte, tales como: el ajuste de tasas de la Reserva Federal, que las llevaría a 4,0% al finalizar el año y a 4,5% el 2006; el lento ajuste fiscal de la economía norteamericana y los grados de libertad de ésta para financiar su cuenta corriente; y, el temido ajuste que pudiera presentarse en China, sobre el cual se especula respecto a su sostenibilidad, mientras soportan presiones para sincerar el Yuan. En el ámbito interno, las próximas elecciones presidenciales de abril y mayo (segunda vuelta), añaden un ingrediente adicional de incertidumbre. Ello toma relevancia particular si se considera que en el 2006 habrán elecciones en países latinoamericanos, siendo uno de ellos Brasil, quien por su importancia tiende a contagiar financieramente a sus vecinos.

Se debe tener en cuenta que el Perú es todavía una economía vulnerable, a pesar de las mejoras, con un alto nivel de dolarización (75% del crédito bancario), elevado endeudamiento público (43% del PBI) y fuerte carga anual del servicio de la deuda externa (3,7% del PBI). Si bien se ha venido aprovechando el escenario expansivo para reducir estas vulnerabilidades, es responsabilidad de los hacedores de la política económica el continuar con este comportamiento y evitar sucumbir ante el juego de la economía política de elevar, por ejemplo, gastos permanentes con ingresos fiscales extraordinarios. La reciente carta del Banco Central de Reserva (BCR) al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), con motivo de la aprobación del Marco Macroeconómico Multianual 2006-2008 (MMM), advirtiendo este tema, es una alerta que el mercado ya empieza a percibir con preocupación a partir de la aprobación de incrementos salariales y beneficios laborales a diferentes sectores del aparato estatal. Si bien estas medidas no pondrán en riesgo el cumplimiento de la meta de déficit fiscal para el 2005, sí sembrarían algunas dudas respecto a la sostenibilidad de éste en los siguientes años.

En el MMM se han realizado algunos ejercicios de sensibilidad en caso se produjera escenarios de menor crecimiento o de mayores subidas de tasas de interés, mostrando el desvío que podría producirse respecto a las metas. Ningún escenario, sin embargo, considera lo que podría pasar si el gobierno cede a mayores demandas de gasto. Confiamos todavía en la sensatez económica de la presente administración de no dejar al futuro gobierno (y al país) un escenario de mayores dificultades.

En esta edición....

La economía lleva, al cierre de marzo, 45 meses de crecimiento continuo. En la medida que la fase expansiva continúa extendiéndose, surgen preguntas respecto al ritmo y duración que describirá en los siguientes meses. En gran parte, la respuesta se halla en las perspectivas que se tenga sobre el contexto mundial. Es así que en nuestra sección de **Entorno internacional**, discutiremos las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, en especial de la economía norteamericana, teniendo en cuenta las tendencias probables del ajuste de tasas de interés, los problemas con el déficit en cuenta corriente, las perspectivas de financiamiento, y la valoración de los principales riesgos que podrían enfrentarse. Este escenario será importante para entender el contexto de la economía latinoamericana, que todavía continúa creciendo, pero donde podrían percibirse algunos riesgos al aproximarse contiendas electorales en la mayoría de países. Asimismo, se destaca que el actual crecimiento económico de la región también estaría respondiendo a la aplicación de una serie de reformas estructurales, tales como la mayor apertura comercial, el orden en las cuentas del sector público, la adecuada aplicación de la política monetaria, entre otras.

En la sección de **Entorno macroeconómico**, evaluamos la mejora en las perspectivas para el 2005-2006, considerando la extensión del ciclo de expansión a partir de un menor ritmo de desaceleración de la economía mundial, respecto al escenario originalmente observado a comienzos de año. En general, esta mejora relativa nos ha llevado a revisar al alza nuestras proyecciones para el 2005 y 2006. Consideramos que si bien existen algunos factores de riesgo en el ámbito internacional (ajuste de Estados Unidos y China) y en el ámbito doméstico (deterioro del déficit fiscal, escenario político), estos aún mantienen una probabilidad de ocurrencia baja. Dentro de este ámbito, tratamos de aislar algunos temas para analizarlos de manera más detenida en dos recuadros. El primero, está referido a la "Legislación laboral: definiendo objetivos", tema de vital relevancia, considerando el debate que busca establecer cambios en la legislación laboral peruana. El segundo recuadro analizará otro tema importante, relacionado a "Las remesas y su impacto en las economías receptoras", a partir de la importancia que viene cobrando estos flujos provenientes del exterior en la actividad económica.

En la parte del **Escenario financiero**, analizaremos el actual contexto de la política monetaria, así como los sesgos que podrían presentar en el horizonte inmediato, tomando en cuenta los riesgos hacia la baja de la inflación, las perspectivas de tasas de interés y la política de intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Finalmente, elaboramos un recuadro sobre el "Contexto político y variables financieras". Este trabajo es un adelanto de una investigación que se viene llevando a cabo en el Servicio de Estudios y que permite entender las características que tienen los *shocks* de política sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés, los índices bursátiles y el riesgo país.

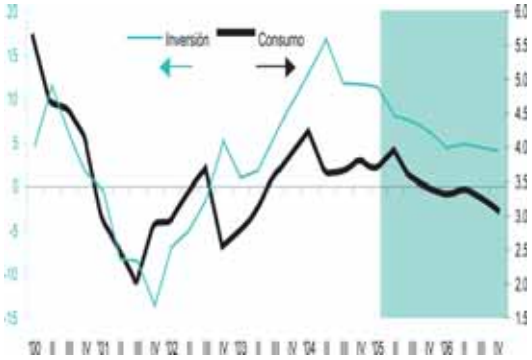
Al final, se presenta en la sección de **Artículo**, "Un breve recuento de la evolución del crédito bancario y los retos aún pendientes", que pone en relieve los avances logrados en los últimos años, así como los temas que aún faltan desarrollar. Del artículo se desprende que la crisis en los años noventas generó una fuerte contracción en el crédito del sistema bancario, la cual se ha empezado a revertir de manera gradual. De igual manera se analizan algunos de los limitantes que podrían desacelerar la expansión del crédito: (i) la aparición de nuevas alternativas de financiamiento, (ii) los problemas de información tanto para el acreedor como para el deudor, y (iii) el alto grado de dolarización de la economía. El conocer estos temas permitirá encontrar las fórmulas que deben seguirse para hacer del crédito un instrumento más accesible para las familias y empresas del país; ello"ayudará a que los agentes empleen sus recursos de manera más eficiente tanto en sus decisiones de ahorro como de inversión.

Perú: indicadores macroeconómicos (var interanuales)

	2004	2005	2006
Demanda Interna	3.8	5.3	4.5
Consumo Privado	3.4	4.2	3.9
Consumo Público	3.8	6.0	2.0
Inversión Privada	9.3	9.0	7.5
Inversión Pública	5.5	9.6	3.2
PBI	**4.8**	**5.3**	**4.5**

Fuente: BBVA Banco Continental

Gasto personal en consumo e inversión privada
(var. % real)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Productividad y costos laborales unitarios
(var. % real)

Fuente: Bureau of Labor Statistics

Inflación subyacente
(Var. % anual)

Fuente: Bureau of Labor Statistics

I. Entorno internacional

Estados Unidos: moderándose el crecimiento

En los últimos meses, la volatilidad de los indicadores económicos ha generado cierta incertidumbre sobre el ritmo de expansión económica. No obstante, la economía se ha desempeñado favorablemente y los fundamentos económicos continúan sólidos. Los datos siguen apoyando la expectativa de que el dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en el 2005-2006, período en el que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque su ritmo será menor al del 2004. El primer factor de apoyo será la productividad, que aunque su ritmo de expansión disminuyó en el primer trimestre del año hasta 2,5%, se encuentra en línea con las expectativas y sigue siendo alto. Ello permitirá mantener las ganancias en el ingreso real de las familias, tanto por las mayores compensaciones reales como por el razonable incremento en el empleo, lo que apoyará el consumo privado. Asimismo, este último componente de la demanda también se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas, ante la posibilidad de extraer valor tomando hipotecas más elevadas a tasas reducidas, aunque dicho efecto posiblemente se irá agotando. Por su parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá reforzando la expansión del gasto en bienes duraderos.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó después de la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

De igual manera, las importaciones se irán desacelerando en la medida que lo hagan el consumo y la inversión privada. Estas también disminuirán en valor al bajar el precio de los energéticos en los próximos trimestres. Lo anterior implica que la contribución negativa del déficit externo se irá reduciendo gradualmente durante los próximos trimestres.

La inflación subyacente permanecerá contenida

La tendencia de moderación de la tasa de crecimiento de la productividad ha generado preocupación por su impacto en los costos laborales, que en el primer trimestre del año crecieron 4.3% interanual, el mayor aumento desde mediados del 2000. Esta preocupación tiene razón de ser por la evidencia empírica que muestra como el *shock* positivo de la mayor productividad en la década de los 90 permitió que la inflación fuera menor en casi 1,5 puntos porcentuales a la que hubiera existido en ausencia de ese *shock*, lo que plantea dudas sobre cómo evolucionaría la inflación con crecimientos de productividad más moderados. A pesar de esta preocupación, la compensación laboral por hora ha exhibido pocos signos de aceleración en este periodo: la tendencia a la baja en la variación anual de los salarios desde mediados del 2000 no ha tenido una inflexión y su aumento interanual está estable en niveles cercanos a 2,5%.

Ante la duda de si los incrementos en los costos laborales unitarios se van a trasladar a los precios finales, nuestro escenario central considera que la inflación subyacente se mantendrá contenida, ya que los incrementos en estos costos serán absorbidos en gran medida por una caída en los elevados márgenes de utilidad de las empresas. Este escenario no está exento de riesgos y el grado de transmisión de costos a los consumidores dependerá también de la fortaleza del consumo, que estimamos será moderada, y del grado de utilización de los recursos en la economía. Así, mantenemos nuestro escenario de inflación subyacente contenida: 2,3% y 2,1% promedio en el 2005 y 2006, respectivamente. Este escenario de estabilidad en la inflación subyacente contrasta con la situación de la inflación general, que ha registrado presiones mayores a las esperadas por los elevados precios de los energéticos (el petróleo WTI ha promediado $52 por barril durante el primer semestre del año, 20% más que la estimación de fines de 2004).

Suponiendo un escenario en el que el precio del petróleo se situara en niveles similares al promedio de lo que va del año, la inflación general promediaría 3% en el 2005, tres décimas mayor a la previsión actual. En este entorno, el mayor riesgo sería que las presiones se transmitieran a las expectativas de inflación y a los precios subyacentes.

Tasas de interés de largo plazo y el dólar: la incógnita continúa

Tras el repunte observado en marzo, las tasas de interés de largo plazo han vuelto a descender hasta situarse en niveles del 4% en Estados Unidos. ¿Cuáles han sido las razones que han llevado a los bonos a estos niveles de rentabilidad?

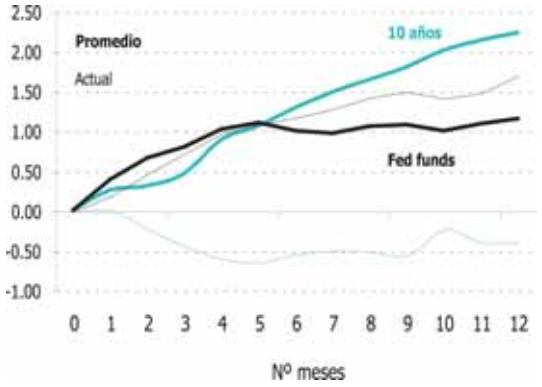
En primer lugar, debe destacarse, el cambio en las expectativas de política monetaria por parte del mercado. Las subidas de tasas de interés de la Fed descontadas por los mercados de futuros se han moderado significativamente, dada la estabilidad de la inflación subyacente, las incertidumbres sobre la evolución de la actividad y la reciente apreciación del dólar. Por su parte, la zona euro, con una inflación bajo control, y con decepción en los datos de confianza y actividad, retrasa las expectativas de subidas de tasas hasta el segundo semestre de 2006, con probabilidades de incluso reducirse en un contexto de incertidumbre institucional a partir del "No" en el Referéndum francés y holandés.

