

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2007



Balance económico del primer año: ¿consolidando las condiciones para reducir significativamente la pobreza?

Bancos centrales al alza

Auge de la actividad constructora: situación y perspectivas

Política monetaria: Banco Central eleva tasa de referencia

La inversión pública y sus sistemas de control en el Perú: deficiencias y perspectivas



# Índice

Fecha de Cierre: 1 de Agosto del 2007

## Editorial

Balance económico del primer año: ¿consolidando las condiciones para reducir significativamente la pobreza?	2
En esta edición	3

## I. Entorno internacional

El crecimiento mundial continúa, aunque se desacopla del ciclo estadounidense	4
Bancos centrales al alza	5
Alza en los precios agrícolas y producción de los biocombustibles	6

## II. Entorno macroeconómico

Segundo trimestre: Dinamismo económico vinculado a la demanda interna se fortalece y se mantiene equilibrado	7
Las perspectivas de corto plazo son alentadoras aunque subyacen ciertos riesgos...	8
El mediano plazo, convivencia difícil: economía equilibrada y desequilibrios sociales	9
Recuadro: Auge de la actividad constructora: situación actual y perspectivas	10
Recuadro: Importaciones de bienes de capital: beneficios de largo plazo	12
Inflación regresó al interior del rango meta	13

## III. Entorno financiero

Política monetaria: Banco Central eleva tasa de referencia	14
Sistema financiero acelera crecimiento	15
Recuadro: Expansión del crédito de consumo: riesgos para los países de la región	16

## IV. Artículo

La inversión pública y sus sistemas de control en el Perú: deficiencias y perspectivas	17
--	----

## V. Proyecciones

### Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores  
Marco Shiva Ramayoni  
César Liendo Vidal  
Sergio Salinas Meza

hperea@grupobbva.com.pe  
mshiva@continental.grupobbva.com  
cliendov@continental.grupobbva.com  
ssalinas@continental.grupobbva.com

## Editorial

### Balance económico del primer año: ¿consolidando las condiciones para reducir significativamente la pobreza?

La actual administración cumple un año, en un contexto en que la actividad económica se viene expandiendo a tasas superiores al 7,0 por ciento y la generación de empleo formal se está acelerando, en particular, en las regiones del interior del país. Sin embargo, paradójicamente, el aniversario también viene acompañado de una reducción de la aprobación presidencial y de crecientes demandas sociales que no parecen reflejar los buenos resultados económicos.

Esta contradicción entre lo bien que viene la macroeconomía y el escaso bienestar de la población hace obvio que un número importante de compatriotas aún no participa de los beneficios de la actual expansión. Por ello, la evaluación de la gestión económica del primer año del actual gobierno debe ponderar lo bueno que se haya hecho con lo que está faltando para reducir de manera significativa los niveles de pobreza y lograr así una mejor sintonía con las aspiraciones de la población.

Sin lugar a dudas, entre los aciertos del primer año de este gobierno destaca el haber mantenido, e incluso reforzado, la estabilidad macroeconómica conseguida con tanto esfuerzo. Así, la designación de reconocidos profesionales para dirigir las políticas monetaria y fiscal ha sido fundamental para que la actual expansión discurra en un contexto sin presiones considerables al alza sobre los precios y sin desequilibrios sobre las cuentas fiscales o externas, permitiendo que el rápido crecimiento económico se perciba como sostenible.

Resulta gratificante comprobar que desde hace 17 años, las distintas administraciones se han esforzado por preservar un entorno de estabilidad macroeconómica, lo que sugiere que esta característica en la conducción económica ha dejado de ser una política coyuntural, eventualmente asociada a un determinado partido o gobierno, y se ha convertido en una política de Estado. Ello es saludable porque la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para crecer de manera sostenida y reducir la pobreza. Pero no es una condición suficiente.

Los datos recientemente publicados sobre los niveles de pobreza en el Perú muestran poco avance en este aspecto a nivel agregado, a pesar de la aceleración del crecimiento económico. Los resultados en el ámbito rural son aún más decepcionantes porque señalan que no ha habido mayor mejora en los últimos años. ¿Por qué aún no llegan los beneficios del crecimiento económico a una fracción importante de la población? La respuesta reside en que no están adecuadamente insertados en los mercados, debido a una reducida dotación inicial de recursos que se refleja en bajos niveles de salud, educación e infraestructura, y, por lo tanto, en una baja productividad.

Las modificaciones que recientemente se han dado en los programas de asistencia deberían mejorar la calidad del gasto social y subsanar estas carencias. Asimismo, las transferencias de recursos a las regiones serán un factor fundamental para mejorar las condiciones de vida de la población en el interior del país, en tanto que se empleen en proyectos con alta rentabilidad social.

Adicionalmente, la inserción de más personas en los mercados puede impulsarse mediante una Ley General del Trabajo que sea inclusiva. Para ello se requiere que esta no trabe el funcionamiento del mercado laboral, lo que implica un balance adecuado entre flexibilidad y protección de los derechos básicos de los trabajadores. Una mayor rigidez laboral tendrá como resultado mayor informalidad y no permitirá que los beneficios de la actual expansión se trasladen a amplios sectores de la población. Asimismo, a mediano plazo, es imprescindible elevar la calidad de la educación pública, con lo que se incrementaría la productividad de los trabajadores, variable que, finalmente, determina el nivel de los ingresos.

A nivel de las cifras macroeconómicas, la evaluación del primer año del gobierno es, sin discusión, favorable, lo que sugiere que los lineamientos generales son los correctos. Pero el reto que sigue enfrentando la actual administración para mejorar su sintonía con la población y asegurar la continuidad de las actuales directrices económicas es acelerar el proceso de reducción de la pobreza. La tarea es aún enorme.

## En esta edición....

En la coyuntura actual, la economía peruana muestra un crecimiento altamente diversificado a nivel sectorial, con un importante dinamismo del sector no primario. Por el lado del gasto, el sostenido crecimiento de la demanda interna ha permitido contrarrestar la desaceleración del volumen de exportaciones, generando así las condiciones para prolongar la actual fase de la expansión económica de manera más independiente de las condiciones externas. Precisamente, en esta edición revisamos algunos de los factores más relevantes en la evolución reciente de la economía peruana.

