

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Cuarto trimestre 2005



Cuidando las cuentas fiscales  
El momento de la expansión  
Los costos de la rigidez laboral  
China: oportunidades y desafíos para la región  
Se amplía el diferencial de tasas  
Crisis financieras y contagio  
Artículo: la volatilidad de los flujos de capitales  
en el Perú: 1990-2005

# Índice

Fecha de Cierre: 07 de octubre del 2005

## Editorial

Cuidando las cuentas fiscales	2
En esta edición	3

## I. Entorno internacional

Mirando los riesgos	4
Latinoamérica, la acumulación de reservas y la política monetaria	6

## II. Entorno macroeconómico

El momento de la expansión	7
Agenda pendiente: mejoras institucionales	8
Recuadro: costos de la rigidez laboral	10
Recuadro: China: oportunidades y desafíos para la región	12
Inflación sigue a la baja	13

## III. Entorno financiero

Se amplía el diferencial de tasas... ¿y qué se espera hacia futuro?	14
Recuadro: crisis financieras y contagio	16

## IV. Artículo

La volatilidad de los flujos de capitales en el Perú: 1990-2005	17
---	----

## V. Estadísticas y proyecciones

20

## VI. Índice de actividades

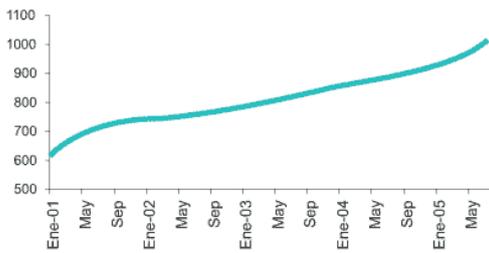
21

## Han elaborado esta publicación

David Tuesta Cárdenas  
Hugo Perea Flores  
Sergio Salinas Meza

davidtuesta@continental.grupobbva.com  
hperea@continental.grupobbva.com  
ssalinas@continental.grupobbva.com

Gastos en remuneraciones: Tendencia (en millones de soles)



Fuente: BCRP

Ingresos tributarios temporales y extraordinarios (como % del PBI)

Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF)	0.3
Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN)	0.4
Aumento de un punto adicional en la tasa del IGV	0.4
Factores cíclicos (commodities)	0.3
<b>Total</b>	<b>1.4</b>

Fuente: MEF, IPE

Cuidando las cuentas fiscales

Entrando al último trimestre del año, los indicadores económicos se muestran bastante favorables. Sin embargo, se debe anotar que en gran medida han respondido al excelente contexto internacional cuyo ciclo de expansión ha continuado alargándose, pero que empezará a corregir. Si bien, existe consenso en que esta corrección será gradual, el escenario actual no está exento de grandes incertidumbres, siendo el precio del petróleo una de las variables que mayor inquietud genera. A ello se le añaden los enormes desequilibrios de los Estados Unidos, las burbujas generadas en el mercado de bienes raíces, las debilidades de Europa, así como las dudas respecto a la sostenibilidad del crecimiento chino. Para el caso peruano, debiéramos incluso añadir los riesgos de que el congreso norteamericano no apruebe el TLC que aún está negociándose. Aunque son relativamente bajas las probabilidades de que estos elementos de riesgo se materialicen en el corto plazo, sí es razonable otorgarle alguna probabilidad de ocurrencia por lo que las políticas económicas locales debieran tomarlas en cuenta.

Hay varios indicadores que nos permiten afirmar que estamos mejor preparados para amortiguar los efectos negativos de un eventual escenario de riesgo. Al respecto, cabe señalar que este gobierno ha tomado decisiones positivas durante su gestión. Una de ellas, la más importante en el largo plazo, está referida a la reforma constitucional que permitió la reestructuración del sistema de pensiones públicas (“cierre de la 20530”) y que permitirá ahorros de US\$ 5 000 millones en los próximos 20 años. Asimismo, otra medida destacable, fue la decisión de re-perfilar nuestra posición de deuda con el Club de París, que permitió el pre-pago de US\$ 1 550 millones financiado por la emisión de bonos soberanos, reduciendo así la “jiba” de pagos que se aproximaba.

A los aspectos mencionados, suele atribuirse como otro logro, el hecho que durante el presente gobierno, se haya logrado que el déficit del sector público no financiero se reduzca a 1,0% del PBI. En contra de ello, sin embargo, no debe perderse de vista la clara tendencia a incrementar gastos corrientes, especialmente en el rubro de remuneraciones y pensiones, que han tenido que ser financiados con mayores cargas impositivas sobre el reducido sector formal: el incremento en un punto en la tasa del IGV, la imposición del Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN) y la puesta en marcha del cuestionado Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF). Adicionalmente, la importante mejora en las cotizaciones internacionales permitió contar con ingresos extraordinarios (o temporales) estimados en más del 1,0% del PBI.

Otro aspecto a señalar es que durante este último año se vienen presentando decisiones fiscales que preocupan. La primera, relacionada al crédito suplementario del presupuesto del 2005, que incrementó el gasto programado para este año en aproximadamente 7,0% en términos reales, decisión que violó la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal, que establece un límite de 3,0%. Otra de estas decisiones se encuentra en los compromisos financieros que los futuros gobiernos tendrán que asumir por el desarrollo de infraestructura. Mientras tanto, se generan dudas respecto a si se seguirán incorporando mayores obligaciones.

En este sentido, queda la sensación de que quizás se haya desaprovechado una oportunidad brillante para fortalecer las cuentas públicas. En lo que va del 2005, por ejemplo, queda claro que en lugar de alcanzarse un déficit de 1,0% del PBI, como se tiene proyectado, bien pudo haberse generado un superávit, lo cual hubiera sido una señal importante para los mercados internacionales y clasificadoras de riesgo que últimamente vienen discutiendo los elementos que faltan para que el Perú alcance el Grado de Inversión. De acuerdo al reporte “Is Perú Heading Toward Investment Grade?” de Standard & Poor’s, la evolución fiscal será central. Esperemos que en los meses que faltan, los funcionarios del Ministerio de Economía tengan la fuerza suficiente para imponer la disciplina requerida y evitar que nuestra historia siga pareciéndose a la ya mencionada sentencia de Basadre: “una historia de oportunidades perdidas y de posibilidades no aprovechadas”.

## En esta edición....

La economía continúa mostrando un buen desempeño, y la probabilidad de que el próximo año sea también favorable es elevada. No obstante, se espera que esta tendencia empiece a desacelerarse al ritmo que lo haga el crecimiento económico mundial, tal como ya ha empezado a observarse. En nuestra sección de **Entorno internacional**, discutimos los principales aspectos detrás de esta tendencia, focalizando la atención sobre las principales incertidumbres que se ciernen sobre el contexto actual y que eventualmente pudieran configurar un escenario menos favorable. Una de estas variables inciertas es el precio del petróleo y su impacto sobre el crecimiento, la inflación, las variables financieras y las expectativas. El análisis desarrollado en esta sección concluye, finalmente, que existen importantes elementos que debieran amortiguar los efectos del petróleo, manteniendo, por tanto, como escenario base, un contexto de ajuste gradual de las economías.

A partir del escenario de ajuste gradual que esperamos en el ámbito externo, desarrollamos nuestra sección de **Entorno macroeconómico**, donde discutimos los fundamentos detrás del contexto de crecimiento actual. En este sentido, las perspectivas para los próximos doce meses continúan siendo favorables, anticipándose un crecimiento que se aproximaría al 6,0% al finalizar el año, para empezar luego con un proceso de desaceleración en el que se registraría una expansión económica algo menor (alrededor del 5%) en el 2006. Considerando que el escenario internacional presenta algunas incertidumbres, destacamos en esta sección, las fortalezas desarrolladas durante el proceso de expansión que podría amortiguar eventuales escenarios de riesgo, no obstante el flanco fiscal, continúa mostrándose vulnerable. En otro tanto, en nuestra sección de **Entorno financiero**, focalizamos la discusión en el actual escenario de las tasas de interés, donde la Reserva Federal de los Estados Unidos ha continuado con su senda de incremento de tasas desde junio del año pasado llevándolas a 3,75% en septiembre (y lleguen probablemente a 4,25% a finales de año), mientras que localmente el Banco Central de Reserva, continúa manteniendo las tasas en 3,0%, generándose desde hace tres meses un escenario atípico de tasas de corto plazo en soles menores a las correspondientes en dólares.

Dentro de las dos secciones previas, hemos preparado en esta oportunidad tres recuadros de análisis. En el primero, bajo el título de **China: oportunidades y desafíos para la región**, tratamos de sistematizar los diferentes elementos que plantea el dinamismo de la economía China para el Perú, destacándose la enorme importancia para nuestra economía de establecer lazos comerciales más intensos. Luego, en el recuadro titulado **Costos de la rigidez laboral**, realizamos un análisis de los efectos del actual marco legal sobre las posibilidades de desempeño a largo plazo de nuestra economía. Para ello se enfatizan los efectos de estas restricciones sobre la tasa de desempleo, la informalidad y los efectos sobre el crecimiento de la economía peruana. El tercer recuadro, **Crisis financieras y contagio**, discute brevemente las situaciones de *stress* experimentadas a nivel regional en situaciones puntuales y que infligen fuertes daños a las economías. El tema es relevante considerando que entre diciembre de este año y el próximo se presenta un escenario de ocho elecciones presidenciales en Latinoamérica, ante lo cual será importante el grado en se hayan logrado desarrollar mayores fortalezas financieras.

Finalmente presentamos el artículo "**La volatilidad de los flujos de capitales en el Perú: 1990-2005**", en el cual se hace una revisión teórica sobre las ventajas y desventajas de la libre movilidad de capitales, así como un recuento de la experiencia observada en el Perú en esos años. El artículo resalta la importancia de la libre movilidad de los capitales, pero considera que ésta por sí misma no asegura un crecimiento en el largo plazo, ya que requiere una serie de reformas adicionales para así evitar la repetición de los episodios de crisis a finales de los 90's.

## I. Entorno internacional

### Mirando los riesgos

La evolución reciente de los mercados financieros ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico ligadas al aumento del precio del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado. Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rentabilidades de largo plazo por debajo de lo que se había esperado, tanto en Estados Unidos como en Europa. En EE.UU., es significativo que las tasas a 10 años se sitúen actualmente por debajo de los observados al inicio del ciclo alcista de tasas en junio de 2004, a pesar de que las tasas oficiales han aumentado del 1 al 3,75%. Ahora bien, no es menos destacable el caso europeo, en el que las tasas a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles que no se observaban en Alemania desde el siglo diecinueve, salvando evidentemente las distancias en la comparación histórica.

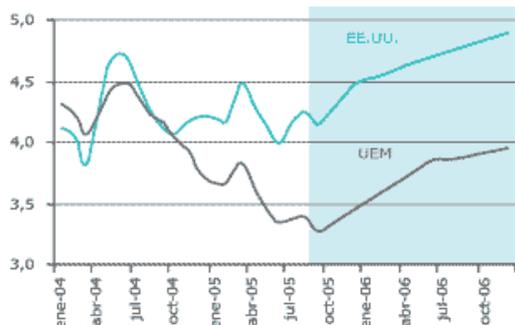
Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con el entorno económico global y la posibilidad de una recesión de la economía en la que el petróleo podría actuar como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, las tasas de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, las tasas de largo plazo van a seguir situados en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

El precio del petróleo, que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril, supera actualmente los niveles de US\$ 60. A pesar de estos niveles, la economía mundial mantiene un notable dinamismo. Tan sólo se produce una moderada desaceleración desde los niveles máximos de crecimiento de 2004. El carácter gradual de la subida de precios que ha permitido un ajuste de las expectativas de los agentes, la mayor eficiencia energética o el menor protagonismo de los mecanismos de indiciación salarial han facilitado que el impacto de los incrementos del precio del crudo sobre la economía hayan sido moderados. En realidad, junto con el choque del petróleo, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente este choque. Como resultado de esta globalización, el comercio mundial es más dinámico y hay mayor oferta relativa de fuerza de trabajo, lo que contribuye a abaratar los costos laborales de las empresas. El sector corporativo, que había realizado un notable proceso de saneamiento, muestra un crecimiento significativo de los beneficios, que aumentan su participación en el producto nacional en detrimento de las rentas salariales.

Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada, pero no todas las incertidumbres están despejadas. En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra muy vulnerable a cualquier choque, y en un contexto de aumento del riesgo geopolítico es posible un escenario de mayores precios del petróleo.

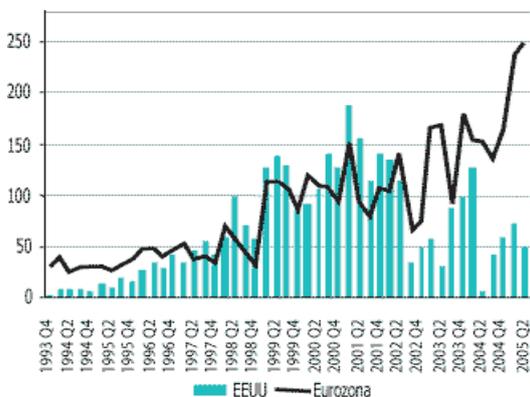
En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EE.UU., el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tasas oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutras en los primeros meses de 2006. En este sentido, cabe esperar que la Reserva Federal mantenga una pauta de subidas graduales hasta alcanzar tasas de 4,75%.

### Tasas a 10 años y previsiones



Fuente: U.S. Treasury y BBVA

### Emisión neta de deuda (en miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA

### UEM: Flujo de fondos acumulados en bonos y tasa a 10 años



Fuente: BBVA

Más compleja es la gestión de la política monetaria en la UEM, donde la actividad no termina de mostrar un gran dinamismo y, con una inflación cerca del objetivo del BCE, es posible que la subida del precio del petróleo, retrase el inicio del ciclo alcista de tasas de interés a finales de 2006. El diferencial de tasas de interés apoyaría al dólar que en su cambio con el euro cotizaría en el rango 1,17-1,25.

En tercer lugar, debe vigilarse el canal de las expectativas. Aunque algunos canales de impacto del petróleo a la economía, como el salarial, podrían haberse debilitado, las expectativas se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EEUU las tasas de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice el 2006. En Europa, se producirían descensos de las tasas desde el nivel actual del 2% hasta el 1,5%. No se descarta en este escenario alternativo un sesgo del dólar hacia la depreciación, en el rango 1,25-1,33.

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EE.UU. y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, incluso en este escenario, es posible que las tasas de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido al alza.

La razón para ello es que se observa una importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera. La tasa de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y de la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversores se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando. Esto sí, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países. Los países industrializados están reduciendo su ahorro. Sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de las tasa de interés reales. Además, cuando se analizan las tasas de interés nominales de largo plazo, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir las rentabilidades. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha supuesto una reducción de las primas de riesgo por plazo en las tasas de interés de los bonos de mayor duración.

Bajas tasas de interés generan flujos de capital en busca de rentabilidad hacia los países emergentes. Las divisas de estos países se aprecian. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajas las tasas, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial.

Como ejemplo puede destacar lo ocurrido en el mercado europeo, donde el atractivo de la deuda ha derivado en un mercado más amplio, líquido y eficiente, y también ha tenido que ver con factores regulatorios (que afectan a las compañías de seguros y fondos de pensiones). El mercado de deuda europeo ha aumentado significativamente su dimensión: mientras en EE.UU. se reducen las emisiones netas de deuda, en Europa están aumentando. Ello configura un mercado de tamaño relativo creciente. Ahora bien, la demanda de bonos ha absorbido ampliamente este crecimiento de la oferta. El stock de bonos de los fondos de inversión europeo está en máximos desde 1999.

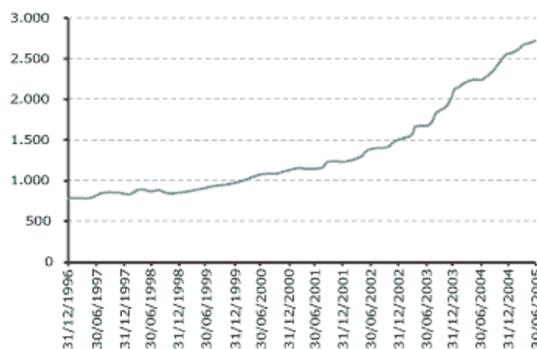
Con todo ello, los aumentos esperados para las tasas de interés de largo plazo serán limitados. En EE.UU., las rentabilidades a 10 años podrían terminar el año 2006 con tasas del 4,9%. En Europa en el 3,8%. El sesgo en las previsiones es además a la baja si se intensifican estos flujos de capital.

### Tipo de cambio Dólar-Euro



Fuente: Bloomberg y BBVA

### Stock de RIN mundiales (miles de millones de dólares)



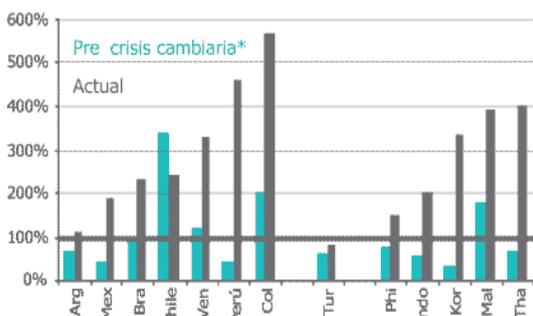
Fuente: BBVA

### Cuadro de previsiones (promedios)

Escenario base			
<b>Tasas oficiales</b>	<b>Septiembre</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
EE.UU.	3,50	3,20	4,70
UEM	2,00	2,00	2,15
<b>Tasas 10 años</b>	<b>Septiembre</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
EE.UU.	4,17	4,30	4,85
UEM	3,12	3,40	3,65
<b>Tipo de cambio</b>	<b>Septiembre</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Dólar-euro	1,23	1.20-1.25	1.17-1.25

Fuente: BBVA

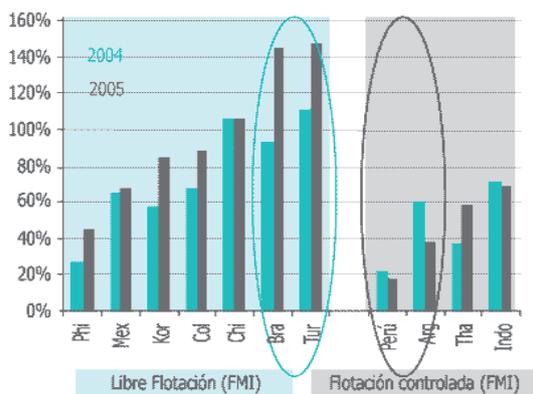
### Reservas internacionales (como % de la deuda externa de corto plazo)



\* Se computa el año previo a la crisis de balanza de pagos y ruptura del régimen cambiario en cada uno de los países.

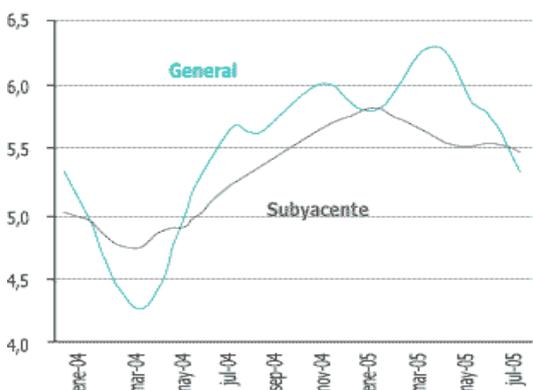
Fuente: BBVA en base a IIF

### Volatilidad media anualizada, relativa a la volatilidad del dólar euro



Fuente: BBVA

### Inflación general y subyacente en Latam (var. % anual)



Fuente: BBVA en base a Bloomberg, y fuentes nacionales

## Latinoamérica, la acumulación de reservas y la política monetaria

En los últimos dos años, los flujos de reservas han adoptado un papel protagonista en la evolución de los flujos internacionales de capitales. La acumulación de reservas de los mercados emergentes ha sido significativa, en particular en la región latinoamericana. Así, Perú, Venezuela y Argentina han sido los que más reservas han acumulado dentro de la región en términos del PBI. Ante ello, es válido plantearse algunos interrogantes para el futuro: ¿tiene límites esta creciente compra de reservas?, ¿es el reflejo del denominado “miedo a flotar” en medio de un contexto de tipos de cambio en teoría más flexibles?, ¿plantea alguna inconsistencia con las políticas domésticas, en particular, con la política monetaria?.

Tres son las principales razones que dan los bancos centrales para intervenir activamente en los mercados de divisas, de acuerdo a una encuesta reciente realizada por el BIS. La primera de ellas es lo que se podría denominar un objetivo de nivel. Es decir, mantener un tipo de cambio competitivo para impulsar así el sector exterior y el crecimiento. Sin embargo, el Tipo de Cambio Efectivo Real, variable relevante para la competitividad, no se puede controlar por períodos prolongados de tiempo. De momento, la experiencia reciente refleja que, a excepción de Brasil, los países que contaban con tipos de cambio infravalorados un año atrás han mantenido esta situación.

La segunda de las razones es un objetivo de volatilidad cambiaria. Es decir, renunciar en menor o mayor medida al tipo de cambio como un precio de ajuste en la economía. Este “miedo a flotar”, aun en períodos de presiones apreciatorias, ha sido la pauta reciente en algunos países emergentes, con mayor claridad en los casos de Perú y Argentina. Ahora bien, la posición de sus respectivas divisas respecto al equilibrio es muy diferente. La infravaloración del peso argentino podría estar reflejando un sesgo hacia el primer objetivo, esto es, la competitividad del sector exportador. El caso peruano, por su parte, sin aparentes desviaciones respecto a su nivel de largo plazo, posiblemente responda a la restricción que impone el aun elevado grado de dolarización. La tercera y última razón consiste en la acumulación de reservas internacionales en momentos favorables de flujos como el actual, con el objetivo de mejorar la solvencia exterior. Con todo, es difícil conocer a cuál de los tres objetivos apuntan las autoridades de un determinado país en un determinado momento. En todo caso, estos objetivos no necesariamente deben ser excluyentes.

Se debe considerar que la compra de reservas por parte de los bancos centrales se traduce inicialmente en un aumento del stock de circulante monetario en la economía. Esto, en principio, implica una relajación de las condiciones monetarias, lo cual podría implicar, eventualmente en un potencial problema para la política monetaria y el control de la inflación. Así, la forma en la que usualmente responden los bancos centrales es a través de una política de esterilización para drenar del mercado los posibles excesos de liquidez. Esta ha sido la pauta reciente de algunos bancos centrales. Ahora bien, en teoría es difícil mantener por períodos prolongados de tiempo esta política de intervenciones esterilizadas. Antes o después, el mercado debería comenzar a demandar mayores tasas de interés en los instrumentos de esterilización y/o menores plazos. No obstante, las tasas de interés se encuentran, en la mayoría de los casos, en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. En especial, en aquellos países que más están interviniendo en sus mercados de divisas.

Ahora bien, esta reacción de algunos bancos centrales que, a priori, podría calificarse como “lenta” no se está reflejando, de momento, en un balance negativo en la evolución y en las expectativas de inflación. América Latina en conjunto está experimentando una buena evolución de los precios, a excepción de Argentina con una inflación de dos dígitos, sin expectativas de mejora a corto plazo.

Con todo, la experiencia reciente indica que la política permanente de intervenciones esterilizadas parece tener algún límite. Sobre todo en los países que persiguen niveles muy competitivos en sus divisas y, a la vez, objetivos de inflación controlada. Ellos sí que parecen estar atravesando por un dilema de política monetaria.

## II. Entorno macroeconómico

### El momento de la expansión

En el actual ciclo expansivo, la economía peruana viene registrando importantes tasas de crecimiento. Así, la expansión acumulada del PBI en los últimos 4 años supera el 20%. En este periodo, los soportes de la actividad económica han sido, principalmente, las exportaciones y la inversión privada. Se espera que en los próximos meses, tanto el consumo privado como el gasto público brinden un mayor impulso.