En segundo lugar, también los movimientos de flujos de capital han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. Ello en parte por la revisión a la baja de los *ratings* de General Motors y Ford, así como al incremento de la demanda por deuda pública por parte de los bancos centrales asiáticos. Por último, es posible que la mayor globalización esté favoreciendo también una reducción de las tasas de interés reales, dado el elevado ahorro mundial por parte de las economías emergentes y asiáticas, que logran más que compensar el descenso del ahorro de los países desarrollados, todo ello en un contexto en el que los inversionistas reducen su sesgo doméstico. No obstante, es difícil cuantificar el impacto de este factor. En consecuencia, estos factores harán que las tasas de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada. En EE.UU. se situarán en el 4,5% al finalizar 2005 y en el 5,2% al finalizar 2006. Por su parte, en la UEM, las tasas a 10 años previsiblemente no superarán el 3,5% en 2005.

El diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y la UEM se mantendrá en niveles altos, lo que implica que el dólar podría encontrar un elemento de soporte. Después de tres años en los que la depreciación del dólar frente al euro se ha basado en el temor a un ajuste brusco de la economía de EE.UU., consecuencia del elevado déficit corriente, este factor parece estar perdiendo peso en la actual dinámica de las monedas. Una mayor complacencia con el déficit corriente de EE.UU. deriva de la conjunción de diversos factores. En primer lugar, de la extensión de la idea de que una gran parte de este déficit es estructural, resultado de la globalización, y, en particular del exceso de ahorro de las economías en desarrollo, Europa y Japón. En segundo lugar, por un menor pesimismo en relación al déficit público en EE.UU. En tercer lugar, porque la balanza de rentas de EE.UU. sigue siendo superávitaria. Finalmente, el balance de productividad seguirá favoreciendo a EE.UU., consecuencia de la difusión de la tecnología en el sector servicios. Además, las perspectivas de una revaluación del yuan chino, que indudablemente han aumentado, podrían limitar la presión apreciatoria que el euro ha experimentado en los últimos tres años.

A pesar de todos estos argumentos, tanto el nivel del déficit como el hecho de que siga financiándose sin flujos de inversión directa hacia EE.UU., generan un elemento importante de cautela en las proyecciones a medio plazo del dólar. Así. la previsión para el dólar-euro se sitúa en el rango 1,20-1,25 para fin de este año. El rango para 2006 es 1,17-1,25, señalando una consolidación del dólar en torno a los niveles alcanzados a mediados de junio.

EE.UU.: evolución tasas de interés en los ciclos alcistas (pb. acumulados desde la primera alza)

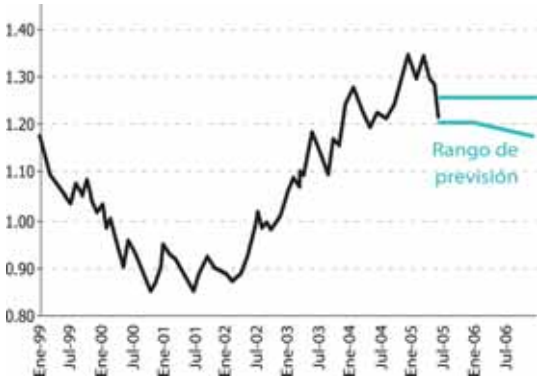


Fuente: Reserva Federal

EE.UU.: tasas reales y nominales a 10 años (en porcentaje)

Fuente: Bureau of Labor Statistics

Tipo de cambio Dólar-Euro (S/. por €)



Fuente: Bloomberg y BBVA

Situación Perú

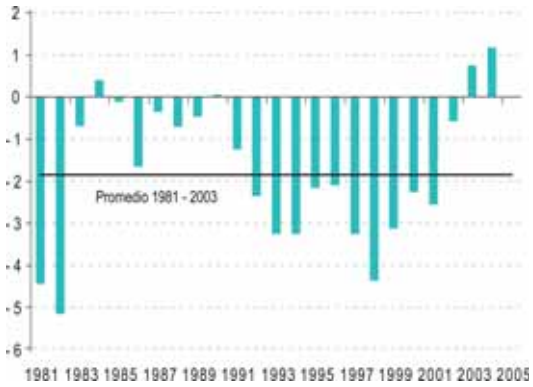
Crecimiento PBI Latam (var. % anual)

	2004				2005
	I	II	III	IV	I
ARGENTINA	11,3	7,1	8,7	9,1	8,0
BRASIL	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
CHILE	4,6	5,3	7,0	7,3	5,7
COLOMBIA	4,0	4,9	3,0	4,1	4,1
MEXICO	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4
PERU	5,1	3,5	5,0	6,8	5,4
VENEZUELA	34,0	14,0	14,1	11,2	8,7
URUGUAY	14,3	12,4	12,5	7,0	
LATAM *	**6,9**	**5,6**	**6,2**	**5,9**	**4,1**

* Media ponderada de los 7 países

Fuente: Cuentas Nacionales de los diversos países

Balanza por cuenta corriente Latam (% del PBI)



Fuente: Cuentas Nacionales de los diversos países

Metas de inflación en Latam

	Objetivo de inflación para 2005 (%)	Inflación actual (%)	Tasa de interés real a corto plazo (%)
Perú	2,5+/-1,0	1,8	1,3
Chile	3,0+/-1,0	2,7	0,7
México	3,0+/-1,0	4,6	4,8
Colombia	5,5+/-0,5	5,0	1,9
Brasil	5,1+/-2,0	8,1	10,1
Argentina	5-8	8,6	-5,2
Venezuela	---	17,4	-7,4

Fuente: Diversos bancos centrales y BBVA

Perspectivas para América Latina

América Latina vive un momento atípico en su historia económica: por primera vez en cuarenta años la región crece dos años seguidos y lo hace de manera sincronizada. Varios son los factores que pueden explicar este fenómeno (ver Latinwatch, Segundo Trimestre 2005). Entre ellos podemos mencionar factores coyunturales como el buen entorno internacional o la favorable evolución de las materias primas, pero también han sido importantes los cambios estructurales en la región. Aunque se comienza a observar una moderación del crecimiento, éste se mantiene todavía relativamente alto.

En general, durante 2005 se prevé que la buena coyuntura externa le siga siendo propicia a América Latina. Por ejemplo, en los primeros cinco meses del año, los precios del petróleo, café y cobre (65% de las exportaciones de materias primas de la región), se mantuvieron en niveles históricamente elevados en términos nominales. Más aún, se espera que durante la segunda mitad del año los precios de estos bienes se reduzcan moderadamente, aunque los niveles seguirán siendo favorables para las economías de la región.

¿Sólo un impulso cíclico?

El ciclo favorable en América Latina encuentra soporte en una serie de factores con un grado de interrelación significativo. El crecimiento económico mundial, impulsado fundamentalmente por Estados Unidos y China, ha supuesto un *shock* positivo para la región que le ha beneficiado tanto en volumen de exportaciones, como en mayor presión de demanda impactando al alza sobre el precio de las materias primas. De forma paralela, el elevado grado de liquidez y el reducido nivel de aversión al riesgo a escala internacional, han impactado positivamente en las condiciones de financiación de la región. Sin embargo, el buen cuadro macroeconómico que presenta hoy la región, no puede ser explicado solamente por factores exógenos y coyunturales. Buena prueba de ello es la situación de la balanza por cuenta corriente, que después de ser históricamente negativa, es ahora superavitaria, respondiendo en parte al mayor grado de apertura comercial, que ha dado como resultado un sector exportador más competitivo y donde las manufacturas representan el 60%, versus el 50% de hace una década. Asimismo, una política presupuestaria más responsable ha conducido a la sustancial reducción del déficit público que en apenas un lustro ha girado de cifras en torno al 3% del PBI a situarse cerca de dos puntos por debajo, con el consecuente descenso del nivel de deuda externa contraído.

La mayor ortodoxia fiscal ha encontrado un saludable acompañamiento en la implementación de políticas monetarias responsables. El resultado de ambas ha sido una drástica reducción de la inflación, que desde finales de los noventa es habitual que marque cifras de un solo dígito en términos agregados. La contención en el crecimiento de los precios reduce la incertidumbre de los agentes económicos y favorece el desarrollo de instrumentos financieros a largo plazo en moneda local. Esta mayor estabilidad se ha trasladado al sistema bancario, que ha visto reducida de forma significativa la morosidad en sus préstamos, por debajo de los registrados en Asia.

Los mercados están capitalizando el buen comportamiento de América Latina. Recientemente, y de forma contraria a otros episodios históricos, la región ha mostrado una meritoria fortaleza ante la subida de tasas de interés en Estados Unidos. El repunte de rentabilidades en la curva americana no ha estado acompañado, como ocurrió en la crisis de 1994-1995, con un movimiento al alza de la prima de riesgo en la región. La ruptura de esta correlación en la parte final de 2004 y períodos de independencia con relación a los títulos *High Yield* estadounidenses durante 2005, muestran un mayor grado de credibilidad entre los inversores internacionales.

II. Entorno macroeconómico

Sólidos fundamentos económicos en el primer trimestre...

La información sobre la actividad económica del primer trimestre demuestra que la fase de expansión continúa de manera sólida. Así, en los tres primeros meses del año, el producto registró una tasa de crecimiento interanual de 5,4%, con lo que la economía acumula 45 meses consecutivos de tasas positivas. Cabe agregar que la actual fase de expansión se viene constituyendo como el periodo de crecimiento continuo más largo de los últimos 30 años.

El dinamismo que viene mostrando la actividad tiene como principales sustentos a la demanda externa, así como a la inversión del sector privado. Sobre el buen desempeño del sector exportador, es importante resaltar que éste no sólo se explica por los altos precios de los *commodities*, sino también por una mayor oferta y variedad de productos de exportación con mayor valor agregado, tales como los textiles, que se han visto beneficiados por el acuerdo temporal de preferencias arancelarias (ATPDEA) con Estados Unidos. Cabe indicar que este acuerdo finaliza en diciembre del 2006, por lo que sería primordial culminar las negociaciones de un tratado de libre comercio (TLC) con dicho país, para así poder prolongar de manera indefinida algunas de las ventajas que actualmente se tienen bajo el ATPDEA. De esta forma, las exportaciones tradicionales registraron un crecimiento interanual cercano al 40%; mientras que las no tradicionales se expandieron en 25%.

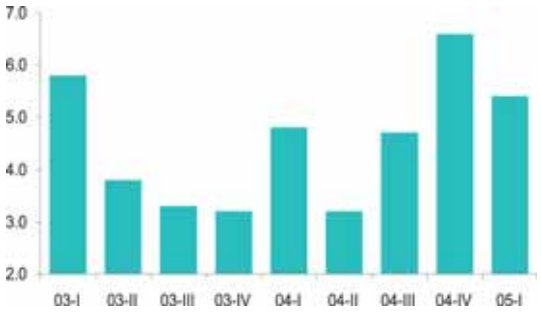
Por su parte, la inversión privada registró en el primer trimestre un incremento de 7,7%, continuando con la tendencia positiva iniciada desde mediados del 2002. En lo que va del año, los grandes proyectos de inversión han estado ligados al sector minero e hidrocarburos, destacando los proyectos de Alto Chicama, el cual estaría iniciando su producción a finales de año, la modernización de los procesos de extracción y recuperación del metal en Toquepala, así como Camisea y Antamina.

De igual manera, destaca la inversión en infraestructura vial y residencial, así como la que han venido realizando empresas (ampliaciones de planta y adquisición de maquinaria nueva) que se están preparando para aprovechar las ventajas que podría dar la posible firma de un TLC. Esto último se vio reflejado en el aumento de las importaciones de maquinaria y equipo, las que se incrementaron en más de 20%.