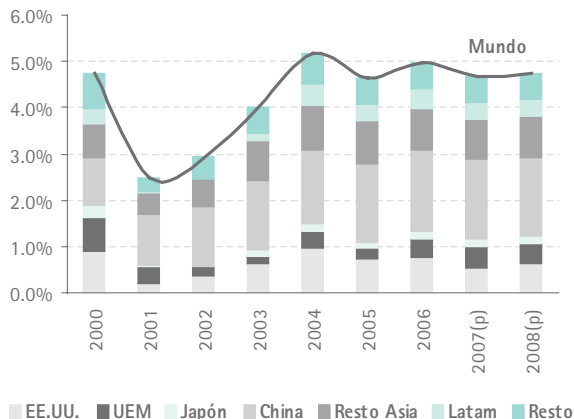
En nuestra sección de **Entorno internacional**, revisamos cómo la economía mundial mantiene un importante dinamismo a pesar de la desaceleración de la economía estadounidense con riesgos de inflación todavía controlados, pero con bancos centrales implementando políticas monetarias más restrictivas. A pesar de ello, a nivel global se espera que la volatilidad permanezca en niveles bajos y que continúe la elevada liquidez en los mercados financieros, en un entorno de sólidas expectativas de beneficios a nivel mundial. Sin embargo, se reconoce como riesgos latentes a la incertidumbre procedente del segmento crediticio *sub-prime* en Estados Unidos y a la posibilidad de un posible conflicto con Irán que podría presionar aún más al alza el precio del petróleo.

Más adelante, en nuestra sección de **Entorno macroeconómico**, se revisan los principales factores que habrían sustentado el crecimiento económico en el segundo trimestre de 2007 y se resalta la importancia del uso eficiente de los recursos transferidos a los gobiernos sub-nacionales. Asimismo, se realiza una breve revisión de los factores internos de riesgo, de carácter económico y social, los que podrían afectar el buen desempeño de la economía durante el 2008. El análisis anterior es complementado con el recuadro **“Auge de la actividad constructora: situación actual y perspectivas”**, en el cual se revisan las fuentes del dinamismo del sector construcción, cuya expansión, en los últimos nueve trimestres, superó en 5,2 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Luego, en el recuadro **“Importaciones de bienes de capital: beneficios de largo plazo”**, se analiza el “boom” de importaciones experimentado en los últimos dos años en el país y la región y cómo este ha implicado una disminución en la participación de bienes de consumo en el total de importaciones.

En la sección **Entorno financiero**, analizamos el ajuste preventivo de la tasa de referencia del Banco Central realizado a inicios de julio. Si bien la medida se considera acertada, el manejo de las expectativas por parte de las autoridades monetarias fue algo confuso, por lo que el incremento de julio fue un tanto sorpresivo, generando así una importante divergencia entre su accionar de corto plazo y las expectativas del mercado. Adicionalmente, revisamos los factores que explican la apreciación cambiaria registrada desde fines de mayo. Asimismo, realizamos una breve revisión de la expansión del sistema financiero y sus implicancias para los mercados y la actividad real. Para complementar esta visión, en el recuadro **“Expansión del crédito de consumo: riesgos para los países de la región”**, llamamos la atención sobre cómo las condiciones económicas de la mayor parte de países de la región han propiciado un incremento en la penetración de los créditos de consumo y resaltamos la necesidad de identificar preventivamente las potenciales vulnerabilidades de su acelerado crecimiento.

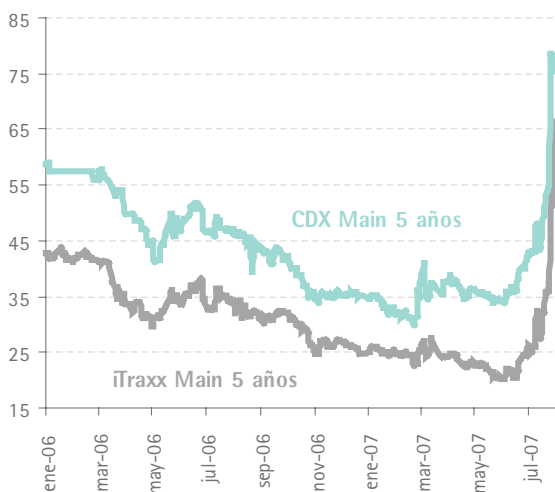
Finalmente, el artículo **“La inversión pública y sus sistemas de control en el Perú: deficiencias y perspectivas”**, revisa los factores que explican el por qué la mayor disponibilidad de recursos para gasto de inversión a todo nivel de la administración pública no ha podido ser plenamente utilizada. Para ello, se analiza la actual situación de la inversión pública y el impacto de los cambios propuestos para su gestión, los cuales están orientados a que esta alcance un mayor dinamismo sin generar desorden, reglas de juego desiguales o ineficiencias en su ejecución. Debido a la complejidad inherente a todo sistema de gestión del gasto público, se reconoce como principal riesgo la presión política por desarmar los sistemas de control del gasto público en lugar de mejorarlos.

### Crecimiento mundial y contribución por áreas (%)



(P)=proyección  
Fuente: FMI y BBVA

### Spread de crédito investment grade



Fuente: Bloomberg

## 1. Entorno internacional

### El crecimiento mundial continúa, aunque se desacopla del ciclo estadounidense

El dinamismo de la economía mundial continúa sorprendiendo positivamente. Lo más característico sigue siendo el desacoplamiento que se está produciendo entre la economía mundial y el ciclo de Estados Unidos. Así, por un lado, se han venido revisando al alza tanto las expectativas de crecimiento de países desarrollados, véase el caso de Europa y Japón, como de las economías emergentes, principalmente América Latina y Asia. Sin embargo, en Estados Unidos, después de la debilidad observada en la primera parte del año, las perspectivas para la economía son menos optimistas, como resultado de la incertidumbre derivada del comportamiento de la inversión residencial y no residencial.

No obstante, hacia adelante, las perspectivas de la economía estadounidense han mejorado después de que se constatará que la debilidad de la inversión no residencial tuvo carácter transitorio, y se espera que su crecimiento retorne a tasas cercanas al potencial el año que viene. En este contexto, la economía mundial, inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, continuará creciendo por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0 por ciento. Sin embargo, la particularidad de este ciclo de crecimiento proviene de la composición geográfica, inclinada claramente a favor de las economías emergentes, especialmente en la región asiática, con China como motor de la misma.

En términos de inflación, no se observan tensiones inflacionarias a nivel global, a pesar de factores como la elevada liquidez, la persistencia e intensidad del ciclo alcista de crecimiento y los altos precios de las materias primas. Por países, en Estados Unidos, se espera que la inflación subyacente continúe moderándose progresivamente hacia el rango de tolerancia de la Reserva Federal y, en la zona euro, las perspectivas son de que la inflación permanezca en torno al objetivo del BCE del 2 por ciento.