Al analizar el comportamiento reciente de los principales componentes del PBI, se encuentra que las exportaciones registraron un incremento real de 17,2% en los primeros 6 meses del año. Las principales características que explican este dinamismo se relacionan a: (i) los mayores precios de las materias primas, (ii) la mayor diversificación de productos exportados –especialmente los no tradicionales- y (iii) la presencia de nuevos mercados para el comercio. Asimismo, es importante mencionar que la actual evolución de las exportaciones no tradicionales ha tenido un efecto positivo en el crecimiento de la manufactura no primaria.

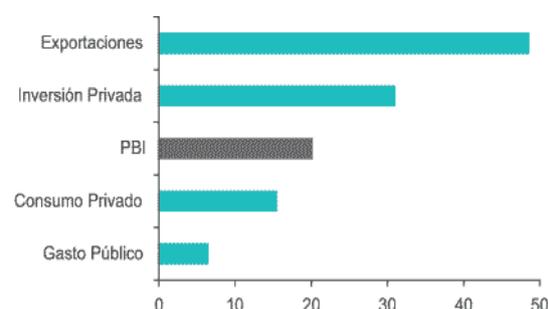
Por el momento, no se percibe una posible desaceleración de las exportaciones en el corto y mediano plazo. En el caso de los productos tradicionales, se observa que los precios *spots* y futuros de los *commodities* se mantienen en niveles elevados respecto a los registrados a inicios de la presente década. Si bien por el lado de los no tradicionales existe una preocupación por la competencia de países como China, ésta no debiera afectar de manera significativa el dinamismo de sectores como el textil y confecciones, ya que el país asiático apunta, al menos en el corto plazo, a un mercado diferente al de nuestras exportaciones (Ver recuadro “**China: oportunidades y desafíos para la región**”).

La inversión privada ha mostrado una recuperación sostenida, habiendo registrado una variación interanual de 10,0% en el primer semestre del año. Una característica importante que viene mostrando este componente es que, a diferencia de años anteriores, no sólo se viene observando proyectos mineros y energéticos de gran envergadura (Alto Chicama, Cerro Verde, Camisea, entre otros), sino también inversiones de empresas medianas.

Si bien los megaproyectos siguen siendo los de mayor relevancia -se estima que en los próximos años dichas inversiones ascenderían a alrededor de US\$ 10 000 millones-, la presencia de proyectos de inversión de menor tamaño en sectores beneficiados por el crecimiento de la demanda, tanto interna como externa (llámese manufactura, agroindustria, comercio), es reflejo de mejoras en las expectativas de los empresarios y de mayores oportunidades de trabajo.

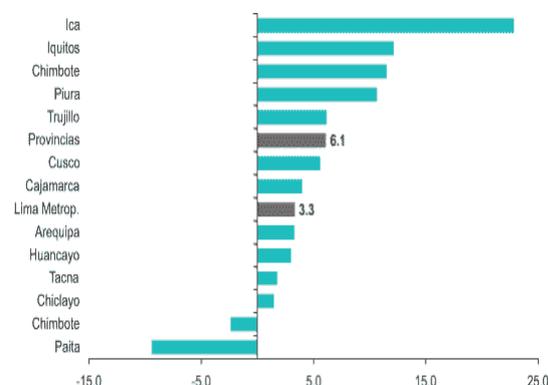
Así, según información del Ministerio de Trabajo, en el periodo enero-julio el empleo en empresas de 10 y más trabajadores del área urbana se incrementó en 4,0%. No obstante, lo más resaltante de este dato es que el mayor crecimiento se registró al interior del país, 6,1%, frente al 3,3% en Lima Metropolitana.

### Crecimiento acumulado (var.% real, II trim. 2001 - II trim. 2005)



Fuente: BCRP

### Empleo urbano en ciudades (var. % acumulada, ene-jul)



Fuente: MTPE

### Demanda agregada: últimos datos trimestrales

(% anual)	III-04	IV-04	I-05	II-05
Consumo total	3,9	4,1	4,3	4,7
Privado	3,6	4,0	4,0	4,4
Público	6,8	5,1	10,8	6,7
Formación Bruta de Capital Fijo	7,5	13,4	6,3	13,0
Privada	6,3	11,0	6,6	13,5
Pública	-14,4	23,1	4,1	9,8
Demanda Interna	3,2	5,5	4,5	4,3
Exportaciones de Bienes y Servicios	17,4	21,0	17,9	16,4
Importaciones de Bienes y Servicios	10,4	16,1	10,2	8,8
<b>PBI</b>	<b>4,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>

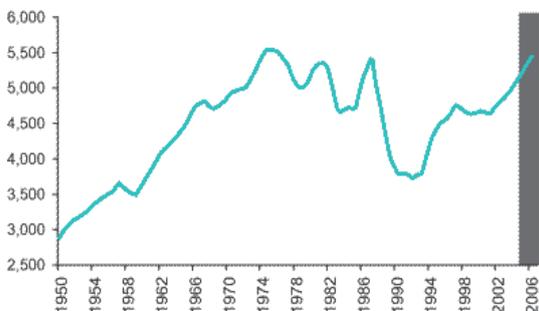
## Situación Perú

### Balance fiscal (% del PBI)



Fuente: BCRP

### PBI per cápita: 1950-2006 (en soles reales de 1994)



Fuente: BCRP y BBVA

Sin embargo, es importante mencionar que las tasas de crecimiento del empleo podrían ser mayores si se contara con una legislación laboral más flexible (Ver el Recuadro “**Costos de la rigidez laboral**”).

Por su parte, el consumo privado también viene expandiéndose de manera sostenida, acumulando una variación de 4,2% en la primera parte del año. Esta evolución positiva se ve reflejada en el comportamiento de diversos indicadores tales como de las importaciones de bienes de consumo, créditos de consumo, ventas de supermercados, entre otros, los cuales vienen creciendo de manera importante en lo que va del año. De igual manera, se observa una tendencia al alza en el índice de confianza del consumidor (INDICCA), especialmente respecto a su situación económica en los próximos meses, señal de que la solidez del consumo privado se mantendría en los siguientes meses.

En lo que se refiere a las cuentas públicas, cabe mencionar que en el primer semestre se ha obtenido un superávit cercano al 2,5% del PBI. Este buen resultado estaría indicando que la meta fiscal para el presente año (1,0% del PBI) se cumpliría sin sobresaltos. No obstante, es probable que en lo que resta del año, dado el actual escenario político (año preelectoral y mayores demandas sociales), se de un incremento en los gastos fiscales. Si bien ello no pondría en riesgo el cumplimiento de la meta fiscal dado el amplio margen de gasto existente, lo óptimo sería reducir aún más nuestra vulnerabilidad en el ámbito fiscal.

Por todo ello se considera, que el 2005-2006 será un periodo positivo en términos de crecimiento, en gran medida porque la actividad será impulsada por las exportaciones y la inversión privada. De igual modo, el crecimiento del empleo y de la confianza de los consumidores incrementará el consumo privado y esto, a su vez, generará efectos positivos adicionales sobre la demanda interna.

Si bien los logros obtenidos hasta la fecha han sido destacables, lamentablemente aún éstos son insuficientes, ya que de mantenerse el escenario económico descrito con anterioridad, la economía peruana recién estaría superando el nivel de PBI per capita de los años 70's.

### Agenda pendiente: mejoras institucionales

Recientes informes de la clasificadora Standard & Poor's (“**BB Level Sovereigns: On an Improving Trajectory, but still Vulnerable**” y “**Is Peru Heading Toward to Investment Grade?**”) resaltan el importante desempeño que viene mostrando la economía peruana en los últimos años. Así, considera que además de la estabilidad macroeconómica, el reciente reperfilamiento de la deuda con el Club de París, las emisiones de bonos en moneda nacional, la autonomía del Banco Central, entre otras, lo encaminan como uno de los principales candidatos a grado de inversión en los próximos 3 años. Sin embargo, Standard & Poor's señala que aún quedan pendientes ciertas reformas, las que de llevarse a cabo permitirían que el crecimiento sea sostenible en el largo plazo.

### Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	III-04	IV-04	I-05	II-05
<b>PBI</b>	<b>4,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>
Agropecuario	-0,8	2,8	2,5	6,3
Pesca	46,2	27,0	12,3	-3,1
Minería	1,4	5,0	0,8	4,4
Manufactura	6,3	9,1	5,6	7,3
- Primaria	4,2	6,5	-1,2	-0,6
- No Primaria	6,8	9,8	7,0	9,5
Construcción	3,5	4,4	2,8	7,4
Comercio	5,4	9,2	7,8	6,5
Servicios	5,2	6,5	7,6	5,0

Entre éstos, destaca la alta dolarización de la economía, el elevado endeudamiento del sector público y la falta de institucionalidad.

De otro lado, la publicación “**Doing Business 2006**”, elaborada por el Banco Mundial, revela la necesidad de implementar reformas para facilitar el desarrollo de los negocios. Por ejemplo, el informe indica que el Perú muestra un retroceso en los procesos para registrar una propiedad (incremento en el número de procedimientos requeridos y en el tiempo que demora), así como para iniciar un negocio (mayores costos y duración para el inicio del mismo). Ello termina generando mayores incentivos para seguir siendo informal en la economía.

Adicionalmente, el Banco Mundial señala que todos los países clasificados en los primeros lugares se caracterizan por tener una regulación menos costosa y engorrosa -lo que permite que las empresas sean productivas y generen mejores empleos -, centrando su legislación en la protección de los derechos de propiedad y la prestación de servicios sociales. Asimismo, estima que la aplicación de dichas reformas en las economías que se caracterizan por las mayores dificultades para iniciar un negocio, permitiría reducir la informalidad y el desempleo hasta en 9 y 4 puntos porcentuales, respectivamente.

Por su parte, el Fondo Monetario (FMI), en su reciente informe “**World Economic Outlook: Building Institutions**”, menciona que los principales beneficios de tener instituciones sólidas es el respeto a los derechos de propiedad y la seguridad de que las personas puedan tener igualdad de oportunidades.

Según la experiencia recogida por el FMI, estas reformas tienden a ocurrir en: (i) los procesos de apertura comercial -ya que las empresas al buscar competir en igualdad de condiciones en el exterior aunado con la mayor competencia en el mercado local por importaciones, genera un clima ideal para iniciar reformas-, (ii) cuando se da un mayor grado de “*accountability*” (rendición de cuentas) por parte de las instituciones políticas, (iii) cuando la población goza de un mayor nivel educativo y (iv) en países donde las experiencias vecinas sobre las reformas han sido favorables.

Es importante destacar que si bien los cambios en las instituciones es un proceso de largo plazo, recientes experiencias tales como la de Georgia, Serbia y Ucrania, muestran que es posible realizar cambios institucionales de manera rápida y eficiente, para así elevar al nivel de vida de la población a través de mejores servicios públicos.

Para el caso peruano, consideramos que un paso importante sería la consolidación de anclas institucionales, las cuales servirían de soporte para el crecimiento de largo plazo. Una de ellas sería la conveniencia de contar con una política fiscal que cumpla de manera estricta con las Reglas Macro Fiscales de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. En el mismo sentido, sería recomendable el fortalecimiento del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP), más aún si se toma en consideración que los pocos recursos disponibles deben ser canalizados de manera eficiente hacia los proyectos de mayor rentabilidad social.

Un claro ejemplo de las ventajas de estas anclas, es el Banco Central de Reserva. La convergencia que ha mostrado la inflación hacia el actual nivel es un proceso que viene de varios años atrás, lo cual refleja el compromiso del ente emisor respecto al manejo de la inflación. Asimismo, la estabilidad en los precios ha permitido acelerar y/o dar inicio a otros procesos, donde destaca el de la desdolarización.