Las mejoras registradas en el empleo y en las perspectivas económicas de la población permitieron que el consumo privado registrara una expansión de 4,0%. Asimismo, dicha expansión también se vio reflejada en diversos indicadores, tales como el crecimiento de los créditos de consumo, de las importaciones de bienes de consumo, en las mayores ventas de vehículos nuevos y en la mayor producción de bienes de consumo masivo (productos de tocador y limpieza, lácteos, entre otros).

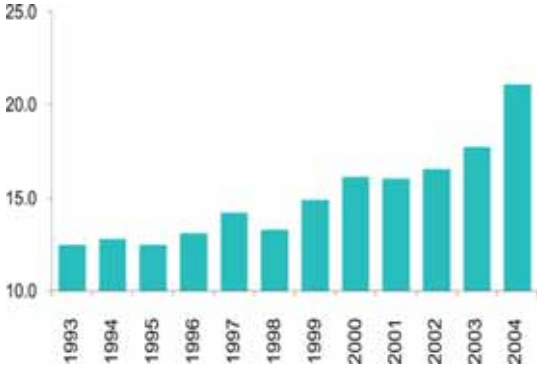
Sobre la evolución del mercado laboral, el Ministerio de Trabajo señala que el empleo en las empresas con más de 10 trabajadores creció aproximadamente 4,0%, gracias al mayor dinamismo observado en provincias (especialmente en Ica, Iquitos y Piura) respecto a Lima Metropolitana.(Ver Recuadro: *"Legislación Laboral: Definiendo Objetivos"*).

PBI trimestral (var.% interanual)



Fuente: Banco Central de Reserva

Exportaciones (% del PBI)

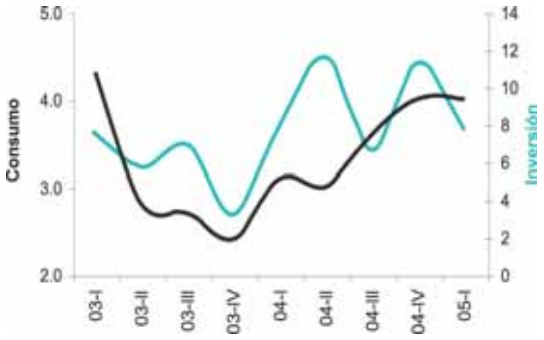


Fuente: Banco Central de Reserva

Demanda agregada: últimos datos trimestrales

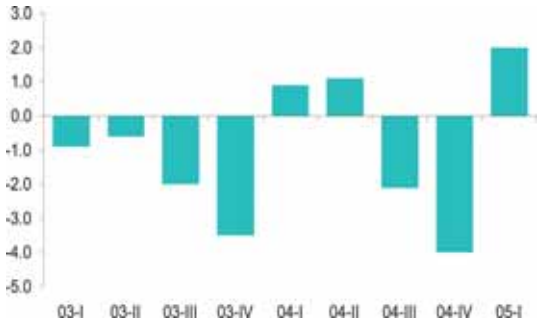
(% anual)	II-04	III-04	IV-04	I-05
Consumo total	3,0	3,9	4,1	4,3
Privado	3,0	3,6	4,0	4,0
Público	3,3	6,5	4,8	10,6
Formación Bruta de Capital Fijo	7,5	8,0	13,7	7,6
Privada	11,7	6,6	11,3	7,7
Pública	-13,1	16,1	23,1	7,0
Demanda Interna	**4,0**	**3,0**	**5,3**	**6,9**
Exportaciones de Bienes y Servicios	5,8	17,7	21,3	19,9
Importaciones de Bienes y Servicios	11,6	10,1	15,8	16,3
PBI	**3,2**	**4,7**	**6,8**	**5,4**

Consumo e inversión privada (var.% interanuales)



Fuente: Banco Central de Reserva

Resultado del sector público no financiero (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

Sin embargo, se considera que la presencia de menor flexibilidad en la legislación laboral estaría dificultando el acceso al empleo formal.

Por el lado del sector público, se incrementó el gasto corriente, especialmente en el rubro de remuneraciones; así como los mayores recursos destinados a proyectos de inversión por parte del Gobierno Central y de los gobiernos locales. Si bien los mayores niveles de gastos observados no implicaron un desequilibrio en las cuentas fiscales, ya que el resultado final fue un superávit equivalente al 2,0% del PBI, si podrían generar presiones a futuro.

Asimismo, es importante mencionar que la oferta de prepago de deuda por aproximadamente US$ 2 000 millones con el Club de París ya ha sido aceptada. Se estima que dicha operación le permitiría al Gobierno un alivio, por concepto de servicio de deuda, de aproximadamente US$ 400 millones anuales en los próximos 5 años, mejorando así el perfil de obligaciones externas que tiene el sector público.

... nos hacen revisar las perspectivas de crecimiento económico para el 2005-2006

La economía peruana viene desarrollándose en un contexto en el que los precios de la mayoría de nuestros principales productos de exportación, particularmente los mineros, continúan creciendo. Asimismo, las condiciones macroeconómicas estables y el crecimiento de los ingresos y del empleo han propiciado un ambiente que promueve la confianza del inversionista y del consumidor.

Si a ello se le añade un escenario internacional que muestra indicios de un menor ritmo de desaceleración en la economía mundial, respecto al previsto a comienzos de año, se configura un contexto en donde se dan todas las condiciones necesarias para que la economía pueda incrementar su ritmo de expansión, inclusive a una tasa superior a la registrada en el año anterior.

Por ello, hemos realizado una revisión al alza de nuestras proyecciones del crecimiento económico peruano para el periodo 2005-2006. Se estima que la actividad estaría creciendo 5,3% este año y 4,5% en el próximo, frente al 4,4% y 4,0% previsto anteriormente.

Este significativo incremento en nuestras previsiones, responde, por un lado, a que los precios de los *commodities* se han mantenido en niveles históricos máximos, y no muestran signos de correcciones importantes, tal como se venía anticipando en los meses previos. Asimismo, el impacto de la mayor penetración de textiles chinos en el mercado estadounidense no ha producido, hasta este momento, un desplazamiento de los productos peruanos (dado que ambos apuntan a diferentes tipos de consumidores). Ello ha incrementado nuestras perspectivas sobre el dinamismo de las exportaciones, tanto de productos tradicionales como no tradicionales.

Además, se considera que los flujos de divisas provenientes del exterior, tales como las remesas, seguirán mostrando un crecimiento sostenido, reforzando sus efectos positivos en el consumo y en la actividad económica de las familias que las perciben (Ver Recuadro *"Las Remesas y sus Efectos en las Economías Receptoras"*).

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	II-04	III-04	IV-04	I-05
PBI	**3,2**	**4,7**	**6,8**	**5,4**
Agropecuario	-5,4	-0,8	2,8	3,0
Pesca	32,4	46,2	27,0	1,3
Minería	2,8	1,4	5,0	0,8
Manufactura	6,0	6,3	9,1	6,7
- Primaria	7,8	2,7	5,5	-3,3
- No Primaria	5,8	7,4	10,3	6,7
Construcción	4,0	3,5	4,4	4,7
Comercio	2,1	5,4	9,2	4,8
Servicios	2,6	5,2	6,5	6,8

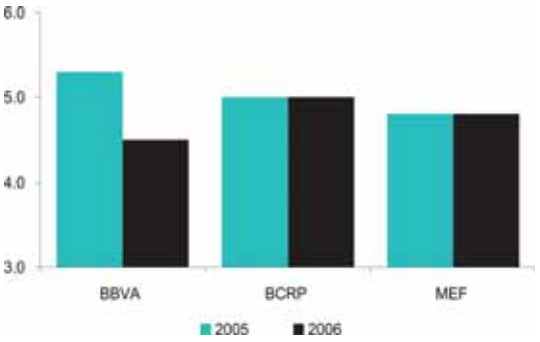
Por el lado de la inversión privada, se espera que crezca a tasas de 9,0% en el presente año, gracias a la implementación de diversos proyectos importantes como la segunda fase de Camisea y los de infraestructura vial, que el Gobierno dará en concesión al sector privado en el transcurso del año.
Asimismo, se prevé que las mayores ventas y utilidades, así como la mejoría observada en las expectativas empresariales, impulsarán a las firmas a seguir realizando proyectos de renovación y ampliación en su capacidad productiva para responder a los mayores niveles de demanda.

Sin embargo, algunas dudas empiezan a aparecer

La revisión al alza de nuestras previsiones está acompañada de una menor probabilidad de ocurrencia que se asigna a eventos desfavorables que podrían afectar la economía peruana.
De darse un ajuste abrupto en las principales economías mundiales, Estados Unidos y China, ello afectaría los canales financieros y comerciales con los que cuenta el Perú. No obstante, en el contexto actual es muy prematuro anticipar que algo de ello se pueda presentar en el corto plazo.
Adicionalmente, se debe tener en cuenta que en la actualidad el Perú se encuentra en mejores condiciones macroeconómicas y financieras para afrontar un escenario de *stress* comparado con años anteriores (crisis a finales de los noventas).
En el plano local, el riesgo político se ha reducido de manera gradual, pese a la proximidad de las elecciones presidenciales. Ello estaría respondiendo al actual "divorcio" entre el ámbito político y el económico, por lo que se prevé que los márgenes para que el clima político llegue a afectar el crecimiento de la actividad económica son claramente limitados.
Asimismo, en el recuadro *"Contexto Político y Variables Financieras"* se hace una simulación del impacto de un *shock* político en las principales variables financieras. Los resultados indican efectos reducidos y de corto plazo, confirmando lo mencionado anteriormente.

Sin embargo, en las últimas semanas ha surgido el temor de que el Gobierno empiece a descuidar las cuentas fiscales. Como se sabe, en este año se ha registrado un importante flujo de ingresos tributarios no presupuestados (entre S/. 700 y S/. 800 millones por concepto de regularización del Impuesto a la Renta), los cuales debieran ser destinados a seguir reduciendo el déficit fiscal, tal como se indica en la Ley de Responsabilidad Fiscal. De darse esta situación, se estaría dado un mensaje positivo a los mercados, al demostrar la construcción de instituciones fiscales sólidas.
Lamentablemente, pareciera que ese no va a ser el caso, ya que en el Marco Macroeconómico Multianual, elaborado por el MEF, se proyecta un incremento del gasto público por encima del nivel permitido por ley. Ello estaría sentando un mal precedente para el Gobierno, más aún estando a inicios de un proceso electoral. Cabe indicar que, pese a esta situación, es muy probable que el Ejecutivo logre cumplir con la meta de déficit para este año, la cual equivale al 1,0% del PBI.
No obstante, se considera que el posible incremento en los gastos rígidos, tales como sueldos y salarios, generaría más complicaciones en el manejo de las arcas fiscales de los próximos años, lo que podría verse traducido en la creación de nuevos impuestos y/o mayores tasas impositivas para los contribuyentes.