### Los mercados de crédito, principal incertidumbre

El escenario central de elevado crecimiento y presiones inflacionarias acotadas no está exento de incertidumbre, si bien con algunos cambios respecto a unos meses atrás.

Por un lado, el riesgo de una mayor desaceleración de la economía estadounidense derivada de un ajuste brusco de la inversión no residencial prácticamente se ha diluido, dado que su reciente debilidad ha sido transitoria. Sin embargo, ha vuelto a cobrar fuerza la incertidumbre procedente del segmento crediticio *sub-prime* (el segmento más arriesgado del mercado hipotecario estadounidense), después de la quiebra de dos *hedge funds* de Bear Stearns, que han provocado el retorno de la incertidumbre financiera. A esto, se añadieron las declaraciones de Bernanke, presidente de la Reserva Federal, ante el Congreso en las que citaba que las pérdidas del mercado hipotecario de baja calidad podrían situarse entre US\$ 50 mil millones y 100 mil millones (menos del 1% del PBI).

Todo ello, ha provocado un aumento de la incertidumbre financiera, consecuencia de la desconfianza generada en torno a la correcta valoración de los productos estructurados de crédito ante la posible pérdida de valor de sus colaterales, que se ha traducido en un repunte de la aversión al riesgo de los agentes y en un huída hacia la calidad de los inversores. De todas formas, aunque, en el corto plazo, puedan continuar las dudas en torno a este mercado, el riesgo de contagio al resto de la economía o al sistema financiero permanece acotado y la actual volatilidad, aunque pueda permanecer en el corto plazo, debería ser transitoria.

Por otro lado, en el mapa de incertidumbre actual, a nivel global persiste la preocupación en torno a un posible conflicto con Irán, que pueda desembocar en una escalada de los precios del petróleo, ya de por sí tensionados. A ello también se ha unido la posibilidad de un repunte de la inflación global, debido a la confluencia de varios factores que mantienen las presiones sobre la misma al alza. Así, a la elevada liquidez global y la alta utilización de los recursos, se une el aumento de los precios de los alimentos en países emergentes, así como los altos precios de las materias primas, donde destaca el elevado precio del petróleo. Sin embargo, a pesar del incremento de las presiones inflacionarias, las expectativas de inflación continúan contenidas y no existe evidencia de contagio a los países desarrollados a través de los precios importados.

Sobre el precio del petróleo, cabe mencionar que el mercado del crudo continúa muy ajustado, donde preocupan los bajos niveles de inventarios y las restricciones de oferta de refinamiento. Por ello, el riesgo geopolítico ha vuelto a tomar relevancia, con nuevos frentes abiertos (ataques en Nigeria, atentados en Reino Unido y Yemén, iniciativas para nuevas sanciones de la ONU a Irán). Todo ello, nos ha llevado a revisar nuestras previsiones para el precio del Brent al alza un 6 por ciento, de forma que la media se ubicará en 63,1 dólares por barril en 2007 y en 55,5 dólares por barril en 2008.

## Bancos centrales al alza

El tono monetario de los principales bancos centrales se ha tornado en los últimos meses más restrictivo, dada la solidez del crecimiento y una inflación ubicada en la parte alta de sus objetivos, como muestran las recientes subidas llevadas a cabo por varios de ellos (Banco de Inglaterra, Banco de Canadá, Banco Central de Noruega).

En esta línea se mueve también el Banco Central Europeo (BCE), donde la política monetaria continuará normalizándose hasta elevar el precio oficial del dinero hasta el 4,50 por ciento, apoyada por la fortaleza del crecimiento europeo, que se espera llegue hasta el 2,7 por ciento este año, y una inflación que en el mediano plazo se ubicará por encima del objetivo del BCE del 2 por ciento.

Además, en Japón, se espera que el ente monetario sitúe la tasa hasta en el 0,75 por ciento a finales de 2007. Ello implicaría retomar el proceso de subidas graduales de tasas, aunque de forma más lenta de lo inicialmente previsto, debido a los síntomas de debilidad que todavía presenta la inflación.

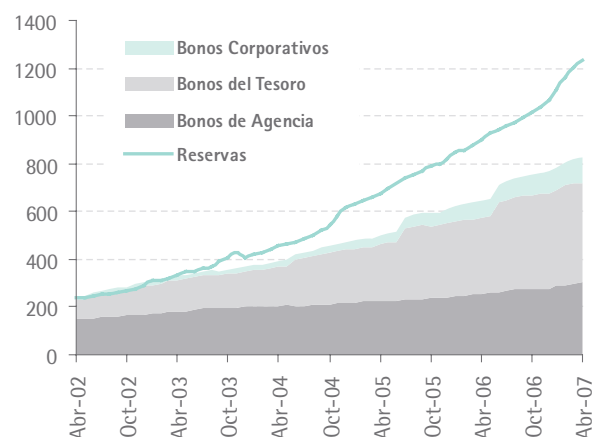
Por su parte, en Estados Unidos, actualmente en una posición cíclica distinta a la del resto de las principales economías, se espera que la Fed mantenga la tasa de los fondos federales estable en el 5,25 por ciento durante un período prolongado de tiempo, apoyada, por un lado, en una economía que se recuperará en la segunda parte del año y que retornará a tasas de crecimiento cercanas al potencial el año que viene, y, por otro lado, en una inflación que, aunque moderándose, permanecerá en la parte alta del rango de tolerancia de la Fed (PCE en el 2 por ciento). Sin embargo, el mercado vuelve a descontar un escenario menos benigno para Estados Unidos, como consecuencia de las recientes turbulencias en los mercados financieros, lo que le ha llevado a incorporar que la Fed recorte el precio del dinero a principios del año que viene.

A pesar del tono restrictivo de los bancos centrales de los principales países desarrollados, a nivel global se espera que la volatilidad permanezca en niveles bajos y que continúe la elevada liquidez, derivada de la fuerte acumulación de reservas que siguen mostrando los bancos centrales emergentes, especialmente los de China, Brasil, y Rusia, lo que unido a una saneada situación empresarial y unas sólidas expectativas de beneficios, continuarán apoyando en el mediano plazo la buena evolución de los mercados de renta variable. No obstante, a pesar del aumento de las reservas en los países emergentes cabe destacar un cambio de orientación en las inversiones de estos activos, que parecen estar empezando a diversificarse hacia activos alternativos a los bonos norteamericanos.