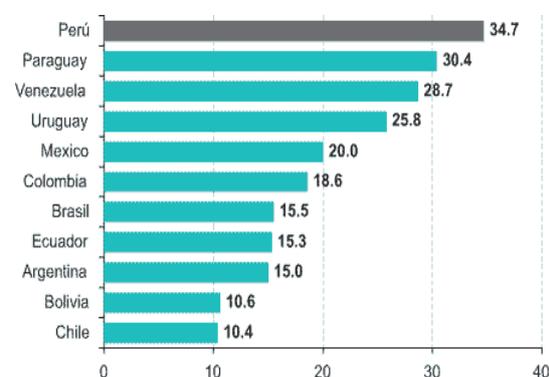
Finalmente, cabe indicar que una importante prueba que deberá pasar el Perú para fortalecer sus posibilidades de ser un grado de inversión en el mediano plazo, es la continuación por parte del próximo gobierno de las políticas que han asegurado la estabilidad económica, así como la implementación de reformas estructurales que apunten a una mejora en la institucionalidad. Para ello, la realización del próximo proceso electoral en un ambiente donde prime el sosiego y el debate económico, sería una muy buena señal para los mercados internacionales, porque reafirmaría el compromiso de crecimiento sostenido.

## Ranking de países para hacer negocios (2005)



Fuente: Doing Business 2006

## ¿Cuánto cuesta hacer cumplir un contrato? (como % del valor de la deuda)



Fuente: Doing Business 2006

## Costos de la rigidez laboral

### Perú: niveles de empleo 2003-2004 (en porcentaje)

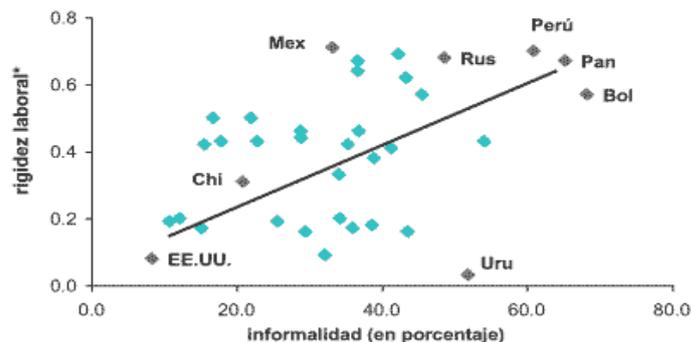
	Urbano	Rural	Total
Desempleo	7.5	1.1	5.2
Subempleo	45.1	62.8	51.4
Visible <sup>1/</sup>	9.8	7.0	8.8
Invisible <sup>2/</sup>	35.3	55.8	42.6
Empleo Adecuado	47.4	36.0	43.3
Total	100	100	100

1/ La tasa de subempleo visible es la proporción de personas ocupadas que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias, con respecto a la PEA.

2/ La tasa de subempleo invisible es la proporción de personas que tienen un empleo (asalariado o independiente), que normalmente trabajan 35 horas o más a la semana pero cuyos ingresos son menores al valor de la canasta mínima de consumo.

Fuente: INEI - ENAHO

### Tasa de informalidad e índice de protección laboral



\* Más cercano a 1 indica mayor rigidez

Fuente: Schneider (2004) y Djankov et al. (2004)

La evidencia muestra que el mercado laboral en el Perú es bastante rígido, debido al marco institucional restrictivo que inhibe la generación de empleo. Un mercado laboral rígido puede inducir niveles más elevados de desempleo y de informalidad, generando costos económicos significativos que reducen el bienestar de la población.

### Los costos del desempleo

El desempleo genera costos que reducen de manera directa y severa el bienestar de las personas. Entre los más importantes se encuentran: (i) el producto que deja de obtenerse porque no se está utilizando toda la mano de obra disponible o porque una parte de ésta se encuentra realizando actividades de baja productividad, (ii) la mayor desigualdad en la distribución del ingreso, debido a que los desempleados pierden más que los que se encuentran trabajando, (iii) la pérdida de habilidades que deprecia el capital humano y que ocurre si los periodos de desempleo tienden a ser prolongados, lo que a su vez dificulta el reenganche laboral y eleva de manera persistente la tasa de desempleo, y (iv) produce estrés en los trabajadores que permanecen desempleados por un periodo largo de tiempo y en sus familias.

El costo económico del desempleo, medido por el producto que se pierde porque no se está empleando toda la mano de obra disponible, puede ser significativo. Una primera aproximación para estimar la magnitud de este costo consiste en aplicar la ley de Okun, la que establece una relación negativa entre el crecimiento del producto ( $\Delta Y/Y$ ) y la variación de la tasa desempleo ( $\Delta u$ )<sup>1/</sup>:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta \bar{Y}}{\bar{Y}} - \beta \Delta u$$

El segundo término de esta expresión representa el crecimiento de largo plazo del producto, asociado al aumento de la población, a la acumulación de capital y al progreso tecnológico. Así, si la tasa de desempleo se mantiene constante ( $\Delta u = 0$ ), el producto crecería a una tasa igual a la de largo plazo. Adicionalmente, si la tasa de desempleo aumenta en un punto porcentual ( $\Delta u = 1$ ), la tasa de crecimiento del producto se desvía de la tasa de crecimiento de largo plazo en  $\beta$  puntos porcentuales. Este desvío representa la pérdida del producto que induce un aumento del desempleo de un punto porcentual. Esta relación se ha estimado usando series anuales del PBI real y de la tasa de desempleo de Lima Metropolitana, para el periodo 1970-2000, obteniéndose los siguientes resultados<sup>2/</sup>:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = 2,5 - 2,5 \Delta u$$

(1,9) (-2,7)

Los valores entre paréntesis son los estadísticos t-Student, los cuales permiten afirmar que los coeficientes estimados resultan estadísticamente significativos. El primer coeficiente representaría la tasa de crecimiento del PBI real de largo plazo para Lima, en tanto que el segundo mide la pérdida del producto por un aumento del desempleo. Así, de acuerdo a estos resultados, por cada punto porcentual de incremento del desempleo, Lima Metropolitana pierde en promedio 2,5 puntos porcentuales del producto de un año. Si se asume que el valor estimado para el coeficiente  $\beta$  con datos para Lima (2,5) es igual al que se obtendría con datos agregados a nivel nacional, y teniendo en cuenta el valor del PBI del Perú del año 2004 (US\$ 68 670 millones), el producto que pierde el país por un aumento en la tasa de desempleo de un punto porcentual, sería equivalente a US\$ 1 717 millones (lo que resulta de multiplicar 2,5% por 68 670). Si bien este es un cálculo grueso, da una idea de la magnitud del costo en términos del producto que induce el desempleo. Incluso si el costo sólo fuera la cuarta parte del valor calculado (US\$ 430 millones), aún resulta significativo si recae, principalmente, en los sectores más pobres y desprotegidos de la sociedad en el Perú.

¿Puede la legislación laboral y el marco institucional del mercado de trabajo afectar el nivel del desempleo? La respuesta es afirmativa. Al respecto, Layard, Nickell y Jackman (1995) sostienen que la persistencia de las altas tasas de desempleo que se observó en diversos países europeos durante los 80's, se explicó por un marco legal excesivamente flexible y generoso para el sistema de beneficios de desempleo.

## Legislación laboral, informalidad y crecimiento económico

Diversos autores han documentado que las regulaciones laborales excesivas pueden inducir un incremento del tamaño del sector informal. Por ejemplo, De Soto (1989) encontró que, en una muestra de 50 pequeñas empresas, el 73% de los costos que enfrentan para mantenerse en el sector formal están asociados a regulaciones, principalmente vinculadas al mercado laboral, y a requerimientos burocráticos. Tokman (1992) reporta un hallazgo similar para pequeñas empresas a nivel de América Latina, mencionando que los costos adicionales inducidos por las regulaciones laborales son el principal factor de encarecimiento para la permanencia en el sector formal.

Loayza (1997) identifica los determinantes del tamaño del sector informal así como sus efectos sobre la tasa de crecimiento de largo plazo. Para ello, el autor desarrolla un modelo de crecimiento endógeno, similar al desarrollado por Barro (1990), en donde la función de producción depende de servicios públicos que pueden congestionarse. Este modelo permite apreciar que los cambios, ya sea en los parámetros de política o en la calidad de las instituciones, que promuevan un incremento del tamaño del sector informal de la economía producen una reducción de la tasa de crecimiento económico. La idea es que al incrementarse el tamaño del sector informal, se reduce para todos la disponibilidad de servicios públicos y aumenta el número de actividades que emplea parte de estos servicios de manera menos eficiente.

Con datos de 14 países de América Latina, correspondientes a inicios de los 90's, Loayza verifica algunas de las implicancias que su modelo predice. En primer lugar, estima el tamaño del sector informal para estos países, encontrando que Bolivia, Panamá y Perú tenían los sectores informales más grandes. Asimismo, encuentra que el tamaño del sector informal depende positivamente de las restricciones sobre el mercado laboral. Este resultado es consistente con los altos niveles de informalidad hallados en los tres países mencionados, que también mostraban excesivas regulaciones laborales.

Adicionalmente, Loayza estima que si el tamaño del sector informal se reduce en un punto porcentual, la tasa de crecimiento del PBI real per cápita aumentaría aproximadamente en un punto porcentual. Esta diferencia, que podría parecer de poca importancia, tiene consecuencias significativas cuando se analiza los niveles de ingreso, y por lo tanto de bienestar, que puede alcanzar la población en el mediano o largo plazo. Por ejemplo, si el Perú crece a una tasa de 4% de manera sostenida, le tomará aproximadamente 18 años duplicar su PBI per cápita, en tanto que si crece a 5% (un punto adicional debido a, por ejemplo, una reducción de un punto porcentual del tamaño del sector informal) se demoraría solo 14 años. Desde luego, de acuerdo a estas estimaciones, el crecimiento económico se acelera aún más si la reducción de la informalidad es más pronunciada.

Así, la evidencia sugiere una causalidad que va de una legislación laboral restrictiva a mayor informalidad y, de aquí, a una menor tasa de crecimiento de largo plazo. Cabe resaltar que, conjuntamente con los elevados niveles de informalidad que se observan en el Perú, diversos indicadores muestran que el mercado laboral peruano es aún bastante rígido. Por lo tanto, una legislación más flexible podría inducir un mayor crecimiento económico en el largo plazo.

## Conclusiones

La evidencia muestra que el mercado laboral peruano es aún bastante rígido, reflejo de un marco institucional sumamente restrictivo, el cual encarece la contratación de trabajadores. Asimismo, la evidencia señala que una elevada rigidez puede inducir mayores niveles de desempleo y de informalidad, generando costos económicos significativos que reducen el bienestar de la población, lo que se manifiesta en la insatisfacción de los peruanos con la situación del empleo.

En general, se requiere flexibilizar el mercado de trabajo. El hecho de que el 51% de la PEA a nivel nacional, aproximadamente unas 7 millones de personas, se encuentre subempleada revela la urgencia de lograr un consenso para definir acciones y políticas necesarias para promover la creación de puestos de trabajo en el sector formal. Es importante resaltar que flexibilización no implica pérdida de derechos fundamentales o condiciones precarias de trabajo. Por el contrario, lo que se debe buscar es hacerlos extensivos a la mayoría de personas, para lo cual se requiere alcanzar un equilibrio sostenible entre la generosidad de estos beneficios, productividad y cobertura. Además, para velar por el cumplimiento de estos beneficios se requiere de una entidad fiscalizadora, que cuente con recursos y cuya tarea se vea simplificada por beneficios que sean fáciles de cumplir y monitorear.