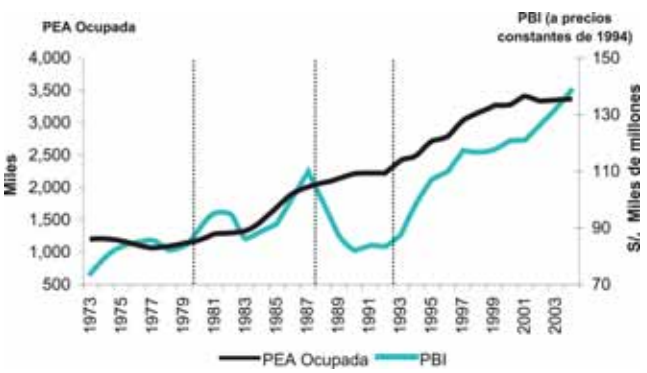
Previsiones de crecimiento económico (var.% interanuales)



Fuente: BBVA, BCRP y MEF

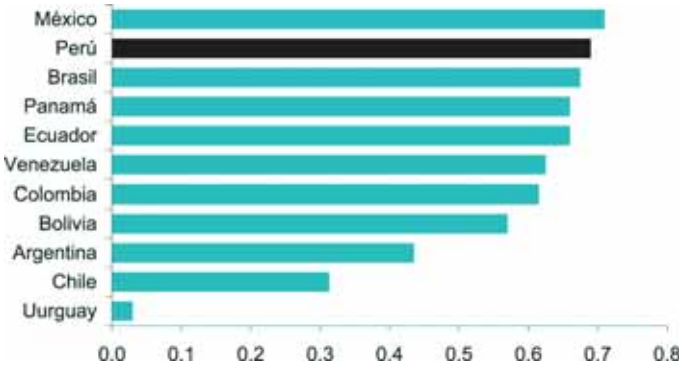
Legislación laboral: definiendo objetivos

PEA ocupada en Lima Metropolitana y PBI Perú



Fuente: Banco Central de Reserva

Índice de protección de la estabilidad (valores entre 0 y 1)



Fuente: Djankov et al. (2003) y BID (2004)

La justificación económica para la intervención del Estado en el mercado laboral son las fallas que éste presenta, y que no le permiten funcionar como un mercado competitivo. Por ejemplo: (i) posiciones de poder de mercado de algunas de las partes, (ii) problemas de información asimétrica, y (iii) el producto que se transa no es homogéneo. Jaramillo (2004) sostiene que, adicionalmente, la legislación laboral se concibe como un instrumento que asegura que los individuos cuenten con derechos fundamentales mínimos.

A manera de síntesis de estos dos puntos, Pagés y Saavedra (2004) mencionan que las normas laborales deben buscar un equilibrio entre protección de derechos laborales y el correcto funcionamiento del mercado.

Legislación Laboral en el Perú y Evolución del Empleo

Durante la década de los 70 se implementaron un conjunto de normas laborales sumamente restrictivas, principalmente estabilidad laboral absoluta a través de elevados costos de despido. Adicionalmente, los costos laborales se incrementaron notablemente por la imposición de costos no salariales. Maruyama y Saavedra (2000) mencionan que, como resultado, el Código Laboral peruano fue catalogado como uno de los más restrictivos y proteccionistas de América Latina. En el gráfico de la izquierda se puede observar la manera en que la legislación vigente entre 1973 y 1991, afectó la respuesta del empleo a las fluctuaciones del producto. En la mayor parte de este periodo, de gran rigidez laboral, se registró un divorcio entre estas variables. Así, por lo general, las recesiones no eran seguidas de caídas significativas en los niveles de empleo; tampoco durante las expansiones se observaron incrementos importantes de la PEA ocupada. Esta evolución parece estar ligada al marco regulatorio vigente en esa época, sumamente proteccionista, el cual desalentaba la creación de empleo.

A partir del año 1991 se empiezan a implementar un conjunto de reformas para flexibilizar el mercado de trabajo en el Perú que, de acuerdo a Maruyama y Saavedra (2000), le permitieron ubicarse como uno de los países con mayores avances en este aspecto. Las reformas permitieron una reducción de los costos de despido (abolición de la estabilidad laboral), se facilitó el uso de contratos temporales y se redujo el poder de los sindicatos. Bajo el nuevo marco laboral, se observó una aceleración en la tasa de crecimiento de la PEA ocupada entre 1993 y 1998, lo que compensó de la significativa reducción del empleo en el sector público y mantuvo constante la participación del empleo informal (aunque en niveles elevados). Luego, desde 1999 nuevamente se observa un periodo de estancamiento, lo que llama la atención porque en los últimos años el producto ha mostrado un gran dinamismo.

Si bien la reforma iniciada en 1991 favoreció un incremento de la PEA ocupada, la insatisfacción de la población respecto del empleo lleva a reflexionar acerca de los alcances de la misma. Al parecer, ello respondería a que la legislación laboral en el Perú es aún bastante rígida y que, por lo tanto, no fomenta la creación de puestos de trabajo en la magnitud deseada. Al respecto, Jaramillo (2004) sostiene que la reforma laboral en el Perú no estuvo orientada a reducir los costos de despido, por lo que aún siguen siendo relativamente altos para la región, y los costos no salariales han mantenido una tendencia creciente. El BID (2004) muestra que, de acuerdo al índice de protección de la estabilidad laboral, elaborado por Djankov et. al. (2003), el Perú tiene uno de los mercados laborales más rígidos de América Latina, siendo superado sólo por México (gráfico de la derecha). Evidencia adicional al respecto se halla en el *Doing Business* 2004, en donde el índice de rigidez del empleo para el Perú se ubica por encima del promedio de la región . Consistente con esta rigidez, el BID (2004) ha calculado que el Perú tiene una de las elasticidades empleo-producto más bajas de América Latina.

Conclusiones

El consenso apunta a que la legislación laboral debería armonizar los conceptos de eficiencia con derechos fundamentales. En el Perú, la evidencia sugiere que aún existen elementos por mejorar en la legislación laboral con respecto a la eficiencia y adecuado funcionamiento del mercado, por lo que las medidas deberían orientarse hacia el logro de una mayor flexibilización, de tal manera que se fomente la creación de empleo formal. Entre los principios que Pagés y Saavedra (2002) mencionan para la formulación de normas laborales cabe mencionar los siguientes: (i) tener claros los objetivos, (ii) identificar las fallas de mercado por resolver, (iii) determinar quiénes ganan y quiénes pierden, y (iv) promover un aumento de la productividad.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

- BID (2004): *Informe sobre el progreso económico y social: "Se buscan buenos empleos: los mercados laborales en América Latina"*, Washington D.C.
- Djankov, S, La Porta, R., Shleifer, A. y Botero, J. (2003): *"The regulation of labor"*, WP N° 9756, NBER
- Jaramillo, M. (2004): *"La regulación del mercado laboral"*, Informe de Consultoría, GRADE, abril
- Maruyama, E. y Saavedra, J. (2000): *"Estabilidad laboral e indemnización: efectos de los costos de despido sobre el funcionamiento del mercado laboral peruano"*, Documento de Tarbajo N° 28, GRADE
- Pagés, C. y Saavedra, J. (2002): *""Legislación laboral,: algunos principios fundamentales, evidencia empírica y políticas en América Latina"*, documento presentado en el Seminario de Desarrollando Consensos en Torno al Mercado de Trabajo y Políticas de Empleo en el Área Andina, 18 y 19 de julio, Lima.

Las remesas y su impacto en las economías receptoras

En los últimos años, las transferencias de dinero de los familiares residentes en el exterior han ido adquiriendo una mayor importancia en los países emergentes, tanto por su impacto económico como por su magnitud. Actualmente se estima que las remesas de los trabajadores provenientes del exterior bordean los US$ 100 000 millones anuales, cifra que representa el 1,6% del PBI de los países emergentes. Diversos estudios empíricos señalan que el impacto de estos flujos se percibe en diversas maneras, destacando el rol de soporte de la actividad económica en periodos de crisis.

Stark (1991) señala que las remesas responden a la preocupación del inmigrante por el bienestar de sus familiares. De esta forma, estos ingresos permiten a los familiares receptores contar una renta adicional que podrá ser destinada a incrementar el consumo o la inversión en capital humano (educación y salud), generando un efecto multiplicador en la economía. Por su parte. Ratha (2003) señala que otro efecto favorable para las economías receptoras es la menor volatilidad que muestran las remesas respecto a otros flujos de capitales, tales como la inversión extranjera directa, exportaciones, ayuda oficial, etc. Dicha estabilidad permite reducir el impacto negativo de los *shocks* internos como externos. Así, en las recientes experiencias de crisis internacionales, tales como la de Indonesia en 1997, Ecuador en 1999 y Argentina 2001, se denotó el papel de las remesas como mecanismo para la reducción de la volatilidad del consumo y del producto.

Por su parte, el FMI (2005) estima que si bien el impacto de las remesas en el crecimiento económico podría ser limitado, éstas tienen un efecto importante en el bienestar. Así, para una muestra de 101 países, se encuentra una relación negativa con la pobreza, en donde un incremento de 2,5 puntos porcentuales en las remesas, medido como porcentaje del PBI, generaría una reducción de la pobreza en 0,5 puntos porcentuales[1/].

Sin embargo, la presencia de remesas también puede implicar resultados negativos para la economía, tal como lo indican Chami, Fullenkamp y Jahjah (2003). Dichos autores encuentran que dichos flujos de capitales generan un desincentivo para trabajar dada la estabilidad de los envíos de dinero. Esta menor oferta de mano de obra se reflejará en una menor producción, generando un efecto contractivo en la economía. Asimismo, otro problema vinculado con la relación intrínseca entre remesas y migración, es el de fuga de talentos (*brain drain*)[2/].

Para el caso peruano, existen pocas investigaciones sobre las remesas y su impacto económico. Sin embargo, éstas coinciden en señalar que los envíos de dinero provenientes del exterior tienen como principal destino a las zonas más desarrolladas del país, tales como Lima y la costa norte. En cambio en ciudades como Ayacucho, Moquegua, Pasco y Puno, caracterizadas por un menor desarrollo económico, los flujos de remesas son casi inexistentes. De igual manera, se indica que las familias con mayores ingresos económicos concentran el mayor número de hogares que reciben remesas. Así, Apoyo Consultoría (2005) estima que el 65% de los hogares que perciben dichas transferencias pertenecen al 40% de los hogares urbanos de mayores ingresos en el Perú, además de representar aproximadamente el 80% del monto total de remesas que ingresan al país. De igual manera, destaca que si bien el impacto de las remesas en el consumo de los hogares en Lima es aún limitado (2,6% del gasto total), dichos ingresos son importantes para los hogares que los reciben, ya que llegan a representar entre el 30% y 55% del gasto total.

Por su parte, Loveday y Molina (2005) encuentran resultados similares, en donde más del 90% de las familias que reciben remesas son consideradas no pobres. De igual manera, señalan que las remesas equivalen al 14% de los ingresos de las familias que las perciben.

Una de las razones que explican la mayor presencia de remesas en los hogares de los niveles socioeconómicos con más ingresos son los altos costos de migración, los cuales desalientan, en diversos casos, el deseo de emigrar. Sobre este tema, Chiquiar y Hanson (2002) señalan que en México, los inmigrantes con mayor nivel educativo y mejores condiciones económicas están más preparados para adaptarse al proceso de migración -además de tener menos restricciones en el acceso al financiamiento del proceso migratorio-, facilitando así la transición al nuevo país de residencia.

Los resultados anteriores demuestran que las familias que perciben remesas se han visto beneficiadas por la presencia de estos ingresos, además de reflejar una importante dependencia de dichos flujos. Finalmente, consideramos que la canalización de las remesas a través del sistema financiero formal, también sería positiva para la población. Ello no sólo respondería al menor costo de transacción respecto al del mercado informal, sino que permitiría tener un uso más eficiente de dichos recursos, tal como ha venido sucediendo con los créditos hipotecarios.

Sergio Salinas Meza
ssalinas@continental.grupobbva.com

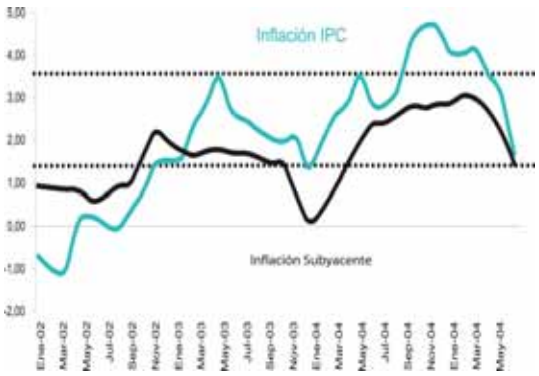
Bibliografía

- Apoyo Consultoría (2005): "Aumentan las Remesas del Exterior: ¿Quiénes las reciben? ¿En qué se gastan?". Informe SAE 14-2005
- Chami, R.; Fullenkamp, C. y Jahjah, S. (2003). *"Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?"*. Fondo Monetario Internacional, Working Paper 03/189
- Chiquiar, D. y Hanson, G. (2002). *"International Migration Self-Selection, and the Distribution of Wages: Evidence from Mexico and the United States"*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 9242.
- Fondo Monetario Internacional (2005) *"World Economic Outlook: Globalization and External Imbalances"*.FMI.
- Loveday, J. y Molina, O. (2005)."*"Remesas Internacionales y Bienestar: una Aproximación para el Caso Peruano a partir de la Encuesta Nacional de Hogares"*. Consorcio de Investigación Economica y Social."Informe de Avance.
- Ratha, D. (2003). *"Workers Remittances: An Important and Stable Source of External Development Finance"*. Global Development Finance 2003. Banco Mundial
- Stark, O. (1991). *"The migration of Labor"*. Cambridge.