Esta disminución de la demanda de deuda americana, estaría llevando a que las rentabilidades de largo plazo en Estados Unidos se vean menos presionadas a la baja por los flujos de capitales. Así, nuestras previsiones sitúan la tasa a diez años en Estados Unidos en el 5 por ciento y en Europa en el 4,6 por ciento a final de año.

Por su parte, el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006, llegando una cotización superior a los 1,37 dólares por euro debido a que una variedad de elementos están operando en su contra. Por un lado, la operativa de *M & A* (fusiones y adquisiciones) sigue siendo favorable hacia Europa, y por otro, se ve afectado por (i) el sentimiento negativo del mercado, como reflejan tanto el aumento de posiciones cortas en Chicago como el cambio de previsión del consenso de analistas de Bloomberg para finales de año, 1,36 dólar por euro, frente al 1,31 vigente en abril pasado, (ii) la posible diversificación de reservas de los emergentes, especialmente de China y (iii) el efecto señal que representa el hecho de que algunos países comiencen a recibir sus ingresos petroleros en divisas distintas al dólar. El último ha sido Irán, donde parece que el 70 por ciento de sus exportaciones de crudo proceden de divisas distintas al dólar, pidiendo incluso a Japón que pague por sus importaciones en yenes.

## Compras netas acumuladas de China en EE.UU. (Miles de millones de dólares)



Fuente: TIC y BBVA - Capital Flows

## Previsiones financieras (fin de año)

	2006	2007	2008
<b>Tasas oficiales</b>			
EE.UU	5.25	5.25	5.25
UEM	3.50	4.50	4.50
<b>Tasas a 10 años</b>			
EE.UU	4.7	5.0	5.1
UEM	3.9	4.6	4.6
<b>Dólar-euro</b>	1.32	1.33	1.32

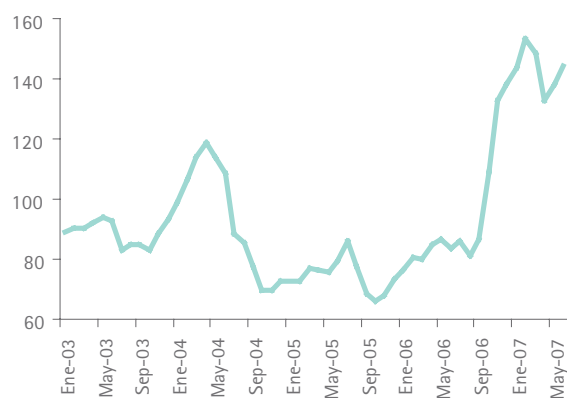
Fuente: BBVA

### Precio internacional del trigo (US\$ por TM)



Fuente: Reuters

### Precio internacional del maíz (US\$ por TM)



Fuente: Reuters

Además, su evolución en el corto plazo parece estar muy ligada al devenir del diferencial de tasas de interés, que en los últimos tiempos se ha ido estrechando. No obstante, la actual debilidad de la divisa norteamericana parece exagerada y se espera que revierta hacia niveles más apreciados, en torno al 1,33 dólares por euro, una vez que la economía estadounidense se recupere y retorne a tasas cercanas al potencial.

No obstante, como se ha descrito con anterioridad, el hecho de que la economía estadounidense sea la que más incertidumbre suscita lleva a que el balance de riesgos establezca un sesgo claramente depreciador sobre el dólar.

### Alza en los precios agrícolas y producción de los biocombustibles

En un escenario de alzas en los precios internacionales de los productos agrícolas, el debate mundial acerca de la responsabilidad humana en el cambio climático ha dado pie a otros, que tratan sobre el desarrollo de nuevas fuentes de energía más amigables con el medio ambiente. Dado que los principales insumos en la producción de biocombustibles, como por ejemplo el bioetanol, son también fuente de alimento, ¿comenzaremos a plantar grandes superficies con el fin de satisfacer la creciente demanda de biocombustibles en perjuicio de la producción de alimentos?

Organismos como la OECD y la FAO pronostican que en Estados Unidos la producción de etanol, y por ende de su principal insumo el maíz, se duplicará en los próximos 10 años. Como consecuencia, en el año 2016 un 32 por ciento de la producción total se dedicaría a la producción de combustible frente a un 20 por ciento en 2006. Por su parte, se espera que en la Unión Europea, donde el biodiesel ha sido históricamente más importante, la producción de etanol a base de trigo gane importancia, aumentando 12 veces el uso de este cereal. Brasil es actualmente el principal productor de etanol a base de caña de azúcar, y enfrenta las condiciones climáticas más favorables que hacen que su producción sea mucho más eficiente que, por ejemplo, la de Estados Unidos. Aún así, se espera que cerca del 60 por ciento de la producción total de caña de azúcar se destine a la elaboración de etanol en el 2016, cuando actualmente ésta no alcanza el 50 por ciento.

El fuerte aumento en la producción de biocombustibles ha llevado a que los precios de los granos hayan alcanzado niveles muy por encima del promedio de los últimos diez años. No sólo la OECD y FAO coinciden en que estos altos precios han llegado para quedarse. El instituto FAPRI (Food and Agriculture Policy Research Institute) también anticipa que estos seguirán altos al menos hasta el 2010, momento en el cual se espera que el crecimiento de la producción alcance al de la demanda.

Así las cosas, de no mediar una combinación de tecnologías y políticas que favorezcan un uso más eficiente de los insumos, es probable que en el futuro destinemos demasiado terreno agrícola a la producción de combustibles. Asimismo, el alto precio de estos cultivos puede tener graves consecuencias para aquellos países en desarrollo que son importadores netos de alimentos, así como también para las poblaciones más pobres en zonas urbanas. Al respecto, el progreso técnico ha permitido desarrollar una nueva sustancia a partir del azúcar de las frutas, la cual permite obtener un combustible que es más atractivo en términos energéticos que el etanol. Claro está que avances en esta línea son bienvenidos, aún cuando en particular no ayudan a disminuir la dependencia de los cultivos agrícolas en la producción de biocombustibles.