Hugo Perea Flores  
hperea@continental.grupobbva.com

## Bibliografía

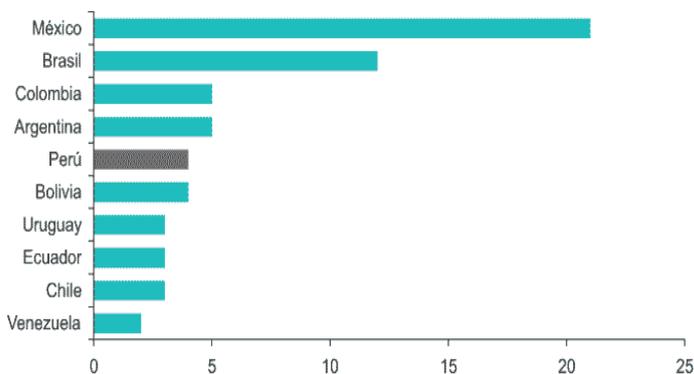
- Barro, R. (1990): "Government spending in a simple model of endogenous growth", Journal of Political Economy, 98, 5, Parte II, S103-S125.
- De Soto, H. (1986): "El otro sendero", Editorial El Barranco.
- Djankov, S.; La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Botero, J. (2004): "The Regulation of Labor". Quarterly Journal of Economics Vol. 119-4.
- Garavito, C. (2002): "La ley de Okun en el Perú: 1970-2000", Documento de Trabajo N° 212, PUCP.
- González, J. A. (2002): "Labor market flexibility in thirteen Latin American countries and the United States: Revisiting and expanding Okun coefficients", Working Paper N° 136, Center for Research on Economic Development and Policy Reform, Stanford University.
- Layard, R.; Nickell, S. y Jackman, R. (1995): "The unemployment crisis", Oxford University Press.
- Loayza, N. (1997): "The economics of the informal sector: A simple model and some empirical evidence from Latin America". Policy Research Working Paper N° 1727. Banco Mundial.
- Schneider, F. (2004): "The Size of the Shadow Economies of 145 Countries all over the World". Institute for the Study of Labor, Discussion Paper 1431.
- Tokman, V. (1992): "The informal sector in Latin America: From underground to legal" en Beyond Regulation: The informal economy in Latin America", Edit. Tokman, PREALC, Lynne Rienner, Boulder, Colorado

1/ González (2002) menciona que la causalidad entre producto y desempleo es un tema no resuelto. Además, agrega que la evidencia econométrica no contribuye a resolver este asunto porque ambas variables se causan a lo Granger. En este documento se considera que la relación mostrada es conceptualmente más sólida para un análisis de largo plazo, horizonte de tiempo en el cual la ciencia económica considera que el producto está determinado por los factores de producción (trabajo, capital físico y capital humano) y el estado de la tecnología.

2/ Los datos han sido tomados del trabajo de Garavito (2002). Cabe mencionar que no existen series largas de desempleo a nivel nacional, por lo que se procedió a estimar la ley de Okun con los datos disponibles para Lima Metropolitana.

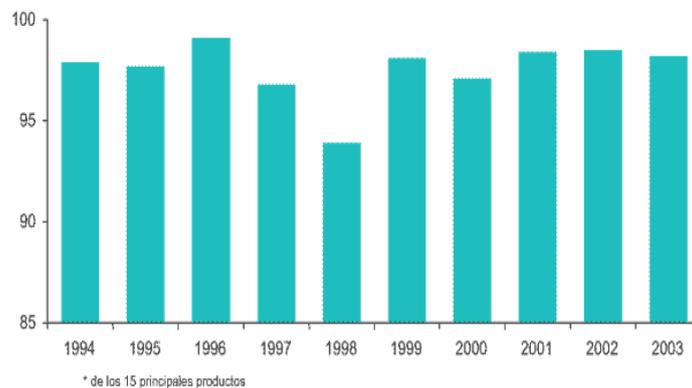
## China: oportunidades y desafíos para la región

### Grado de similitud entre las exportaciones China y América Latina a EE.UU.



Fuente: BID (2005)

### Grados de concentración de las exportaciones peruanas a China\* (como % del total)



Fuente: Comunidad Andina

La importancia que viene adquiriendo China en la economía mundial es un aspecto que cada vez se vuelve más relevante para el resto de países. Así, la economía china ha venido registrando una tasa de crecimiento promedio de 9,5% en los últimos 25 años, expansión que la viene consolidando como una potencia económica global. Con tasas de ahorro doméstico y de inversión cercanas al 40% del PBI y bajos salarios relativos, China es percibida como una oportunidad y, a la vez, como un desafío para los demás países emergentes y, en particular, América Latina.

Es importante indicar que el dinamismo chino se sustenta en diversas fortalezas. Lora (2005) indica que éstas son: (i) el tamaño de su economía, (ii) la estabilidad macroeconómica, (iii) la abundante mano de obra barata, (iv) la rápida expansión de la infraestructura física y (v) la capacidad de las empresas para innovar. No obstante, señala también la existencia de deficiencias como la debilidad de su sistema bancario, la poca separación entre el Estado y el mercado, la débil gobernabilidad corporativa, entre otras.

Otra característica importante que ha mostrado China es su gran capacidad para competir en el mercado internacional. Ello ha generado inquietud acerca de si su dinamismo exportador así como su capacidad para atraer Inversión Extranjera Directa (IED), podrán desplazar a las economías latinoamericanas de mercados y capitales extranjeros. Yang (2003) indica que si bien algunas economías emergentes podrían verse afectadas en el corto plazo (especialmente las que compiten con China en textiles e industrias electrónicas), el efecto total de la apertura comercial y del rápido crecimiento chino será positivo para los países emergentes en el largo plazo.

Sobre este tema, recientes investigaciones, tales como el de Blázquez-Lidoy, Rodríguez y Santiso (2004) y el BID (2005), señalan que la competencia comercial que genera China no afectará de manera sustancial a los países de América Latina, ya que éstos presentan un bajo coeficiente de similitud con las exportaciones chinas, a excepción de México. Es importante destacar que según el BID, dicho coeficiente es inferior al 10% para la mayoría de los países latinoamericanos y de sólo 4% para el Perú.

De igual manera, se observa que el comercio entre ambos bloques tiene hoy día más importancia para la región que para el país asiático. Más aún, si se toma en cuenta que la demanda china por materias primas fue una de las principales razones del alto precio de los *commodities*, hecho que ha generado una bonanza comercial para el conjunto de los países latinoamericanos.

En lo que se refiere a la IED, dichos estudios indican que el desplazamiento de capitales sería aún menor, dado que un porcentaje importante de la IED en China se destina a sectores diferentes (manufacturas tanto intensivas en tecnología como en capital, infraestructura, entre otras) si se le compara con Latinoamérica (intermediación financiera, servicios, etc.), con la intención de aprovechar los bajos costos de producción y los efectos de escala que se generan.

De esta forma, el crecimiento chino se presenta, tanto para la región como para el Perú, como una interesante oportunidad de crecimiento- a través del comercio-, así como un desafío para el sector privado, el cual deberá realizar ciertos ajustes si quiere aprovechar en mayor grado dicha expansión. Para ello, uno de los primeros pasos sería buscar una mayor diversificación de las exportaciones peruanas a China. Actualmente, los 15 principales productos exportados (materias primas en su amplia mayoría) representan más del 95% del total comercializado, situación diferente a las importaciones chinas, las cuales muestran una gran diversificación (los 15 principales productos importados sólo representan el 25% del total).

Por todo ello, se podría concluir que una de las principales amenazas de China para América Latina no se encontraría tanto en la competencia que se generaría por el acceso a los mercados internacionales, sino en el riesgo de una desaceleración en su economía.

Sergio Salinas Meza  
ssalinas@continental.grupobbva.com

### Bibliografía

- Banco Interamericano de Desarrollo (2005): "The Emergence of China: Opportunities and Challenges for Latin America and the Caribbean". Preliminar.
- Blázquez-Lidoy, J.; Rodríguez, J. y Santiso, J. (2004): "Angel or Devil? Chinese Trade Impact on Latin American Emerging Markets". BBVA Working Paper
- López Córdova, E; Micco, A. y Molina, D. (2005): "How Sensitive are Latin America Exports to Chinese Competition in the U.S. Market?". BID. Preliminar.
- Lora, E. (2005): "¿Debe América Latina temerle a China?". BID Documento de Trabajo 536.
- Tseng, W. y Zebregs, H. (2002): "Foreign Direct Investment in China: Some Lesson for Other Countries". FMI, Policy Discussion Paper 02/3.
- Yang, Y. (2003): "China's Integration into the World Economy: Implications for Developing Countries". FMI, Working Paper 03/245.

## Inflación sigue a la baja

La tendencia decreciente de la inflación ha continuado en los últimos meses. Así, luego de que en junio la variación interanual IPC se ubicara ligeramente por debajo del límite inferior del rango meta para la inflación, en setiembre registró un nivel de 1,1%. Ello se explica, principalmente, por la disipación de los choques de oferta que afectaron los precios de diversos alimentos durante el año previo. Así, al mes de setiembre el rubro Alimentos y Bebidas registró una caída interanual de 0,4%, lo que contrasta con el incremento de 4,0% que mostró en el 2004. La alta ponderación que tiene este rubro en la canasta con la que se elabora el IPC (47,5%), hace que su evolución sea un factor importante en el resultado de la inflación.

Adicionalmente, la apreciación que mostró el nuevo sol, hasta mediados de agosto, siguió imprimiendo un efecto a la baja en los precios expresados en soles de bienes que usualmente se cotizan en dólares. Ello se verifica en los descensos de los rubros Aparatos Electrodomésticos (2,5%) y Alquileres (0,6%), según la clasificación que realiza el Banco Central (BCR).

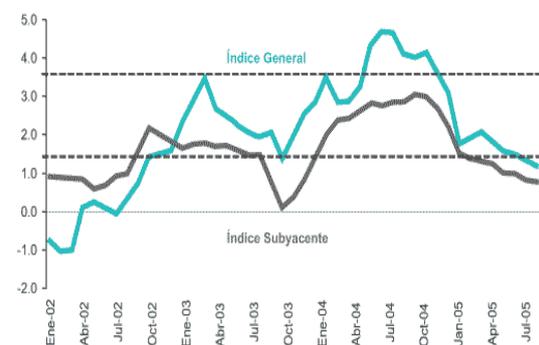
### Inflación subyacente: ¿también reversión de choques?

A setiembre, el indicador de inflación subyacente del BCR siguió mostrando una tendencia descendente, acumulado en los últimos doce meses un incremento de 0,7%, inferior al 2,6% del 2004. Si bien este indicador intenta aislar el efecto de choques de oferta sobre los precios, la metodología empleada para su construcción, al igual que otras, tiene limitaciones que impiden que se filtren todas las perturbaciones de este tipo. Para su elaboración, el BCR elimina de la canasta aquellos bienes que mostraron mayor volatilidad en el periodo 1995-2001. Por ello, este indicador contiene algunos alimentos cuyos precios mostraron poca variabilidad en el periodo mencionado, pero que eventualmente pueden verse afectados por choques de oferta. Este es el caso del arroz, que el año pasado se incrementó significativamente y que, en lo que va del 2005, viene corrigiendo su nivel. Si se excluyen los alimentos del cálculo de la inflación subyacente, su variación acumulada en los últimos doce meses habría pasado de aproximadamente 0,8% al cierre del año anterior a 1,1% en setiembre, mostrando una tendencia ligeramente creciente, aunque el nivel todavía estaría por debajo del límite inferior del rango meta para la inflación (1,5%). Adicionalmente, la evolución de este indicador puede estar reflejando factores estructurales que podrían explicar por qué la tendencia de la inflación es a la baja, en un contexto de expansión económica. Según el último Reporte de Inflación del BCR, reducciones en los márgenes de utilidad y ganancias de productividad se estarían reflejando en el comportamiento de la inflación subyacente. Esta hipótesis, que está en línea con el enfoque nekeynesiano de la curva de Phillips, es bastante sugerente, aunque su verificación requiere mayor evidencia.

### Proyección se corrige hacia abajo

Los indicadores de tendencia inflacionaria muestran una desaceleración más pronunciada respecto a lo inicialmente esperado, evolución que nos ha llevado a corregir nuestra proyección de 2,3% a 1,5% para este año. Cabe agregar que se espera que el proceso de reversión de los choques de oferta sobre los alimentos finalice en el último trimestre de este año, con lo que la inflación se movería gradualmente hacia el interior del rango meta.