1/ Es importante indicar que los autores señalan que, dados los problemas de medición para dichas variables, el verdadero impacto sería sustancialmente mayor al indicado.

2/ Diversos autores consideran que el efecto negativo del *brain drain* es compensado con las transferencias de dinero que realizan.

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



Fuente: Banco Central de Reserva

Inflación (Tasa acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2005 Diciembre	2005 Mayo
Indice General	100,0	3,48	1,79
Alimentos y bebidas	47,5	4,01	1,19
Vestido y Calzado	7,5	1,46	1,36
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8,8	8,86	4,51
Muebles y Enseres	4,9	0,86	0,48
Cuid. y Conserv. de Salud	2,9	2,93	3,20
Transportes y Comunicación	12,4	4,48	4,05
Enseñanza y cultura	8,8	1,72	1,48
Otros bienes y Servicios	7,0	-2,83	-0,97

Fuente: INEI

Inflación se dirige hacia el límite inferior

En lo que va del año, la variación interanual del IPC ha mostrado una tendencia decreciente, que ha llevado a la inflación hacia el límite inferior del rango meta para esta variable establecido por el Banco Central (rango entre 1,5% y 3,5%). Así, la inflación acumulada en los últimos 12 meses ha pasado de 3,5% en diciembre del 2004 a 1,8% en mayo del presente año.

Esta evolución refleja, en parte, la reversión parcial de algunos de los choques de oferta que afectaron el comportamiento de los precios de diversos bienes, como los alimentos. De acuerdo al Reporte de Inflación del Banco Central, en los primeros cinco meses del año se ha dado una recuperación de la oferta agrícola por mejoras en las condiciones climáticas. Además, las cotizaciones internacionales del trigo y del aceite de soya han disminuido en los últimos doce meses 29% y 17%, respectivamente, lo que ha inducido un descenso en los precios domésticos de los fideos y aceites. Así, el rubro Alimentos y Bebidas, que tiene una contribución de 48% en la canasta del IPC, acumula un incremento interanual moderado de 1,2%, significativamente menor al 4,0% registrado durante el año 2004.

Asimismo, la apreciación del nuevo sol ha inducido una disminución de los precios expresados en nuevos soles de bienes que usualmente se transan en dólares. Por ejemplo, en la clasificación que realiza el Banco Central (BCR) se observa que el rubro Aparatos Electrodomésticos registra una caída interanual en sus precios de 3,9%, en tanto que Alquileres disminuye 2,2%.

Debido a una alta base de comparación, es probable que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se ubique por debajo del límite inferior del rango meta en los meses de junio y julio. Sin embargo, a partir del mes de agosto se espera que esta variable muestre una tendencia creciente, con lo que la inflación del presente año se ubicaría alrededor de 2,3%.

Dos factores de riesgo que podrían afectar esta convergencia gradual hacia el centro del rango objetivo del BCR, es un incremento brusco y persistente en la cotización internacional del petróleo y una mayor volatilidad del tipo de cambio ante las mayores tasas de interés internacionales y el inicio de la campaña electoral.

Inflación subyacente también a la baja

De otro lado, el indicador de inflación subyacente del BCR también ha mostrado una tendencia decreciente en lo que va del año, y desde el mes de febrero se ubica por debajo de 1,5%. En parte, esta evolución refleja una alta base de comparación respecto de similares meses del año anterior. De manera análoga al comportamiento que se espera muestre la inflación de precios al consumidor, se estima que la inflación subyacente revertiría su tendencia decreciente en la segunda mitad del año.

Expectativas siguen ancladas

La volatilidad que ha mostrado la inflación en los últimos meses no parece haber afectado la credibilidad del compromiso que ha asumido la autoridad monetaria de lograr una inflación estable alrededor de 2,5%. Al respecto, las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas del BCR para mayo, muestran que las instituciones financieras y los analistas económicos esperan que la inflación de este y el próximo año se ubique entre 2,5% y 2,6%.

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Feb-05	Mar-05	Abr-05	May-05
Indice de Precios al Consumidor-IPC	-0,23	0,65	0,12	0,13
Indice de Productos Transables	-0,12	0,26	0,21	0,29
- Alimentos Transables	-0,21	0,20	0,14	0,38
- Combustibles	-0,60	0,77	1,17	0,16
Indice de Productos No Transables	-0,32	0,93	0,06	-0,01
- Alimentos No Transables	-0,87	2,18	0,16	0,34
Indice Subyacente	-0,05	0,33	0,03	0,11
Indice de Precios al por Mayor-IPM	-0,35	0,33	0,12	0,25
Indice de Precios-Maquinaria y Equipo	0,01	0,20	0,02	0,00
Indice de Precios-Materiales de Construcción	0,94	0,38	0,24	0,15

III. Entorno Financiero

Política monetaria sin mayor novedad

El contexto en el que se ha desarrollado la política monetaria en lo que va del año se ha caracterizado por una tendencia decreciente de la inflación de los precios al consumidor y de la inflación subyacente. Asimismo, la apreciación del nuevo sol viene induciendo un descenso en los precios de diversos bienes durables y alquileres. Adicionalmente, la expansión de la actividad económica no está generando presiones de demanda, teniendo en cuenta la evolución que vienen mostrando los precios.

En este escenario, el Banco Central ha mantenido su tasa de referencia constante desde octubre del año anterior en 3,0%, lo que conjuntamente con el descenso de la inflación ha implicado un incremento gradual de la tasa de interés del mercado interbancario en términos reales. De esta forma, la posición de la política monetaria se ha movido ligeramente hacia una situación más neutral.

...¿y para los siguientes meses que se espera?

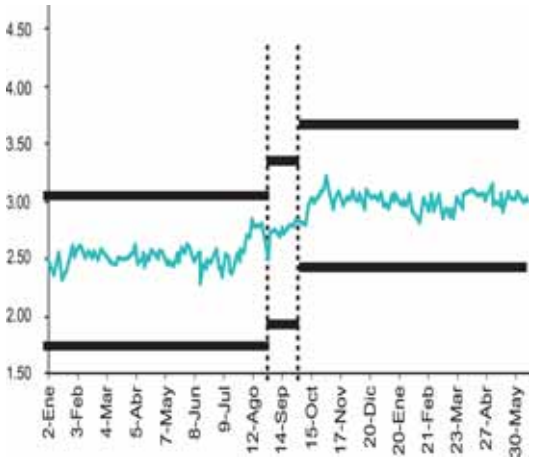
Hasta el tercer trimestre del presente año se espera que la tasa de referencia del Banco Central se mantenga sin variación. Ello debido a que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo del límite inferior del rango meta no es despreciable para los meses de junio y julio. Asimismo, la tendencia inflacionaria medida por el indicador de inflación subyacente del BCR se ubica actualmente por debajo de 1,5%, y no se espera un pronto retorno al interior del rango meta. Adicionalmente, las expectativas de inflación para este año y el próximo se encuentran en este momento ancladas alrededor de 2,5%. Finalmente, teniendo en cuenta el comportamiento del Banco Central en el mercado cambiario, es probable que el instituto emisor se sienta cómodo con una ampliación del diferencial entre las tasas de interés internas y externas, lo que podría atenuar la tendencia apreciatoria del nuevo sol.

A partir del tercer trimestre del año, debido a la incertidumbre que podría generar el inicio de la campaña electoral con miras a las elecciones presidenciales, y bajo el supuesto de tasas externas al alza, se asigna cierta probabilidad de que el BCR reanude los incrementos en su tasa de política. De esta forma controlaría una mayor volatilidad cambiaria y las expectativas de inflación.

La proyección de inflación del Banco Central para los siguientes meses también proporciona información para estimar el comportamiento futuro de la tasa de referencia en los siguientes meses. De acuerdo al último Reporte de Inflación, el BCR proyecta que esta variable se movería gradualmente hacia el centro del rango objetivo, cumpliendo la meta de este año y estabilizándose alrededor de 2,5% a partir de marzo del próximo año.

Lamentablemente, en esta ocasión el BCR no ha hecho explícito cuál es el supuesto acerca del nivel que registraría la tasa de referencia durante el periodo de proyección. Anteriormente, era usual que el Banco Central explicara que para el ejercicio de proyección se mantenía la tasa de referencia constante. Este supuesto metodológico permitía responder qué es lo que podría ocurrir con la inflación si la autoridad monetaria mantiene una actitud pasiva.

Tasa interbancaria en moneda nacional



Fuente: Banco Central de Reserva

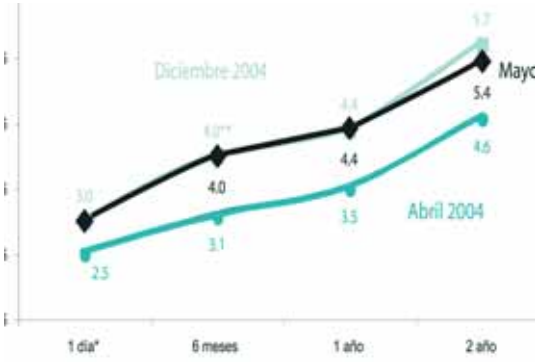
Tasa interbancaria en términos reales

Elaboración: BBVA Banco Continental

Moneda y crédito: últimos datos mensuales

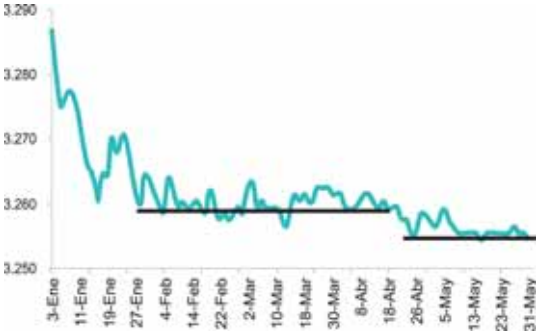
(millones de nuevos soles)	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por $)	3,260	3,260	3,259	3,256
Emisión Primaria Fin de Período	8.881	8.866	9.328	9.402
Liquidez Total	57.967	58.309	59.598	60.113
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	53,9	52,5	54,1	54,4
Reservas internacionales (m.M. $)	13.328	13.555	13.629	14.016
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	2,9	2,9	3,0	3,0
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	2,5	2,6	2,8	3,0
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	12,9	12,1	13,9	16,1
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	3,5	3,4	4,3	5,0
Tasa de Morosidad (%)	3,76	3,59	3,44	3,30

Curva de rendimiento de los certificados de depósitos del BCR



Fuente: Banco Central de Reserva

Tipo de cambio (S/. por US$)



Fuente: Banco Central de Reserva

Sobre el particular, cabe destacar la transparencia con la que el Banco de Inglaterra publica sus proyecciones. Desde 1998, de manera adicional a la proyección con tasa constante, el Banco de Inglaterra viene publicando las proyecciones de inflación asumiendo una trayectoria para la tasa de política que se infiere de la curva de rendimientos de los papeles de deuda gubernamentales. Esta institución sostiene que en diversas circunstancias la proyección de inflación bajo este último supuesto provee una visión más útil. Una de las principales razones al respecto es que cuando las tasas de interés están alejadas de sus niveles neutrales, mantenerlas constantes durante el periodo de predicción induce un comportamiento divergente en las proyecciones. La transparencia del BCR podría incrementarse si se explica al público los supuestos acerca de la tasa de política que condicionan la proyección de inflación.

Intervenciones cambiarias: ¿tipo de cambio fijo?