## II. Entorno macroeconómico

### Segundo trimestre: Dinamismo económico vinculado a la demanda interna se fortalece y se mantiene equilibrado

En el segundo trimestre, la actividad económica se habría expandido alrededor de 7,6 por ciento, con lo que se registrarían 24 trimestres consecutivos de crecimiento. Por el **lado del gasto**, la demanda interna se constituye en el principal motor de crecimiento. Según nuestros estimados, la demanda interna se habría acelerado y crecería a una tasa ligeramente por encima de 10,5 por ciento (creció 10,2 por ciento en el primer trimestre). Esta aceleración estaría impulsada por:

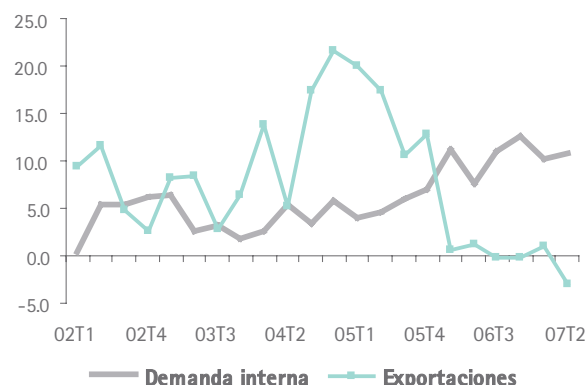
- **Crecimiento sostenido del consumo privado** (crecería 6,5 por ciento en el segundo trimestre). Se ha visto impulsado por mejoras en las condiciones de empleo (la masa salarial habría crecido 8 por ciento en el segundo trimestre). Este dinamismo del consumo privado se refleja en ciertos indicadores. Así, las ventas de autos nuevos y cerveza habrían crecido 50 por ciento y 20 por ciento, respectivamente en el segundo trimestre y el saldo de créditos de consumo se ha expandido en 50 por ciento respecto del saldo de junio del año pasado.
- **Aceleración de la inversión privada.** Los buenos resultados empresariales y las mejores perspectivas de los empresarios en un escenario de estabilidad macroeconómica incentivan las ampliaciones de planta por parte de las empresas privadas. En línea con esto, las importaciones de bienes de capital en términos reales continuaron acelerándose y habrían crecido más de 40 por ciento.
- **Recuperación de la inversión pública** luego de la caída del primer trimestre. Esto se evidenciaría en el rápido crecimiento (231 por ciento) que registró el Índice de Avance Físico de Obra (IAFO), la mayor tasa de crecimiento desde diciembre del 2002. Cabe indicar que el IAFO es una variable que aproxima la demanda del sector público sobre la actividad constructora.

Por su parte, los volúmenes exportados habrían caído alrededor de 3 por ciento debido a una menor producción de minerales (básicamente oro) y, en menor medida, de productos pesqueros (harina de pescado).

**A nivel sectorial**, los sectores no primarios aceleraron su ritmo de expansión (habrían crecido poco más de 10 por ciento luego de crecer 9,1 por ciento en el primer trimestre) impulsados por la actividad constructora (habría crecido casi 20 por ciento), la industria no primaria (12 por ciento) y la comercialización (7 por ciento), en especial, de productos importados. Es importante destacar que la actividad constructora creció 24,6 por ciento en mayo, la mayor tasa desde setiembre de 1997 impulsado tanto por la demanda interna privada como por la recuperación del sector público. En línea con esto último, como hemos señalado, el IAFO creció 231,3 por ciento en dicho periodo.

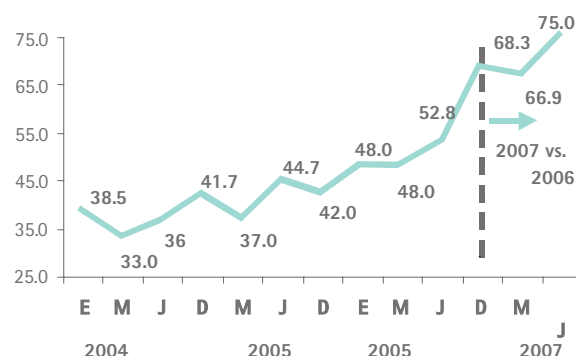
Es importante destacar que el actual ciclo expansivo se presenta sostenible pues no incurre en déficit macroeconómicos debido al aún alto precio de los metales y las decisiones de las empresas de incrementar su capacidad instalada para hacer frente a la creciente demanda.

### Crecimiento trimestral de la demanda interna y las exportaciones (Var. % real interanual) 1/



1/ Estimado para segundo trimestre del 2007  
Fuente: BCRP

### ¿Cuánto espera que crezcan los ingresos de su negocio este año respecto del anterior? 1/ (% que respondió "más de 10%")



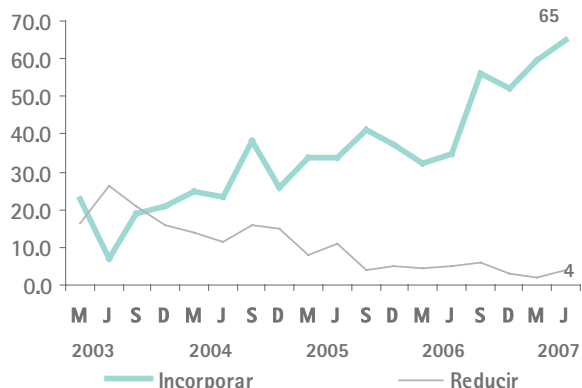
1/ En diciembre se consulta sobre el crecimiento del próximo año.  
Fuente: APOYO Consultoría.

### Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	II-06	III-06	IV-06	I-07
Consumo total	6,2	6,9	7,9	6,9
Privado	5,8	6,6	7,8	7,4
Público	9,2	8,8	8,4	2,5
Formación Bruta de Capital Fijo	17,1	16,8	19,8	17,2
Privada	17,7	16,9	22,0	19,5
Pública	13,2	16,7	11,9	-4,3
Demanda Interna	7,7	11,0	12,6	10,2
Exportaciones de Bienes y Servicios	1,2	-0,1	-0,2	1,0
Importaciones de Bienes y Servicios	7,4	6,8	18,5	15,0
<b>PBI</b>	<b>6,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,5</b>

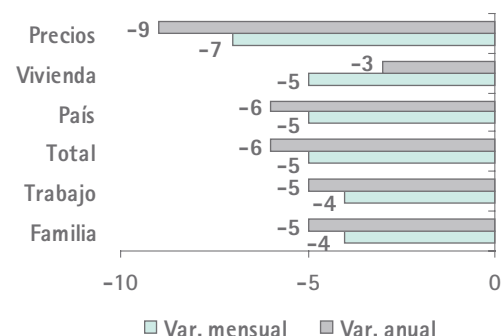
### Respecto del personal, ¿qué medidas realizará su empresa en los próximos seis meses?