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



Fuente: BCRP

## Inflación

### (Tasa acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2004 Diciembre	2005 Setiembre
<b>Índice General</b>	<b>100.0</b>	<b>3.48</b>	<b>1.11</b>
Alimentos y bebidas	47.5	4.01	-0.43
Vestido y Calzado	7.5	1.46	1.65
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	8.86	3.98
Muebles y Enseres	4.9	0.86	1.36
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	2.93	3.96
Transportes y Comunicación	12.4	4.48	4.57
Enseñanza y cultura	8.8	1.72	1.09
Otros bienes y Servicios	7.0	-2.83	-0.69

Fuente: INEI

## Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Jun-05	Jul-05	Ago-05	Set-05
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,26	0,10	-0,18	-0,09
Índice de Productos Transables	0,13	-0,36	0,21	0,27
- Alimentos Transables	0,18	-0,26	-0,21	-0,31
- Combustibles	0,80	-1,91	2,65	3,36
Índice de Productos No Transables	0,39	0,43	-0,46	-0,35
- Alimentos No Transables	1,06	0,85	-1,42	-1,52
Índice Subyacente	-0,01	-0,02	-0,02	-0,06
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,21	0,04	0,46	0,74
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	-0,16	-0,11	0,09	1,08
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,44	0,52	0,60	0,49

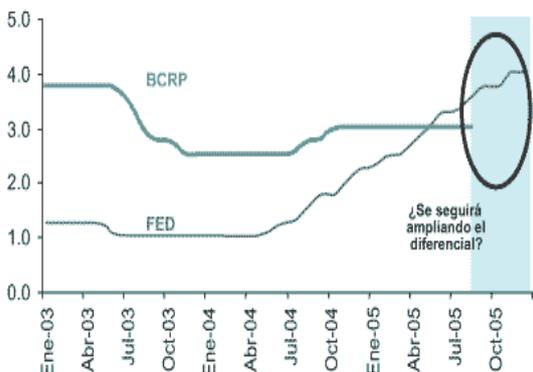
### III. Entorno Financiero

#### Tasa interbancaria real (en porcentaje)



Fuente: BCRP y BBVA

#### Tasas de política monetaria: BCRP y FED (en porcentaje)



Fuente: BCRP y BBVA

#### Se mantiene tasa de referencia del BCR.....

En setiembre, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia para el mercado interbancario en 3,0% nivel vigente desde octubre del año pasado. Ello se ha dado en un contexto caracterizado por un crecimiento sostenido, sin presiones inflacionarias. De hecho, a lo largo del año la inflación ha seguido una tendencia decreciente que la llevado a ubicarse por debajo del límite inferior del rango meta establecido por el Banco Central (entre 1,5% y 3,5%). Como consecuencia, la tasa de interés del mercado interbancario se ha ido incrementando en términos reales (ex-post), moviéndose hacia una posición relativamente más neutral.

#### .....se amplía el diferencial de tasas y el tipo de cambio sube.....

En línea con la evolución de las tasas de política del BCR y de la Reserva Federal (FED), el diferencial entre las tasas en soles y dólares, de corto plazo, continuó ampliándose. Luego de que en mayo ambas tasas se igualaran en 3,0%, el banco central norteamericano continuó elevando su tasa de política en sus siguientes tres reuniones, a un ritmo de 25 puntos básicos en cada ocasión; en tanto que el BCR ha mantenido su tasa de referencia en dicho nivel. De este modo, la tasa de la FED se ubicó por encima de la tasa del BCR desde finales de junio, y el diferencial se ha incrementado desde entonces hasta alcanzar los 75 puntos básicos.

La ampliación del diferencial ha coincidido con un incremento del tipo de cambio, el cual pasó, rápidamente, de niveles de S/. 3,25 a S/ 3,28, para posteriormente alcanzar los S/. 3,35. Las presiones iniciales sobre el mercado cambiario se registraron a inicios del mes de agosto, debido a demandas puntuales de algunos inversionistas institucionales para cancelar la adquisición de activos financieros estructurados. Al parecer, esta operación habría implicado una demanda de dólares superior a los US\$ 100 millones, cuyo impacto se vio amplificado por el reducido tamaño y la poca liquidez del mercado cambiario.

Si bien inicialmente se esperaba que esta brusca e inesperada depreciación corresponda a un episodio de volatilidad, su persistencia sugiere que ante la ampliación del diferencial de tasas se estaría generando un reacomodo de los portafolios de los inversionistas a favor de activos denominados en dólares que, a su vez, se viene reflejando en un incremento en el tipo de cambio.

Cabe agregar que el incremento en la cotización del dólar ha disminuido las presiones a la baja sobre la inflación asociadas a la tendencia apreciatoria que venía mostrando, a lo largo del año, el nuevo sol. Asimismo, ha permitido que el Banco Central disminuya el ritmo de sus compras esterilizadas de divisas en el mercado cambiario.

#### ....¿y hacia futuro?

El escenario actual que enfrenta la política monetaria se caracteriza por los siguientes factores:

#### Moneda y crédito: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,256	3,253	3,253	3,258
Emisión Primaria Fin de Período	9.402	9.576	10.735	10.184
Liquidez Total	60.005	60.381	61.154	61.495
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	54,4	53,7	52,7	53,8
Reservas internacionales (m.M. \$)	14.016	13.818	15.283	13.625
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	3,0	3,0	3,0	3,0
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	3,0	2,9	3,1	3,3
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	16,2	16,2	17,1	21,2
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	4,9	5,7	5,8	4,8
Tasa de Morosidad (%)	3,30	3,00	2,93	2,90

(i) una expansión robusta de la actividad económica, sostenida por un auge del sector externo, y una recuperación de la inversión y el consumo privado, (ii) ausencia de presiones inflacionarias, con una inflación que actualmente se ubica por debajo del límite inferior del rango meta, y (iii) las tasas de interés de corto plazo en soles se ubican por debajo de las tasas en dólares, estableciendo un diferencial que se ha venido ampliando.

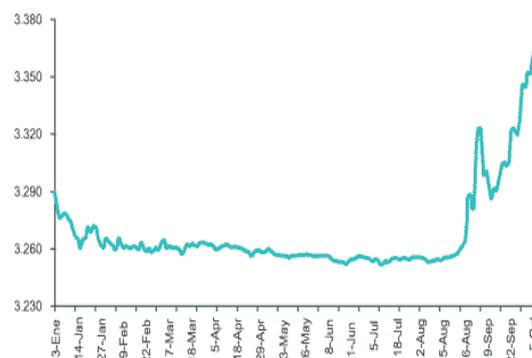
El análisis conjunto de los dos primeros factores implicaría que la tasa de referencia del BCR no se movería. Por una lado, las estimaciones de la brecha del producto muestran que el PBI se ubica ligeramente por encima de su tendencia de largo plazo, por lo que no se vienen observando presiones significativas de demanda sobre los precios. De otro lado, el Banco Central ha reiterado que el principal elemento que toma en cuenta para fijar su tasa de referencia es el desvío de la inflación respecto del nivel objetivo de mediano plazo de 2,5%. Como se ha mencionado, en la coyuntura actual la inflación viene mostrando una tendencia decreciente, que la ha llevado a ubicarse debajo del límite inferior del rango meta. Al parecer, un cambio en esta tendencia podría demorar algunos meses por lo que en el corto plazo no se esperaría una modificación en la tasa de política del BCR.

Esta apreciación se confirma al observar que en las Notas de Prensa sobre el Programa Monetario de agosto y septiembre, el Banco Central mencionó que la expansión del producto no está generando presiones inflacionarias. Adicionalmente, proyecta que la inflación se mantendría alrededor del límite inferior durante algunos meses. Asimismo, en su último Reporte de Inflación, el BCR sostiene que su proyección central asume que la posición de la política monetaria se mantendrá en el futuro cercano, pero que en el 2006 ésta se moverá hacia una posición más neutral. El análisis de estas afirmaciones sugiere que, dada la coyuntura actual y la información disponible, en este momento el ente emisor no elevaría su tasa de política en lo que resta del año.

Sin embargo, cabe preguntarse si una ampliación del diferencial de tasas sería sostenible, teniendo en cuenta que todo indica que la FED continuará elevando su tasa en las dos últimas reuniones que le quedan en este año. Es decir, se debe analizar hasta qué punto una economía abierta, con libre movilidad de capitales y, sobre todo, con dolarización financiera, puede mantener una política monetaria independiente. Si el diferencial sigue ampliándose, el mayor rendimiento de los activos denominados en dólares generaría un reajuste de los portafolios hacia activos denominados en dólares. En un mercado cambiario pequeño y poco líquido, esta recomposición podría inducir cambios bruscos en el tipo de cambio, propiciando movimientos especulativos que retroalimentarían este proceso. Otra preocupación que se tiene en una economía dolarizada es que si la depreciación es considerable, podrían generarse efectos de hoja de balance y afectar la actividad real.

En este contexto, el Banco central tendría dos opciones de política. En primer lugar, podría perder reservas internacionales y mantener su tasa de referencia en el nivel que considera adecuado. La ventaja de esta opción es que internamente daría la señal de que la tasa se mueve en función a lo que ocurra con la inflación, de manera consistente con el régimen de metas de inflación que viene siguiendo. La desventaja es que si la pérdida de reservas empieza a ser importante, se podrían consolidar ataques especulativos. La segunda opción que tiene el Banco Central en este caso sería elevar la tasa, buscando cerrar el diferencial y mantener una situación consistente con las expectativas de apreciación/depreciación vigentes. Como siempre en economía, en un contexto de incertidumbre, seguramente lo mejor sería tomar el consejo del notable economista William Brainard y aplicar una combinación de ambas opciones.

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



Fuente: BCRP

### PBI y PBI tendencial



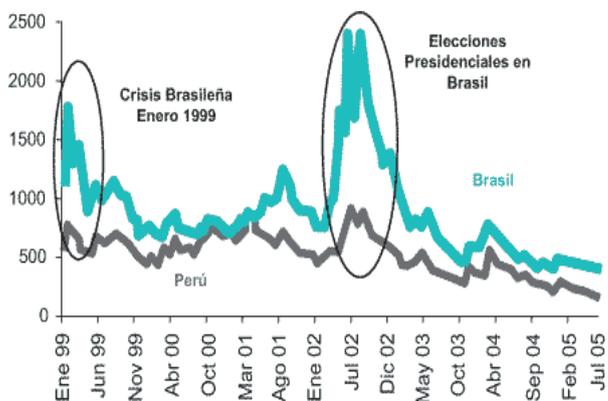
Fuente: BCRP y BBVA  
Elaboración propia

### Mercados: últimos datos mensuales

	may-05	jun-05	jul-05	ago-05
Índice General de la BVL (variación %)	-1,5	2,9	4,3	9,5
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-0,8	1,6	3,9	6,4
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	21.603	23.011	30.443	32.351
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	3.532	3.540	3.542	3.622
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	129	62	53	120
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	14	59	51	28
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	7.525	7.432	9.900	10.285
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	8.281	8.462	8.766	8.970
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,50	3,52	3,54	3,56

## Crisis financieras y contagio

### EMBI+Brasil y Perú (en puntos basicos)



Fuente: JP Morgan

### Calendario de elecciones presidenciales en America Latina

Periodo	País
<b>2005</b>	
Diciembre	Chile
<b>2006</b>	
Abril	Perú
Mayo	Colombia
Julio	México
Octubre	Ecuador
Octubre	Brasil
Diciembre	Venezuela