Al cierre del mes de mayo, el Banco Central ha comprado en el mercado cambiario US$ 1 753 millones, equivalente al 75% de todas las compras realizadas en el 2004. Si bien el Banco Central ha mencionado en reiteradas ocasiones que mediante sus intervenciones lo que busca es reducir periodos de volatilidad cambiaria excesiva, la evidencia parece sugerir otra cosa. En particular se observa que el BCR permite cambios discretos hacia un nuevo nivel, pero una vez que el tipo de cambio se ubica alrededor de éste las intervenciones mantienen prácticamente fija la nueva cotización. Así, luego del descenso relativamente rápido que se registró en enero desde niveles cercanos a S/. 3,29 por dólar, el tipo de cambio se estabilizó alrededor de S/. 3,26 entre febrero y la tercera semana de abril. En este periodo la volatilidad medida como la desviación estándar fue de S/. 0,002, es decir menos de un centavo de sol. Posteriormente, durante la última semana de abril se aprecia un descenso del tipo de cambio, estabilizándose en S/. 3,255 por dólar hasta el cierre de mayo, registrando una desviación estándar de S/. 0,004.

Alternativamente, el BCR ha manifestado que sus intervenciones buscan acumular reservas internacionales para contar con una posición sólida ante un eventual cambio en las condiciones externas (mayores tasas de interés y menores precios de nuestros *commodities*) e internas (incertidumbre por el contexto electoral). En este caso la pregunta sería hasta cuándo es necesario acumular reservas, teniendo en cuenta el costo que ello implica. Por un lado se podría argumentar que aún se debe acumular más porque todavía no cubre el total de los depósitos del sistema financiero. Pero de otro lado, las intervenciones continuas y un tipo de cambio estable no contribuyen al proceso de desdolarización de la economía.

Tasas de interés

En el tramo de plazos iguales o menores a un año, las tasas de interés de los Certificados de Depósitos del Banco Central (CDBCRP) se han mantenido constantes entre diciembre del 2004 y mayo del 2005. En cambio, las tasas a dos años de los CDBCRP muestran un descenso de aproximadamente 30 puntos básicos.

Un elemento interesante respecto a las tasas en soles ha sido la colocación de bonos del Tesoro a un plazo de 10 años, que fueron colocados a 9,9%. Esta colocación ha proporcionado un *benchmark* para las tasas en soles a este plazo. En este contexto, el BBVA Banco Continental ha sido la primera entidad en lanzar al mercado hipotecario préstamos en soles a 10 años, a tasa nominal fija (11,5%).

Mercados: últimos datos mensuales

	feb-05	mar-05	abr-05	may-05
Índice General de la BVL (variación %)	5,1	2,0	-4,1	-1,5
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	5,3	1,9	-4,4	-0,8
Capitalización Bursátil (millones de US$)	22.570	22.819	20.405	21.603
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US$)	3.408	3.354	3.417	3.532
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US$)	42	45	148	129
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US$)	7	103	86	14
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	7.004	7.239	7.396	7.525
SPP-Valor del Fondo (millones de US$)	8.262	8.153	8.226	8.281
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,43	3,45	3,47	3,50

Contexto político y variables financieras

Gráfico 1
Tasa interbancaria en soles
(enero 01 a junio 02)

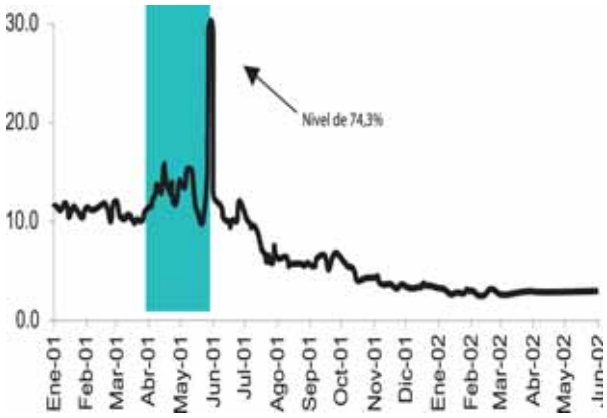
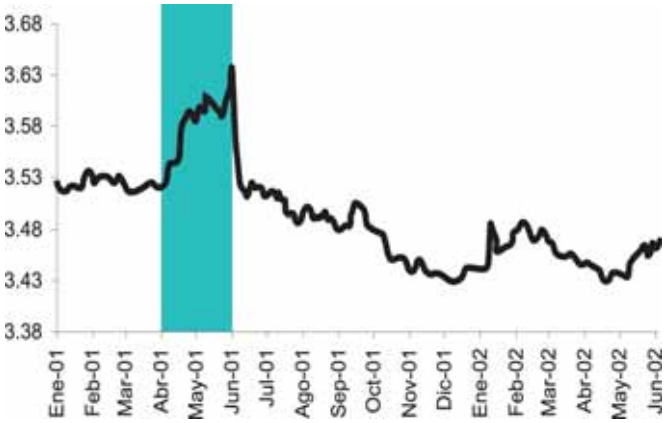


Gráfico 2
Tipo de cambio
(enero 01 a junio 02)



Durante los periodos de incertidumbre política usualmente se observa un incremento en la volatilidad de variables como la tasa de interés, el tipo de cambio, los índices bursátiles y el riesgo país. El análisis de lo que ocurre en estos episodios resulta de interés teniendo en cuenta que entre diciembre del presente año y diciembre del 2006 se van a llevar a cabo elecciones presidenciales en Chile, Perú, Colombia, México, Ecuador, Brasil, Venezuela y posiblemente en Bolivia.

Si la incertidumbre en el escenario político induce periodos prolongados de turbulencia en los mercados financieros, el sector real y el sistema financiero podrían verse afectados, lo que amplificaría los efectos sobre la economía. En este sentido, es importante identificar si los episodios de *stress* político generan un incremento persistente en la volatilidad de las variables mencionadas. Cabe agregar que la efectividad de la reacción de las autoridades económicas para contener estos episodios determina en buena medida si la turbulencia financiera es de corta duración, con lo que sus efectos sobre la economía serían menores.

Para evaluar lo que podría ocurrir en el Perú ante situaciones de *stress* político se ha analizado el comportamiento de un conjunto de variables financieras durante episodios anteriores de este tipo. Asimismo, se ha estimado la respuesta de éstas ante un *shock* en el contexto político mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR). Se concluye que los efectos sobre las variables financieras son transitorios y moderados, lo que en parte se explicaría por la solidez actual de la economía y la capacidad que han demostrado las autoridades económicas en el pasado para contener situaciones de este tipo.

En un hipotético escenario de *stress*, se esperaría una disminución de la entrada de capitales y un desaceleración del proceso de desdolarización de la economía, lo que induciría presiones para que la moneda peruana se deprecie. Sin embargo, el BCRP podría atenuar estas presiones, por el alto nivel de reservas internacionales que tiene actualmente. Asimismo, es probable que el Banco Central permita un incremento de su tasa de política (y de las demás tasas de interés), lo que supone una preferencia de la autoridad monetaria por contener depreciaciones abruptas debido a las consecuencias que ello podría tener en una economía con alta dolarización financiera.

Revisión de un episodio de *stress* político

Una primera aproximación al análisis del comportamiento de las variables financieras durante periodos de incertidumbre política es revisar eventos anteriores de este tipo. Por ejemplo, un escenario de incertidumbre política se observó durante el último proceso de elecciones presidenciales. En este contexto, al inicio del año 2001 la tasa interbancaria se ubicó alrededor de 10% (Gráfico 1). Luego de realizada la primera vuelta electoral, a partir de los primeros días del mes de abril, se observó una tendencia al alza en la tasa interbancaria, en el tipo de cambio (Gráfico 2) y el EMBI+ Perú (Gráfico 3). El impacto sobre la bolsa no fue muy claro, pero si se observó que entre febrero y mayo el índice bursátil mostró una tendencia decreciente (Gráfico 4).

Es interesante mencionar que en la semana previa a la realización de la segunda vuelta electoral (domingo 3 de junio), periodo en el que de acuerdo a la ley no se pueden publicar los resultados de encuestas de preferencias electorales, en un contexto de gran incertidumbre la moneda peruana se vio sometida a fuertes presiones depreciatorias. En esta situación el BCRP optó por restringir severamente la liquidez bancaria para evitar ataques especulativos contra el Nuevo Sol. Como consecuencia de ello, el viernes 1 de junio la tasa interbancaria alcanzó su máximo nivel histórico (74,3%). Una vez culminado el proceso electoral, las variables bajo análisis corrigieron rápidamente su comportamiento, alcanzando los niveles previos a las elecciones o incluso inferiores.

Análisis con un modelo VAR

Evidencia más robusta sobre el impacto que tienen los episodios de *stress* político sobre las variables financieras se ha obtenido mediante un modelo VAR (irrestricto). El modelo se ha estimado con datos de alta frecuencia (diarios) y considera las siguientes variables endógenas: (i) indicador de la situación política (termómetro político), el cual se ha construido ponderando las noticias políticas y económicas, y normalizándolo para expresarlo en unidades de un termómetro; (ii) tasa interbancaria: (iii) tipo de cambio; (iv) índice Bursátil de Lima y (v) EMBI+ Perú.

Además, se ha considerado un grupo de variables exógenas para controlar por diversos efectos: (i) la posición de cambio de los bancos, (ii) reservas bancarias, (iii) RIN, (iv) tasa LIBOR a tres meses, y (v) un índice de precios de *commodities*. La primera variable indica que tan vulnerable es una entidad bancaria a una depreciación abrupta de la moneda local. La segunda, es una *proxi* de la disponibilidad de liquidez de un banco y por lo tanto de su capacidad para realizar un ataque sobre la moneda doméstica. La tercera representa la fortaleza del Banco Central ante ataques especulativos. La cuarta y quinta controlan por efectos favorables (o desfavorables) del exterior.

Gráfico 3
EMBI+ Perú
(enero 01 a junio 02)

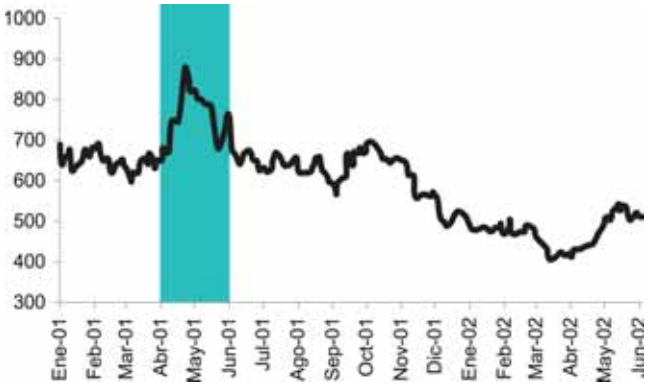
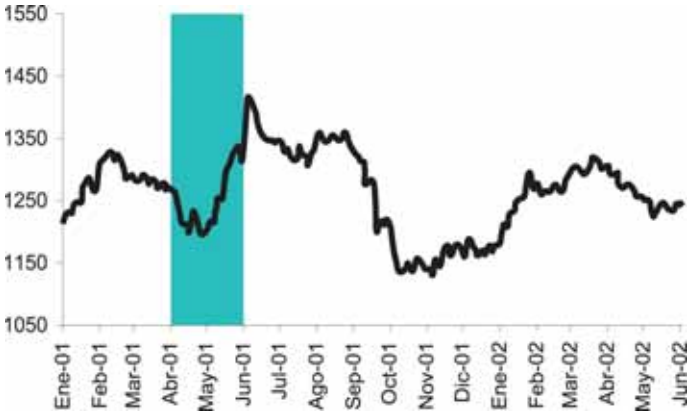


Gráfico 4
Índice de la bolsa de valores de Lima
(enero 01 a junio 02)



Las funciones de impulso-respuesta de las variables endógenas consideradas, ante un *shock* desfavorable sobre el indicador de la situación política (se exacerba el escenario político) [1/], muestran que los movimientos en todas las variables son los esperados. Es decir, aumentan la tasa de interés, el tipo de cambio y el EMBI+ Perú, y disminuye el índice bursátil. En todos los casos los impactos son estadísticamente significativos para algún periodo, con excepción de la tasa de interés que no resulta significativo, aunque por poco margen. Asimismo, se observa que los efectos de este *shock* son transitorios, alcanzando sus valores máximos entre 30 y 60 días, siendo el más persistente el efecto sobre el EMBI+ Perú, que resulta estadísticamente significativo hasta aproximadamente el día 90.