(%)



Fuente: APOYO Consultoría

### Variación del Índice de Confianza del Consumidor de APOYO (INDICCA) por componente, junio 2007 (Puntos)



Fuente: APOYO Consultoría

Además, el ciclo expansivo se retroalimenta pues se basa en el círculo virtuoso de inversión – empleo – consumo.

Este entorno macroeconómico favorable se ha visto reflejado en la percepción de los **mercados internacionales** a través del *upgrade* en el *rating* soberano por parte de Moody's y la mejora en el *outlook* de la deuda de largo plazo de Perú por parte de Standard & Poor's.

Dado este favorable entorno macroeconómico y las aún mejores perspectivas, revisamos nuestra proyección de crecimiento del PBI para el 2007 de 7,2 por ciento a 7,5 por ciento.

### Las perspectivas de corto plazo son alentadoras aunque subyacen ciertos riesgos...

Para lo que resta del año esperamos que la demanda interna continúe sólida, en especial, la inversión privada, la que estaría impulsada tanto por proyectos en minería, electricidad e hidrocarburos como proyectos de menor envergadura en comercio y servicios. Un buen cierre del TLC con Estados Unidos podría acrecentar este dinamismo.

También esperamos una recuperación del impulso fiscal. Es importante mencionar que en junio se transfirió S/. 4 254 millones a los gobiernos locales y regionales por concepto de canon minero. Este monto fue 144 por ciento mayor al del año pasado y 8,1 por ciento mayor al esperado por el MEF a comienzos de este año.

Si bien se espera cierta aceleración del impulso fiscal, en opinión del BBVA Banco Continental, esta mayor disponibilidad de recursos públicos no significaría necesariamente un crecimiento excesivo en la ejecución de la inversión pública en el corto plazo (Para un detalle más amplio de la situación actual de la inversión pública, ver el artículo: **"La inversión pública y sus sistemas de control en el Perú: deficiencias y perspectivas"**).

Además, se espera que los volúmenes exportados se recuperen debido a la puesta en plena operación de Cerro Verde y al término del efecto estadístico (alta base comparativa) de Alto Chicama.

El principal riesgo existente es un cambio en las expectativas favorables de los agentes económicos (familias y empresas) debido a:

- **Incremento de precios.** La tasa de inflación se ha acelerado en mayo - julio más rápido de lo que esperaba el consenso del mercado e, incluso, el propio BCR. Si bien esto se explica, principalmente, por *shocks* de oferta vinculados al trigo y petróleo, la tendencia creciente que muestra el precio internacional de materias primas agrícolas y petróleo sugiere que no se podrían descartar ciertas presiones al alza en estos productos y su propagación al resto de bienes que componen la canasta de consumo.
- **Mayor conflictividad social.** Desde comienzos de año, el número de conflictos sociales se ha incrementado de manera sostenida. Incluso, en las primeras semanas de julio, esta situación se ha intensificado, paralizando totalmente las actividades económicas en ciertas zonas del país.
- **Incertidumbre respecto a la eventual aprobación del TLC con Estados Unidos.** Esta situación podría frenar la puesta en inicio de diversos proyectos en actividades vinculadas al sector textil confecciones y la agroindustria.

### Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(Var. % real interanual)	II-06	III-06	IV-06	I-07
<b>PBI</b>	<b>6,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>7,5</b>
Agropecuario	5,8	11,2	7,6	4,5
Pesca	-12,3	18,2	-8,5	-1,2
Minería	7,6	-0,6	7,6	-1,6
Manufactura	3,0	8,1	8,2	8,4
-Primaria	-2,1	3,6	-0,6	-4,5
-No Primaria	4,3	9,0	10,4	11,1
Construcción	13,2	16,0	13,5	9,0
Comercio	9,0	14,0	14,4	10,2
Servicios	7,1	8,9	9,6	8,4

Estos factores ya habrían tenido algún impacto. Si bien las perspectivas de las empresas se mantienen positivas, esto contrasta con un moderado deterioro en la confianza de los consumidores.

El Índice de Confianza del Consumidor de APOYO (INDICCA) viene cayendo desde hace cinco meses. Tras la caída de cuatro puntos en julio, registró el menor nivel desde noviembre del 2005 (46 puntos), retornando al rango pesimista luego de 17 meses. Los factores detrás de esta caída serían el incremento en el precio de productos básicos (pollo, combustibles) y la mayor conflictividad social y política, que habrían afectado las perspectivas de los consumidores acerca de la situación económica del país.

Detrás de este escenario de mayor conflictividad social, junto con una **caída fuerte en la aprobación presidencial**, subyace otro riesgo: la incertidumbre respecto de la reacción del Gobierno frente a este escenario adverso.

El riesgo es que se aprovechen de una manera poco eficiente y transparente los mayores recursos públicos para paliar estos conflictos sociales. Esto, además del poco impacto que tendría sobre el bienestar de la sociedad, podría complicar el manejo futuro de las finanzas públicas.

### El mediano plazo, convivencia difícil: economía equilibrada y desequilibrios sociales

En la actualidad, la economía peruana muestra factores que permiten establecer ciertos **“soportes”** que preparan mejor a la economía peruana frente a situaciones de salida de capitales, volatilidad financiera y caídas temporales en la actividad económica local y de los socios comerciales. En general, hacen más sostenible el ciclo expansivo.

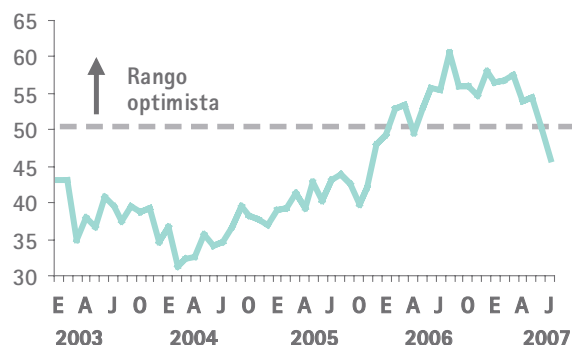
Sin embargo, el actual ciclo expansivo aún mantiene elementos que limitan el crecimiento más acelerado y prolongado de la economía que permita, a su vez, generar más empleo y reducir la pobreza. Esto genera una demanda por un ajuste del llamado “modelo económico”, lo que podría poner en riesgo todo lo avanzado en los últimos años. Entre los principales limitantes del crecimiento destacan:

- La debilidad de las **instituciones públicas**, que afecta las decisiones de inversión y la puesta en marcha de nuevos negocios (corrupción, bajo imperio de la ley, populismo, baja calidad regulatoria, etc.).
- Un **Estado** que enfrenta limitaciones para proveer bienes y servicios básicos de calidad a los ciudadanos, en particular, a los más pobres. Por un lado, el Estado cuenta con pocos recursos y, por otro, los pocos recursos se asignan de manera ineficiente.
- Los equilibrios macroeconómicos vienen acompañados por **desequilibrios sociales**.
  - 44 por ciento de la población es pobre y un 16 por ciento se encuentra en condiciones de extrema pobreza.
  - 25 por ciento de la población no tiene acceso a servicios de salud.
  - 25 por ciento de los niños menores de cinco años está en condición de desnutrición crónica.
  - 54 por ciento de los alumnos están en el nivel cero (en una escala del cero al cinco) en una prueba internacional de lenguaje.
  - el consumo del 1 por ciento de la población con mayores recursos equivale al consumo del 35 por ciento de la población de menores recursos.