Fuente: BBVA

Durante la década de los 90's, diversas economías emergentes enfrentaron crisis financieras importantes. En los periodos previos al estallido de las crisis, estos países mostraron las siguientes similitudes: (i) abultado déficit en cuenta corriente, (ii) elevada proporción de deuda externa de corto plazo con respecto a la disponibilidad de reservas internacionales, (iii) sistemas financieros débiles y pobremente monitoreados, y (iv) regímenes cambiarios poco flexibles. La secuencia de eventos que se desarrollaron en este contexto empieza con un cambio en la percepción de los inversionistas acerca de los fundamentos macro. Luego se observó una salida de capitales que se fue exacerbando a medida que se iban agotando las reservas y, finalmente, una depreciación abrupta que complicó aún más el deterioro de los fundamentos, afectando al sistema financiero, desde donde se amplificaron los efectos sobre el sector real. Si bien las turbulencias se manifestaron inicialmente en México, el este asiático, Rusia y Brasil, respectivamente, sus efectos se sintieron a una escala global en cada caso. Así, en mayor o menor medida, en cada una de estas crisis se verificó un "contagio" internacional de los efectos de éstas, lo que se hizo visible a través del comovimiento en los tipos de cambio, los índices bursátiles, los *spreads* soberanos y los flujos de capitales. Entre los factores de contagio que mencionan Dornbusch et. al. (2000) y Summers (2000) cabe señalar los siguientes:

- Shocks* comunes que afectan de manera simultánea a un grupo de países. Por ejemplo, cambios desfavorables en los términos de intercambio de los exportadores de materias primas, afectando la economía de estos países.
- Interrelaciones comerciales. La integración comercial entre dos países puede dar lugar a que los efectos de un *shock* sobre precios relativos o sobre el ingreso de uno de ellos se transfiera a otro.
- Interrelaciones financieras. Si un país invierte en otro, malas condiciones económicas en este último también afectarían los mercados de activos en el primero.
- Iliquidez del mercado. Durante la crisis rusa, algunas instituciones altamente apalancadas, experimentaron pérdidas significativas, por lo que la falta de liquidez las habría forzado a reducir posiciones en otros países.
- Problemas de información y coordinación. La falta de información pueden explicar comportamientos de "manada", lo que extiende la crisis a otros países. Conseguir información es costoso por lo que algunos inversionistas encontrarán óptimo seguir las acciones de inversionistas más informados o presumir que situaciones similares pueden repetirse en otros países.
- Externalidades de reputación: La crisis de un país puede afectar las expectativas de los inversionistas acerca condiciones estructurales similares y vulnerabilidades en otros países.

#### ¿El contagio puede repetirse?

Entre diciembre de este año y finales del 2006, en los países con las mayores economías de América Latina, excepto Argentina, se llevarán a cabo elecciones presidenciales. En este contexto puede esperarse cierta turbulencia financiera por la incertidumbre que usualmente se observa en los procesos electorales. Debido a su importancia económica, será de particular interés el desarrollo de las elecciones en Brasil, país que usualmente "arrastra" a otros en la región. Al respecto, cabe señalar que los *spreads* soberanos del Perú y del Brasil muestran una correlación de 76% entre 1999 y lo que va del 2005. Si bien es posible considerar que este comovimiento se explique por un tercer factor común, también es posible identificar que cuando la turbulencia provino del gigante sudamericano los *spreads* de ambos países mostraron un comportamiento muy similar. Sin embargo, es importante señalar que este "contagio" sería transitorio y de una magnitud mucho menor a lo que se ha observado en el pasado, por ejemplo durante la crisis rusa. Ello porque, en general, luego de las crisis de los 90's, los países realizaron esfuerzos por implementar políticas de prevención, mediante el fortalecimiento de las instituciones y los fundamentos macro. El Perú no ha sido la excepción. Así se han implementado medidas para incrementar la solidez del sistema financiero. De otro lado, la institucionalidad de las políticas monetaria y fiscal se ha robustecido y la acumulación de reservas ha reducido los riesgos de iliquidez y de hoja de balance. Adicionalmente, el crecimiento económico que se viene registrando se ha visto acompañado de un equilibrio relativo en la cuenta corriente, situación que dista de los déficit que se observaron en 1997 y 1998. Tal vez, el único factor que no se ha movido en el sentido de las recomendaciones internacionales para reducir los riesgos de contagio ha sido el permitir una mayor flotación cambiaria. El balance conjunto de estos factores permite afirmar que la situación actual de la economía peruana la hace menos vulnerable a los contagios.

Hugo Perea Flores  
hperea@continental.grupobbva.com

- Summers, L. (2000):-"International financial crises: causes, prevention, and cures". The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association (mayo)  
- Dornbusch, R., Park, Y., Claessens, S. (2000):-"Contagion: understanding how it spreads". The World Bank Research Observer, vol. 15, no. 2 (agosto), pp. 177-97.

## IV. Artículo

### La volatilidad de los flujos de capitales en el Perú: 1990-2005

La teoría económica nos indica que la libre movilidad de capitales genera ventajas para las economías que las reciben. Así, De Gregorio y Lee (1995) indican que la entrada de capitales, en forma de inversión extranjera directa (IED), genera efectos positivos sobre el crecimiento de largo plazo: (i) la posibilidad de que los consumidores, al poder financiarse en el exterior, puedan reducir la volatilidad de su consumo y, por ende, del producto agregado de la economía; (ii) el ingreso de la inversión directa extranjera en los diversos sectores de la economía permitiría una transferencia de tecnologías y conocimiento; y (iii) complementaría la inversión doméstica, ampliando los beneficios de la misma.

Sin embargo, las experiencias de la década pasada muestran que los flujos de capitales hacia las economías emergentes pueden caracterizarse por una alta volatilidad. Diversos autores, tales como Calvo (2003), resaltan que la volatilidad de los flujos de capitales, generan la inestabilidad macroeconómica y suelen preceder a una crisis financiera.

En general, la libre movilidad de capitales no debe entenderse como una medida que garantice necesariamente el crecimiento del producto, sino como un componente más del “menú” que se necesita para promover un crecimiento sostenido en el largo plazo. En este sentido, Lucas (1990) indica que para aprovechar mejor estos flujos se requiere poseer una mejor infraestructura, una mano de obra más calificada y un contexto en donde se respeten los derechos de propiedad.

En América Latina, se observa que en la primera parte de los 90's, hubo una entrada masiva de capitales provenientes del exterior en un contexto en donde diversos países de la región venían implementado una serie de reformas estructurales, tales como programas para la estabilización de precios, la reducción del déficit fiscal, la libre movilidad de capitales, entre otros.

No obstante, este *boom* en la entrada de capitales se fue revirtiendo conforme se registraron las crisis internacionales. La primera de ellas fue la crisis mexicana a finales de 1994, la cual tuvo un efecto limitado, ya que en, aproximadamente 6 meses, dichos flujos volvieron a los niveles previos a la crisis. Sin embargo, las crisis en Asia y, especialmente, la de Rusia tuvieron efectos más pronunciados. Así, los flujos de capitales se redujeron; especialmente los de corto plazo (en cerca de 60%). Al respecto cabe mencionar que, las inversiones en bonos y acciones se redujeron entre 1996 y 1998 de US\$ 44 000 millones a US\$ 15 000 millones.

Una vez superada la crisis, se volvió a observar una recuperación en la entrada de flujos de capitales. Así, el Banco Mundial estima que en el 2004 los capitales privados que ingresaron a la región bordearon los US\$ 53 700 millones, nivel que refleja una mejora respecto a los dos años previos, pero que todavía se situó por debajo de los registrados en 1997.

El comportamiento de los flujos de capitales extranjeros en el Perú es similar al señalado para la región, ya que se observa periodos de auge, crisis y recuperación. Entre 1990-2005 se identifican 4 etapas que se describen a continuación.

#### 1990 a 1993: Repatriación de capitales

En este periodo, el Perú realizó una serie de reformas estructurales con la intención de brindar un marco económico estable, para así sentar las bases de un crecimiento sostenido de largo plazo.

Para ello, era necesario generar ciertas condiciones propicias para la llegada de los capitales. Así, se llevaron a cabo los programas de estabilización de precios, mejoras en el ámbito fiscal; además, se permitió la libre tenencia y disponibilidad de dólares.

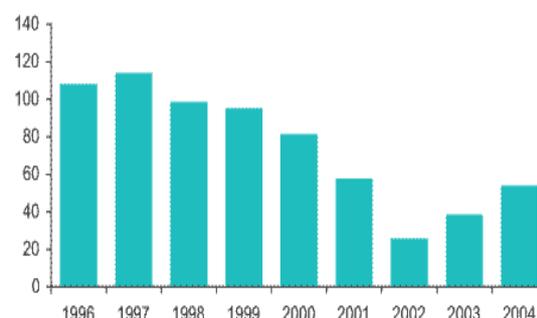
Sergio Salinas Meza  
Analista de Servicio de Estudios Económicos  
ssalinas@continental.grupobbva.com

### Boom y crisis de los flujos de capitales en América Latina (como % del PBI)

País	Auge	Crisis
	Prom. 1985-1990 vs. Max. 1998	Max. 1998 vs. Prom. 1999
Argentina	8.5	-2.2
Brasil	8.5	-5.8
Colombia	2.1	-6.6
Chile	9.3	-7.9
México	3.8	-1.9
Perú	16.0	-7.2
Venezuela	5.4	-3.5
<b>Región</b>	<b>7.7</b>	<b>-5.0</b>

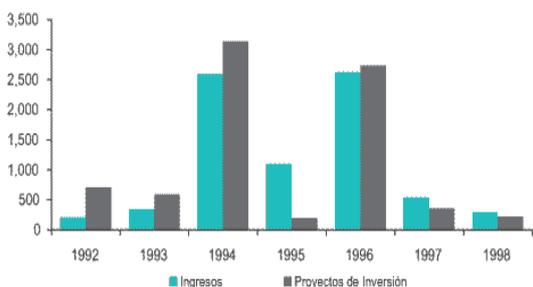
Fuente: Calvo y Talvi (2005)

### Entrada de capitales privados en Latinoamérica (miles de millones de dólares)



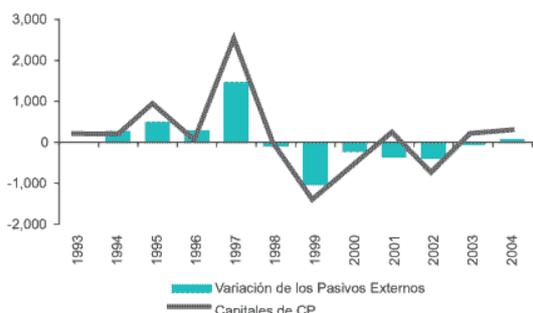
Fuente: Banco Mundial

**Ingresos por privatizaciones y proyectos de inversión**  
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Reserva

**Pasivos externos de las entidades bancarias y capitales de corto plazo**  
(Millones de dólares)



Fuente: SBS

Estas medidas fueron un paso importante para dar las señales correctas a los inversionistas extranjeros acerca de que el Perú estaría “comprometiéndose” con la libre movilidad de los capitales.

También es importante mencionar que Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) indican que el flujo de capitales hacia las economías emergentes no sólo se dio en un contexto de reformas domésticas, sino también en un escenario de estancamiento a nivel mundial y de bajas tasas de interés. Cabe recordar que la Reserva Federal redujo su tasa de 8% en 1990 a 3,0% en 1992.

**1994 a 1997: la IED y las privatizaciones**

En esos años, el Perú registró una significativa entrada de inversiones provenientes del exterior, tanto de corto como de largo plazo, alcanzando en 1997 un superávit de cuenta financiera (en el que se incluye sector privado, público y los capitales de corto plazo) de más de US\$ 5 800 millones.

En lo que se refiere a los capitales de largo plazo, en 1996 la IED registró su nivel máximo al superar los US\$ 4 000 millones, nivel que se explica en parte por los diversos programas de privatización así como por las inversiones de portafolio. Entre los años 1991 y 1998 se dieron más de 180 privatizaciones por un valor de US\$ 7 720 millones, en donde destacaron las ventas de empresas de los sectores de telecomunicaciones, minería y energía. Es importante mencionar que una de las razones que propició el proceso de privatizaciones fueron los altos déficits de las empresas estatales, los cuales llegaron a estar en niveles negativos cercanos al 5,0% del PBI a inicios de los 90's.