Conclusiones

Durante el último proceso de elecciones presidenciales se observó un incremento significativo en la volatilidad de diversas variables financieras. Sin embargo, luego de desaparecer la incertidumbre en que se llevó a cabo este proceso, estas variables corrigieron rápidamente su comportamiento, alcanzando los niveles previos a las elecciones o incluso inferiores. El análisis de este evento apunta en la dirección de que los efectos de *shocks* políticos sobre las variables financieras son transitorios. Evidencia más robusta acerca de lo transitorio de estos efectos ha sido obtenida mediante la estimación de un modelo VAR. Así, se observa que el impacto de un *shock* en el escenario político tiene un efecto moderado y temporal sobre las variables financieras analizadas. No se observan efectos importantes luego de 90 días.

Es probable que lo transitorio y limitado del impacto sobre las variables financieras se explique por la institucionalidad que han venido adquiriendo las políticas monetaria y fiscal en los últimos años. Además, se puede agregar la credibilidad en las autoridades económicas de turno y en la capacidad que en el pasado han demostrado para enfrentar situaciones de stress. En el caso del Banco Central, la institucionalidad se ha visto reforzada por un mandato constitucional de mantener la estabilidad de precios como único objetivo. Asimismo, su Ley Orgánica, promulgada el año de 1992, le garantiza autonomía en el ejercicio de sus funciones, estableciendo una serie de prohibiciones que limitan la discrecionalidad de la política monetaria y los problemas de inconsistencia temporal. Por ejemplo, la Ley Orgánica del Banco Central le prohíbe conceder financiamiento al Tesoro Público. Cabe agregar que el incumplimiento de las prohibiciones establecidas en la Ley Orgánica pueden dar lugar a la remoción de su Directorio. De otro lado, la credibilidad de la autoridad monetaria se ha fortalecido durante los últimos años, al haber mantenido la inflación en niveles bajos a pesar de los diversos *shocks* (externos, de oferta y políticos) que han ocurrido. Finalmente, el elevado nivel de reservas internacionales, que actualmente le permiten cubrir las obligaciones externas de corto plazo del Perú en 2,5 veces y que equivalen a aproximadamente 5 veces la base monetaria, le otorga holgura al Banco Central para hacer frente a ataques especulativos sobre la moneda peruana.

En cuanto a la política fiscal, si bien su fortalecimiento institucional es más débil, se han logrado algunos avances. Por ejemplo, la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal establece límites al déficit fiscal y al endeudamiento público. Sin embargo, en caso de incumplimiento de esta Ley no se contemplan aún mecanismos de penalización. Además, un factor importante en la credibilidad de la política fiscal es que la dirección técnica, y por lo general también la política, del Ministerio de Economía ha estado en manos de reconocidos profesionales, durante la mayoría de las veces.

En este sentido, el mensaje de este análisis es que los efectos perniciosos sobre las variables financieras que ocurren bajo escenarios de *stress* político, pueden verse atenuados por un marco institucional adecuado para las políticas económicas. Sin embargo, desde un punto de vista de un horizonte de tiempo mayor, el factor de estabilidad política y de confianza sigue siendo importante para el crecimiento de largo plazo, debido a sus implicancias sobre la inversión.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

1/ El *shock* de una desviación estándar sobre el indicador de la situación política decae monotónicamente, observándose que sólo es significativo durante los primeros 15 días.

IV. Artículo

Un breve recuento de la evolución del crédito bancario y los retos aún pendientes

Sergio Salinas Meza
Analista del Servicio de Estudios Económicos
ssalinas@continental.grupobbva.com

La liberalización del sistema financiero y el dinamismo de la actividad económica en la década de los noventas generaron las condiciones favorables para la fuerte expansión del crédito al sector privado, el cual pasó de representar el 10,4% del PBI en 1992 a más del 24% del PBI a finales de 1998. Entre otras cosas, con la liberalización el sistema financiero local quedó integrado al internacional, lo que le permitió el acceso a diversas líneas de financiamiento de corto plazo del exterior, que se caracterizaban por un costo relativamente bajo respecto a las existentes en el mercado local[1/].

Esta situación cambió de manera drástica con el surgimiento de las crisis internacionales de mediados de los noventas. La crisis asiática, iniciada en 1997, tuvo un impacto relativamente menor si se le compara con los demás países latinoamericanos, gracias a los sólidos fundamentos económicos (crecimiento promedio del PBI de 7% en el periodo 1993-97) y a un sistema financiero saludable (tasa de morosidad de 5%). Sin embargo, no fue hasta mediados de 1998, con la aparición de la crisis rusa, donde empezó la desaceleración del crédito bancario.

La declaratoria de *default* de Rusia generó un retiro inmediato de los flujos de capital existentes en los países emergentes. Ello afectó directamente al sistema financiero local debido a la menor liquidez disponible. Es importante indicar que los pasivos externos de corto plazo del sistema financiero se incrementaron de US$ 1 500 millones en 1996 a niveles cercanos a los US$ 3 500 millones en los meses previos a la crisis .

El retiro abrupto de los flujos de capital existentes en la economía se reflejó en un incremento significativo del tipo de cambio, generando un deterioro patrimonial de las familias y empresas, debido a que la mayoría de sus deudas estaban denominadas en moneda extranjera, y una menor capacidad de repago por parte de los deudores, incrementando de manera rápida el riesgo crediticio. Ello propició una restricción del crédito bancario, pese a la existencia de fondos prestables y a un exceso de demanda de crédito[2/].

Esta situación terminó por afectar la calidad de los activos bancarios, reflejándose en un fuerte incremento de la tasa de morosidad y, por ende, en mayores necesidades de cobertura (provisiones) por cada crédito vencido. De esta forma, el debilitamiento patrimonial de las empresas se trasladó a las entidades financieras, teniendo como consecuencia la quiebra de algunas de ellas.

Para revertir esta situación, el Banco Central implementó una serie de medidas de apoyo al sistema financiero tales como la reducción de los encajes en moneda extranjera y las continuas operaciones de redescuento en moneda extranjera, Asimismo, el Gobierno participó activamente a través de varios programas de reestructuración de cartera y salvataje.

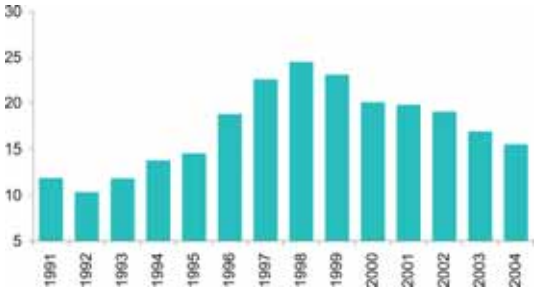
¿Qué ha cambiado respecto a los finales de los 90's?

La crisis de finales de los noventas desencadenó una contracción en el crédito bancario, situación que se ha empezado a revertir desde mediados del año pasado. A partir de esa fecha, se ha venido observado una recuperación sostenida en el crédito del sistema bancario, el cual ha empezando a acelerarse en los últimos meses.

La recuperación en el dinamismo del crédito responde a diversos factores. Uno de ellos es la menor percepción del riesgo crediticio por parte de las entidades bancarias. Ello es gracias a la mejora en la calidad de cartera de los bancos, así como a la mayor capacidad de repago de los prestatarios (la tasa de morosidad actualmente se ubica en niveles mínimos desde 1982). En este sentido, destaca la importancia del actual ciclo de crecimiento económico, el cual refuerza los beneficios mencionados.

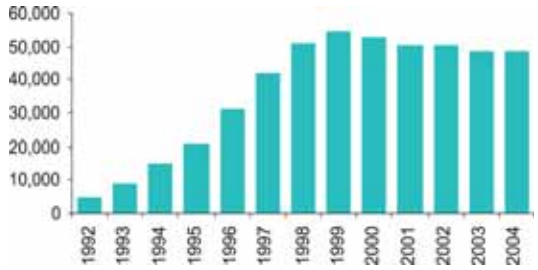
Otro factor importante es el elevado nivel de liquidez que posee el sistema bancario debido al crecimiento de los depósitos locales. Actualmente, el ratio de liquidez de la banca, tanto en moneda nacional como extranjera, se ubica en alrededor del 45%, niveles que se encuentran por encima de los requerimientos mínimos exigidos por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS).

Evolución de la intermediación (Colocaciones brutas/PBI)



Fuente: Asbanc

Crédito bancario al sector privado (Millones de S/.)



Fuente: Banco Central de Reserva

Asimismo, es importante mencionar que la dependencia de los pasivos de corto plazo provenientes del exterior se ha reducido significativamente en los últimos años. Dichos adeudados representan aproximadamente el 5% del total de pasivos del sistema bancario frente al 20% que alcanzó en 1998.

Por último, la regulación preventiva que viene implementado la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) ha permitido fortalecer al sistema bancario. Así, destaca la implementación, a inicios de esta década, del reglamento de riesgos del mercado; la mayor exigencia en el régimen de las provisiones, que busca reducir los incentivos de los bancos de tomar decisiones riesgosas; entre otras.

Metas pendientes para la consolidación de los créditos

El sistema bancario está pasando por una importante etapa de recuperación, especialmente en sus operaciones de intermediación financiera. La mayor prudencia de las entidades bancarias en sus colocaciones, así como una regulación preventiva por parte de las entidades pertinentes, permiten prever que dicho dinamismo se mantendría en los próximos meses.

Sin embargo, existen algunas deficiencias propias del sistema bancario y del entorno en que se desarrolla, que podrían desacelerar el ritmo de expansión del crédito, tales como la presencia de nuevas fuentes de financiamiento, los problemas de información y la dolarización de la economía.

El mayor dinamismo mostrado por el mercado de capitales en los últimos años responde a la necesidad de los agentes de contar con **alternativas de financiamiento diferentes al crédito bancario**. Si bien este fenómeno es positivo para la economía, ha limitado el crecimiento de la intermediación financiera en el sector corporativo.

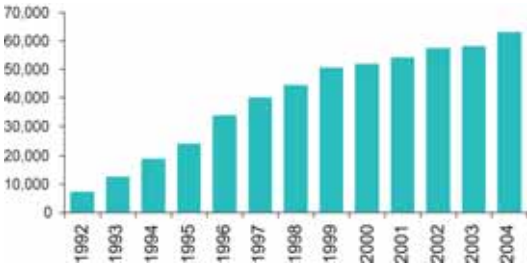
Es así que, que ante el menor dinamismo de las colocaciones comerciales, las entidades bancarias han empezado a registrar transformaciones en la implementación de sus modelos de negocio, con la intención de acceder a nuevos mercados tales como la banca *retail*. De esta forma, se observa que los créditos hipotecarios y de consumo vienen mostrando, desde hace más de 3 años, tasas de crecimiento que, en promedio, superan el 15% y una tasa de morosidad con una marcada tendencia a la baja.

Otro tema relevante radica en los **problemas de información asimétrica**[3/] que pueden surgir entre los agentes participantes. Dado que la intermediación financiera es un proceso que involucra el intercambio de dinero presente por la promesa de repago futura, es de vital importancia asegurar la eficiencia del marco institucional, el cual haga respetar los derechos de los prestamistas y prestatarios.