Debilidades como las señaladas definen una situación paradójica: la macroeconomía anda bien pero un porcentaje importante de peruanos no siente los beneficios de esa mejora.

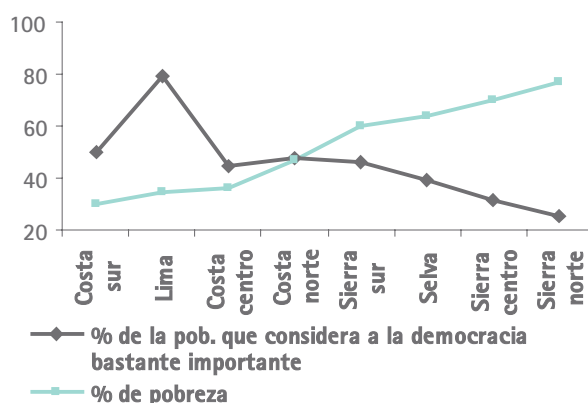
El actual ciclo expansivo cuenta con una serie de elementos que nos permite ser optimistas en cuanto a las perspectivas de la economía peruana, incluso, en un contexto internacional no tan favorable. Este escenario plantea una oportunidad inmejorable para solucionar los elementos (fractura social y mala gestión del Estado) que funcionan como “cuellos de botella” y que nos impiden crecer más y de manera sostenida.

### Índice de Confianza del Consumidor de APOYO (Puntos)



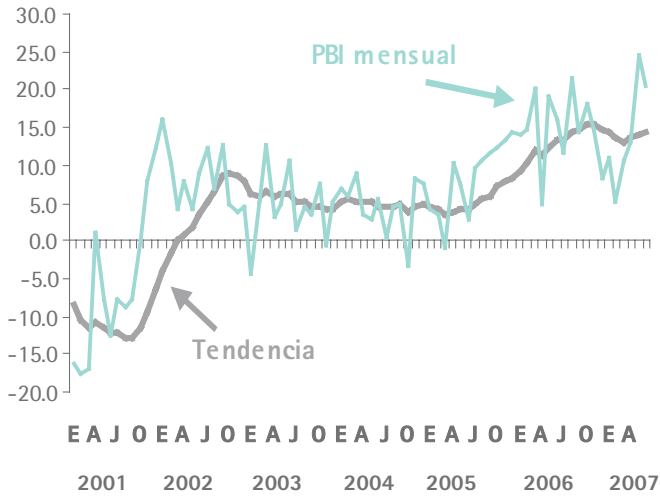
Fuente: APOYO Consultoría

### Pobreza y democracia (%)



Fuente: Enaho, INEI

**PBI Construcción  
(Var. % anualizada)**



Fuente: BCRP

**¿Qué obras cree que impulsarán el crecimiento del sector durante el próximo trimestre?  
(%)**



Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCR – Sector Construcción

El sector construcción se encuentra en el ciclo más prolongado de crecimiento desde 1977. Entre el 2001 y 2006, la actividad constructora creció 47 por ciento mientras que el PBI global lo hizo en 32 por ciento. Este comportamiento no llama la atención pues es el sector económico más volátil de la economía (en los ciclos expansivos es el sector que más rápido crece mientras que en los ciclos contractivos es el que más se ve afectado). De aquí deriva su importancia para explicar la dinámica de los ciclos económicos.

Es un sector con un alto valor agregado (alrededor del 50 por ciento de su valor bruto de producción) y refleja fielmente lo que sucede en la economía global tanto por la capacidad de generación de empleo directo como por los eslabonamientos con otros sectores (y el impacto sobre la demanda de trabajo que genera en estos sectores). Así, entre sus principales efectos se tiene: i) de manera directa, representa el 6 por ciento del empleo en Lima Metropolitana y, además, por cada empleo se generan cerca de siete empleos en la economía (indirectos e inducidos); y, ii) los sectores minería metálica y comercio representan el 40 por ciento del consumo intermedio del sector construcción. Esto impulsa nuevas inversiones en estas industrias.

Desde mediados del 2005 el sector viene registrando un crecimiento acelerado, pasando de tasas de crecimiento acumuladas en los últimos doce meses de 5 por ciento a 15 por ciento. En este ciclo expansivo el crecimiento es generalizado, es decir, todos los segmentos del mercado de construcción (cemento, productos largos de acero, cerámicos planos y pinturas) muestran un fuerte dinamismo y el crecimiento se está dando en todas las zonas del país.

A pesar de ser el sector más volátil, el actual ciclo expansivo constructor es el de menor variabilidad desde, por lo menos, casi 60 años. Esto es muy importante pues hace presagiar que cuando la economía ingrese a la fase contractiva o de desaceleración, los cambios en la actividad del sector serían más moderados respecto de lo observado en periodos anteriores.

**El corto plazo: 2007**

En el primer trimestre del año el sector mostró una leve desaceleración, pasando de tasas de 15 por ciento en el 2006 a 9 por ciento. Este comportamiento de la actividad constructora se debió a una fuerte contracción en el impulso fiscal. En ese sentido, la inversión pública cayó 4,3 por ciento respecto del primer trimestre del año anterior debido, principalmente, a la falta de ejecución de proyectos de inversión pública por parte de los gobiernos locales (representan poco más del 40 por ciento del presupuesto público).

Según estimados propios, el sector habría crecido 19 por ciento en el segundo trimestre. En línea con un crecimiento robusto de la demanda interna privada y una recuperación de la inversión pública, se espera que el sector acelere su ritmo de expansión en lo que resta del año hacia tasas alrededor de 15 por ciento.