Igualmente, se dio una importante entrada de capitales de corto plazo (monto cercano a los US\$ 2 600 millones en 1997), los que correspondieron, principalmente, a endeudamiento externo del sistema bancario, el cual venía mostrando un rápido crecimiento (la intermediación financiera aumentó a más del 20% del PBI en 1997 frente al 5% a inicios de la década).

Respecto a la composición de los flujos observada en esta etapa, las investigaciones de Hausmann y Fernández-Arias (2000) ayudan a entender con mayor facilidad lo sucedido en el Perú en la época de las crisis internacionales. Ambos autores consideran que si bien los flujos de capitales pueden tener efectos positivos para las economías receptoras, se debe distinguir los capitales “buenos” de los “malos”. Así, señalan que los primeros son los relacionados con la IED; mientras que los segundos hacen referencia a los capitales de corto plazo, que además de sustentarse en criterios especulativos (expectativas de tipo de cambio o diferencial de tasas de interés), suelen ser los primeros en huir en periodos de crisis.

**1998 a 2000: Crisis internacionales y salida de capitales**

El efecto contagio generado por la crisis rusa en agosto de 1998 fue el acontecimiento que desencadenó la salida abrupta de capitales –en su mayoría los de corto plazo-, afectando de manera severa a las entidades bancarias, las que tuvieron que reducir sus adeudados provenientes del exterior.

Este impacto negativo sobre la liquidez en moneda extranjera fue atenuado por las medidas adoptadas por el Banco Central, el cual redujo la tasa media de encaje en dólares en 4,5%, lo que permitió liberar recursos por aproximadamente US\$ 420 millones.

Si bien a inicios del 1999 se logró reestablecer la entrada de capitales y subsanar la debilidad del sistema bancario gracias a las medidas adoptadas por la SBS y por el Estado (programas de salvataje bancarios), los efectos negativos de la crisis ya se habían trasladado a la economía en su conjunto (a través de una contracción del crédito y del efecto hoja de balance). Ello generó una fuerte y sostenida contracción de la inversión y, por ende, de la actividad económica, la cual se empezó a revertir a finales del 2000.

Además, esta situación generó un incremento persistente del costo de financiamiento externo, elevando el riesgo país de manera significativa, así como una contracción en los índices de la Bolsa de Valores, tras la salida de los capitales extranjeros.

De esta forma, y tal como señalan Costa y Rojas (2005), el contagio producido durante las crisis internacionales hizo tangible la debilidad de la economía peruana ante la volatilidad de los flujos de capital (“*sudden stop*” y reversión de los mismos); más aún cuando, por efectos de la integración financiera, el sistema bancario dependía en gran medida del financiamiento internacional.

Igualmente, Kaminsky y Reinhart (2003) presentan evidencia directa de la conducta procíclica de la entrada de capitales, el cual ingresa en las épocas de expansión, para luego retirarse de manera brusca y masivamente en episodios de incertidumbre.

### Desde 2001: Recuperación y lecciones para el futuro

Dados los efectos negativos del *shock* externo, los entes reguladores del sistema financiero se han venido implementado una serie de medidas para incrementar la solidez del sistema, así como para prevenir una eventual crisis.

Asimismo, la institucionalidad de las políticas monetaria y fiscal se ha robustecido en los últimos años aunado con la significativa acumulación de reservas internacionales, ha reducido los riesgos de iliquidez y de hoja de balance. Adicionalmente, el crecimiento económico que se viene registrando se ha visto acompañado de un equilibrio relativo en la cuenta corriente, situación que dista de los déficit que se observaron en 1997 y 1998.

Igualmente es importante resaltar que las recientes emisiones de bonos – con vencimientos a 12 y 15 años- en moneda nacional han permitido atraer a inversionistas extranjeros, señal inequívoca de que el Perú ya está empezando a superar el “pecado original” (incapacidad de emitir deuda soberana en su propia moneda).

Igualmente es importante destacar la acumulación de las Reservas Internacionales por parte del Banco Central. Si bien este proceso no sólo viene ocurriendo en nuestro país, si no más bien estaría respondiendo al actual contexto de recuperación de los precios de las materias primas.

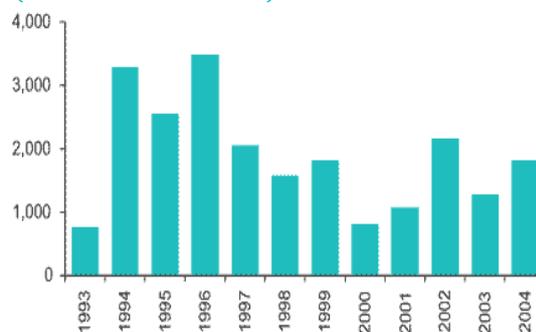
De esta forma, el balance de estas fortalezas nos permite afirmar que la situación actual de la economía peruana es menos vulnerable a las crisis internacionales respecto a periodos previos.

En resumen, la libre movilidad de capitales hacia economías emergentes se ha convertido en uno de los fenómenos mundiales que mayor discusión ha generado en los últimos años. Si bien ha implicado beneficios importantes para ciertos países, también ha propiciado deterioros a otras economías dado el efecto contagio de una serie de crisis financieras internacionales. Pese a ello, sería recomendable terminar con la idea de que la liberalización es en sí un acontecimiento beneficioso en el largo plazo para los emergentes. Si embargo, su volatilidad puede inducir crisis que se ven atenuadas con medidas preventivas, como la implementación de un sistema financiero sólido y políticas macro prudentes y predecibles.

### Bibliografía

- Calvo, G. (2003): “**Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes**”. FMI, Staff Papers Vol. 50 special issue.
- Calvo, G.; Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993): “**The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues**”. FMI, Paper on Policy Analysis 93/10.
- Calvo, G. y Talvi, E. (2005): “**Sudden Stop, Financial Factors and Economics Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile**”. NBER Working Paper 11153.
- Costa, E. y Rojas, J. (2005): “**Propuesta de un Instrumento de Política para Reducir la Inestabilidad Cambiaria y Financiera**”. CIES.
- FMI (2005) “**World Economic Outlook: Globalization and External Imbalances**”.
- Hausmann, R. y Fernández-Arias, E. (2000): “**Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?**”. BID, Working Paper 417.
- Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1998): “**Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now**”. American Economic Review, Vo. 88 N° 2.
- Kaminsky, G. y Reinhart, C. (2003): “**The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil**”. NBER, Working Paper 9479.
- Lucas, R. (1990): “**Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries**”. American Economic Review Vol. 80 N° 2.
- Paliza, R. (1999): “**Impacto de las Privatizaciones en el Perú**”. BCRP, Revista de Estudios Económicos N° 4.

### Inversión extranjera directa (Millones de dólares)



Fuente: FMI en base al IFS

## Estadísticas Básicas y Proyecciones

Real	(variación % interanual)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Inflación	3,5	3,8	-0,1	1,5	2,5	3,5
Producto Bruto Interno	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8
Demanda Interna	-3,1	2,3	-0,6	4,2	3,5	3,9
Consumo Privado	-0,4	3,6	1,4	4,6	3,1	3,4
Consumo Público	3,5	3,1	-0,9	0,2	3,8	4,1
Inversión Privada	-15,2	-1,7	-4,7	-0,1	5,6	9,0
Inversión Pública	6,3	-15,8	-22,5	-4,0	4,0	5,5

Fiscal	(% del PBI)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,7	14,9	14,4	14,4	14,9	15,1
Gasto N° 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	(variaciones % interanuales)			(miles de millones US\$)			
	2004	2005(p)	2006(p)	2004	2005(p)	2006(p)	
PBI	4,8	5,7	4,7	Exportaciones	12,6	15,5	16,0
Consumo Privado	3,4	4,2	4,0	Importaciones	9,8	12,0	13,0
Inversión Privada	9,0	9,0	8,0	Balanza Comercial	2,8	3,5	3,0
Producción Manufacturera	6,7	5,5	5,0	Balanza Cta. Cte.	-0,0	-0,1	-0,4
Inflación	3,5	1,5	2,5	Reservas	12,6	14,2	15,0

## Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

**Bogotá** [www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Mercedes Benz	Bogotá, Julio 05
Macroeconomic and Financial Overview	SAP-Miller	Bogotá, Julio 05
Entorno Macroeconómico	BID	Bogotá, Agosto 05
Coyuntura y Perspectivas Macro	Coca Cola	Bogotá, Agosto 05
Sobre la Noción de Justicia	Universidad Externado de Colombia	Bogotá, Septiembre 05

**Buenos Aires** [www.bancofrances.com](http://www.bancofrances.com)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
La Economía y la Dinámica de Deuda Post-Reestructuración	Seminario BBVA	Buenos Aires, Julio 05
Panorama Macroeconómico y Perspectivas	ATC Asoc. Tucumana de Citrus	Tucumán, Julio 05
Argentina 2005-2006 Política Cambiaria, Inflación y Crecimiento	Universidad de Ciencias Económicas	Mar de Plata, Agosto 05
Panorama Macroeconómico 2006	Peugeot Citroën Argentina	Buenos Aires, Septiembre 05
Perspectivas Macroeconómicas y actividad de la Construcción	Salón Inmobiliario	Buenos Aires, Septiembre 05

**Caracas** [www.provincial.com](http://www.provincial.com)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	Empresas Polar	Caracas, Julio 05
Escenario macroeconómico y su Impacto en el Sector Industrial	Reunión de Clientes	Valencia, Julio 05
Perspectivas de Corto, Mediano y Largo Plazo	Banca Mayorista Global	Caracas, Julio 05
Perspectivas Macroeconómicas y Mercado Petrolero	Repsol YPF	Caracas, Septiembre 05
Venezuela: Economic Outlook 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Septiembre 05

**Lima** [www.bbvaibancocontinental.com](http://www.bbvaibancocontinental.com)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Necesidades Fiscales y Reforma: Una Visión Agregada	USAID - National Democracy Institute	Lima, Julio 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, Julio 05
El Futuro de Dólar	Cámara Comercio Americana del Perú	Lima, Julio 05
Situación Económica	Essalud	Lima, Agosto 05
La emergencia de China: retos y oportunidades para América Latina	Seminario BBVA-China	Lima, Septiembre 05
China: Riesgos de un Modelo de Expansión Sostenida	Seminario BBVA-China	Lima, Septiembre 05
La Integración de la Economía Española en Europa	Cámara Comercio España	Lima, Septiembre 05

**Madrid** [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Vivienda y Endeudamiento de las Familias	UIMP Santander	Madrid, Julio 05
Previsiones Macroeconómicas y Financieras	Banca de Empresas	Barcelona, Julio 05
Situación y Perspectivas del Sistema Bancario Español	FMI	Madrid, Julio 05
Strategic Options for a European Bank at Home and Abroad	Instituto BAFT	Nueva York, Julio 05
Lecciones de Internacionalización	Instituto de Empresa	Madrid, Julio 05

**México** [www.bancomer.com.mx](http://www.bancomer.com.mx)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Hacia las Elecciones Presidenciales de 2006	Observatorio Empresarial Latinoamericano	México D.F., Julio 05
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité Estrategia y de Fondos	México D.F., Agosto 05
Escenario Económico y Financiero en México 2005-2007	Hipotecaria Nacional	S.L.P., Agosto 05
Impacto del Huracán Katrina	Varios comités	México D.F., Septiembre 05
El Potencial de la Vivienda en México	Riesgos Madrid	México D.F., Septiembre 05

**Santiago** [www.bhif.cl](http://www.bhif.cl)

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Chile: de la Recuperación al Crecimiento	Ejecutivos Cías. de Seguros	Santiago, Julio 05
Chile: de la Recuperación al Crecimiento	Clientes BBVA	La Serena, Julio 05
Perspectivas Económicas de Chile	SEE Madrid	Madrid, Agosto 05
Panorama de la Competitividad de América Latina	CIEPLAN	Santiago, Agosto 05
Perspectivas Económicas y Sector Exportador	Exportadores, clientes BBVA	Santiago, Agosto 05

**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

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

[www.bbvbanccontinental.com](http://www.bbvbanccontinental.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

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

**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.