La teoría económica señala que, por el lado del acreedor, los problemas de información se manifiestan de dos formas: el riesgo moral y la selección adversa. El primero de ellos hace referencia a que los prestatarios, una vez que tienen el crédito en su poder, pueden optar por realizar inversiones más riesgosas (debido a que son más rentables), generando un aumento en la probabilidad del incumplimiento de la deuda, la cual será trasladada al acreedor. El caso de selección adversa ocurre en un escenario donde la percepción del riesgo por parte de las entidades bancarias ha aumentado, sesgando la oferta de crédito a los agentes que poseen una menor probabilidad de cumplimiento de repago. Dado que el mayor riesgo se verá reflejado en un mayor costo crediticio, los clientes "prudentes" optarán por no solicitar el financiamiento; en cambio, los demandantes "imprudentes" seguirán solicitándolo debido a su que su menor intención de repago se mantiene inalterada. Ante la limitación por parte de los bancos de no poder conocer totalmente las condiciones monetarias y morales del prestatario, el resultado desembocará en una menor oferta del crédito formal.

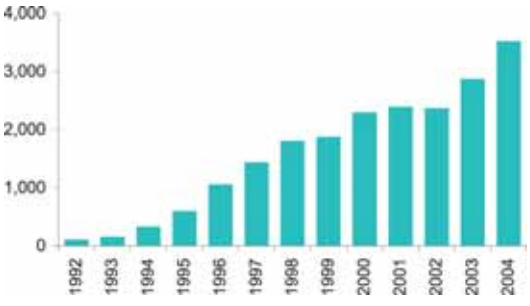
En el Perú, el marco institucional existente es débil para hacer respetar los derechos de los acreedores, generando un efecto negativo en el mercado crediticio.

Liquidez del sistema bancario (Millones de S/.)



Fuente: Banco Central de Reserva

Saldo de bonos privados (Millones de US$)



Fuente: Banco Central de Reserva

En este sentido, el Banco Central (2003) afirma que el costo de crédito se ve incrementado por: (i) la falta de información para evaluar la capacidad de pago de cada agente crediticio; (ii) la falta de garantías para respaldar el crédito; (iii) el lento proceso de recuperación o ejecución en caso de morosidad o insolvencia; (iv) la falta de instancias adecuadas en el poder judicial para solucionar casos financieros y (v) la insuficiencia de los mecanismos arbitrales en conflictos de temas financieros. De igual manera, el Doing Business 2005, elaborado por el Banco Mundial, señala que el Perú tiene un bajo índice de derechos legales[4/] frente a la media de la región (2,0 y 3,8, respectivamente). Asimismo, se señala que el costo de hacer respetar el cumplimiento de los contratos representa el 34,7% del total de la deuda, nivel por encima del promedio de América Latina (23,3%).

Por ello, se considera que un esquema útil para solucionar estas imperfecciones sería la aplicación de una serie de reformas en el marco legal y contractual, las cuales tengan como objetivo la reducción de la duración de los procesos judiciales y, por consiguiente, su costo. Además, estas medidas debieran ir acompañadas con la capacitación en materia financiera de los encargados de resolver los conflictos de naturaleza económica.

En el caso del deudor, el principal problema que enfrentan es la falta de información sobre las características y costos de los servicios que ofrecen las instituciones financieras. En este sentido, el BCR y la SBS, sostienen que lo que corresponde hacer es mejorar la transparencia en la información sobre los costos efectivos del financiamiento, ya que ello le permitirá al usuario tomar una decisión adecuada a su interés y capacidad de pago.

De igual manera, **el alto grado de dolarización de la economía** mantiene vigente los efectos negativos que podrían darse ante un incremento en el riesgo cambiario sobre la calidad de la cartera crediticia. En este sentido, es importante destacar las medidas implementadas por las entidades reguladoras para complementar el proceso de desdolarización que se viene observando, ya que éstas apuntan a un cambio gradual en las preferencias de los ofertantes como de los demandantes. Asimismo, es primordial para la desdolarización de la actividad económica contar con fondeo de largo plazo en moneda nacional. Por ello, es meritorio el esfuerzo que viene realizando el Estado para crear, a través de la emisión de bonos soberanos, una curva de rendimientos en moneda nacional. Ello facilitará la participación de los agentes privados en este tipo de transacciones, reforzando así el proceso de desdolarización[5/]. Cabe destacar que este proceso deberá desarrollarse, tal como viene ocurriendo hoy en día, en un escenario de estabilidad monetaria, en donde tanto la inflación como sus expectativas estén controladas por el Banco Central.

Pese a las limitaciones ya mencionadas, la buena salud que muestran los indicadores financieros, así como la reducción de las vulnerabilidades macroeconómicas, han permitido una reducción en los costos del financiamiento y una demanda crediticia más solvente, facilitado de esta manera el acceso al crédito.

Finalmente, esta situación estaría fomentando un crecimiento sostenido del crédito bancario, generando además, un efecto positivo en el crecimiento económico de largo plazo, tal como lo señala Levine, Loayza y Beck (1999), ya que los agentes podrán emplear sus recursos de manera más eficiente en sus decisiones de ahorro e inversión.

Bibliografía

- Banco Central de Reserva (2003). *"El Costo del Crédito"*.
- Carranza, L. (2002). *"Tipo de Cambio, Actividad Económica y Fragilidad Financiera: La Experiencia Peruana"*. En""Ensayos sobre Colombia y América Latina". BBVA.
- Levine, R.; Loayza, N. y Beck, T. (1999). *"Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes"*. Banco Central de Chile Working Paper 56.
- Morón, E. y Castro, J. (2003). *"Desdolarizando la Economía Peruana: Un Enfoque de Portafolio"*. CIES-BCRP.

[1/] Ello podría estar asociado a que estos capitales no se le aplicaba encaje, a diferencia de los depósitos locales en moneda extranjera, en donde el encaje bordeaba el 40%.

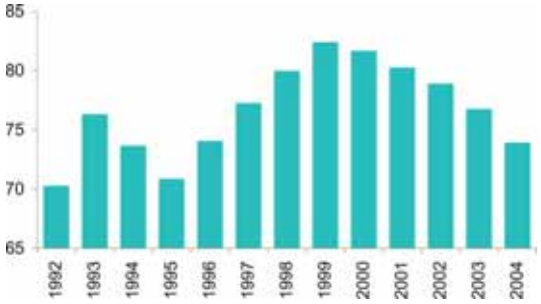
[2/] La literatura económica define este suceso como *credit crunch*.

[3/] Dicho término hace referencia a que uno de los agentes, ya sea al acreedor ó el deudor, tiene mayor información respecto a la probabilidad de cumplimiento del contrato.

[4/] Dicho índice puede tomar un valor entre 0 y 10, donde un mayor valor indica que las leyes están mejor diseñadas para expandir el acceso al crédito.

[5/] Como muestra de ello, ya se han empezado a ofrecerse créditos hipotecarios en soles, tanto en el sector privado (BBVA Banco Continental) como en el público (Programa Mivivienda).

Dolarización de los créditos bancarios (% del total)



Fuente: Banco Central de Reserva

Estadisticas 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	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8
Demanda Interna	-3,1	2,3	-0,6	4,1	3,5	3,8
Consumo Privado	-0,4	3,7	1,5	4,4	3,1	3,4
Consumo Público	3,5	3,1	-0,9	0,2	2,9	3,8
Inversión Privada	-15,2	-2,1	-4,7	0,1	5,8	9,3
Inversión Pública	6,3	-14,7	-22,9	-4,8	3,2	5,5

Fiscal	(% del PBI)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,7	14,9	14,4	14,4	15,0	15,2
Gasto No Financ. Gob. Central	16,0	15,8	15,2	14,7	14,9	14,6
Resultado Económico SPNF	-3,2	-3,4	-2,4	-2,3	-1,7	-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	6.088	6.955	7.026	7.714	9,091	12.617
Importaciones	6.743	7.366	7.221	7.422	8.255	9.824
Balanza Comercial	-655	-411	-195	292	836	2.793
Balanza en Cta. Cte.	-1.465	-1.526	-1.144	-1.063	-935	-10
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	4,8	5,3	4,5	Exportaciones	12,6	14,5	15,0
Consumo Privado	3,4	4,2	3,9	Importaciones	9,8	11,5	12,5
Inversión Privada	8,7	9,0	7,5	Balanza Comercial	2,8	3,0	2,5
Producción Manufacturera	6,7	5,0	5,0	Balanza Cta. Cte.	-0,0	-0,1	-0,4
Inflación	3,5	2,3	2,5	Reservas	12,6	14,2	15,0

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Situación Económica Colombiana	BBVA América	Bogotá, Abr 05
Coyuntura Macro y Financiera	Presidencia JD Bancomer	Bogotá, May 05
La Economía Colombiana	Cervecería Polar	Bogotá, Jun 05

Buenos Aires www.bancofrances.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
El Futuro del Sistema Financiero: Perspectivas Económicas	Forum-Executive Information	Buenos Aires, Abr 05
Argentina: Los Grandes Desafíos del 2005	Banca Corporativa-Banca Empresas	Buenos Aires, Abr 05
El Crédito como Motor de Crecimiento de la Economía Argentina	CMS-Credit Management Solutions	Buenos Aires, Jun 05

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	FUNDES	Caracas, Abr 2005
El sector farmacéutico en el Actual Entorno Macroeconómico	Banca Mayorista Global	Caracas, Abr 2005
Perspectivas Macroeconómicas e impacto en el Sector de Autopartes	Laramotriz 2005	Barqusimeto, May2005
Perspectivas Macroeconómicas e Impacto en el Sector Industrial	Principales Clientes	Valencia, Jun 2005

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Principales Clientes	Trujillo, Abr 05
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Cámara Comercio de España	Lima, Abr 05
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Banca Mayorista Global	Lima, Abr 05
Perú: Economic Perfomance	MBA University of Baltimore	Lima, Abr 05
Situación Económica	Moody's	Lima, May 05
Perú: Economic Perfomance	MBA Desales University	Lima, May 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Universidad Agraria La Molina	Lima, Jun 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Europe: Just a Modest Cyclical Recovery	The Institute of International Finance	Madrid, Abr 05
Globalization and Latin America: Joining Asia's Bandwagon	Banco Interamericano de Desarrollo	Okinawa, Abr 05
Housing Markets	Bank for International Settlements	Basilea, Abr 04
Are the stars lined up?: Keys to growth in Latin America	Clientes Corporativos	Hong Kong, Abr 05
Blurred Recovery?: Argentina After the Crisis	Clientes Corporativos	Londres, Abr 05
El Entorno Exterior de la Economía Catalana	Clientes Corporativos	Barcelona, May 05
La Emergencia de China: Retos y Oportunidades para América Latina	Banco Interamericano de Desarrollo	Washington, May 05
Exchange Rate Strategies in Latin America	Banco Interamericano de Desarrollo	Washington, May 05
Presentación del nuevo Situación Portugal	Clientes Corporativos	Lisboa, Jun 05

México www.bancomer.com.mx

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Escenario Económico y Financiero en México	Consejo Regional	D.F., Puebla, May 05
Mexico: Economic and Financial Outlook	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., May 05
Efectos Potenciales de la Revaluación del Yuan en México	Comité de Mercado, Estrategia y Fondos	México, D.F., May 05
Escenario Económico y Financiero en México 2005-2007	Jornadas de Planeación Hipotecaria Nacional	México D.F., May 05
International Business Strategies in Latam, The BBVA Case	BBVA USA	Atlanta, May 05
Perspectivas Estados Unidos: Entre el Petróleo y el "Soft Patch"	Periodistas Puerto Rico	San Juan, May 05
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Mercado y Estrategia	México D.F., May 05
Escenario Económico y Financiero en México	Reunión Nacional ANTAD	México D.F., Jun 05

Santiago www.bhif.cl

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
De la Recuperación al Crecimiento	Clientes BBVA	Temuco, May 05
Acuerdos Comerciales y Competitividad: Desafíos para Chile	Academia Politécnica Militar	Santiago, May 05
Panorama General de la Economía de Chile	Universidad Adolfo Ibáñez	Santiago, Jun 04

BBVA Banco Continental

Interesados dirigirse a:

Gerencia de Estudios Económicos BBVA Banco Continental Av. República de Panamá 3055, Piso 17, San Isidro, T: 211-2042 www.bbvabancocontinental.com

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

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.