En línea con este buen entorno de corto plazo, el BCR publicó en julio una encuesta a 100 de las más importantes empresas constructoras del país. Aquí algunos datos:

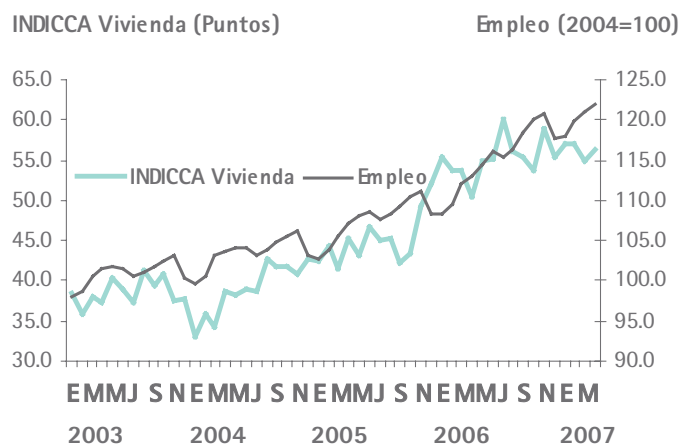
- El 64 por ciento de las empresas que respondieron la encuesta espera que la actividad del sector aumentará durante el próximo trimestre, en tanto que el 36 por ciento considera que ésta se mantendrá igual.
- El 40 por ciento de los proyectos de las empresas estarían por iniciarse en los próximos meses y serían equivalentes a 12 meses de trabajo, aproximadamente.

**Perspectivas favorables de mediano plazo**

Las perspectivas del sector son positivas. Así, se espera que el sector construcción crezca en los próximos tres años a tasas alrededor de 11 por ciento, impulsado por:

- Crecimiento económico. Las perspectivas económicas para el Perú son muy alentadoras. Según el Marco Macroeconómico Multianual 2008-2010 (MMM), la economía crecerá alrededor de 7 por ciento en los próximos tres años. Dada la alta correlación entre el PBI global y la actividad constructora, se espera que el actual dinamismo constructor se mantenga o, incluso, se acelere en los próximos años.

## Empleo en empresas de diez a más trabajadores e INDICCA Vivienda 1/



## PBI Construcción (Índice 1994 = 100)



- La inversión pública crecerá a una tasa por encima de su promedio histórico, impulsada por una mayor flexibilización de los sistemas de control de la inversión pública. Según el MMM, la meta del Gobierno es que la inversión pública pase de representar 2,8 por ciento del PBI en el 2006 a 7 por ciento del PBI en el 2010.
- La inversión privada estará impulsada tanto por megaproyectos en sectores como minería, hidrocarburos/gas, infraestructura pública (obras viales, IIRSA, Olmos, Muelle Sur, saneamiento, etc.) como por proyectos más pequeños en sectores vinculados al dinamismo de la demanda interna. Como señalamos anteriormente, el actual ciclo expansivo ha sido el más prolongado desde 1977. Este auge sorprendió a algunas industrias que no han estado preparadas para atender el crecimiento sustancial de la demanda. Han estado operando a niveles cercanos a su capacidad instalada o en otros casos importando insumos (incrementando sus costos de producción) y se han visto obligadas a acelerar sus planes de inversión. Por ejemplo, en la industria siderúrgica existe una cartera de proyectos por aproximadamente US\$ 150 millones para los próximos tres años, mientras que en la industria cementera existen US\$ 350 millones en nuevos proyectos para los próximos dos años y medio.
- La autoconstrucción, principal componente de la inversión de las familias, seguirá mostrando un desempeño favorable sustentado en un robusto crecimiento del empleo. Además, este auge de la construcción se continuará potenciando con una mayor penetración del crédito hipotecario, que crecería a una tasa superior al 10 por ciento. Asimismo, el mayor y mejor acceso a financiamiento de los sectores más bajos de la población a través de los programas habitacionales como Techo Propio impulsará la inversión residencial de las familias de estos segmentos.

### Los riesgos del sector

Como vemos, las perspectivas son favorables para la actividad constructora. Sin embargo, existen ciertos riesgos a tomar en cuenta:

- Alta sensibilidad a los ciclos de la economía. El principal riesgo para la economía peruana sigue siendo el de una desaceleración abrupta de la economía mundial. Según estimaciones propias, en un escenario así, el crecimiento del sector construcción podría reducirse a poco menos de la mitad.
- Descalce cambiario y efecto "hoja de balance". Debido a la alta dolarización del financiamiento hipotecario un cambio en la tendencia apreciatoria del tipo de cambio podría afectar el patrimonio de las familias, es decir, incrementar sus pasivos en dólares frente a sus ingresos en nuevos soles. Esto afectaría su capacidad de pago.
- La tendencia alcista de los precios de alquiler y conservación de viviendas podría afectar la demanda inmobiliaria y, por tanto, el crecimiento del sector en el mediano plazo.
- Mayores costos de insumos. Por el lado de la mano de obra, existe una menor flexibilidad de contratación y mayores costos de despido. Por otro lado, y en especial en el caso de las cementeras, la tendencia alcista del precio del petróleo incide en sus costos energéticos (carbón, gas natural, diesel).

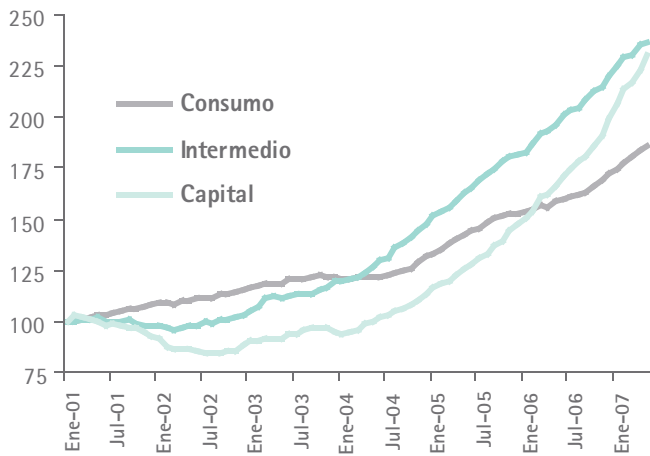
En opinión del BBVA Banco Continental, la probabilidad de ocurrencia de estos riesgos es baja y, por el contrario, consideramos que el actual ciclo expansivo continuará en los próximos años y la actividad constructora será el sector que lidere el crecimiento.

César Liendo  
cliendov@continental.grupobbva.com

### Referencias:

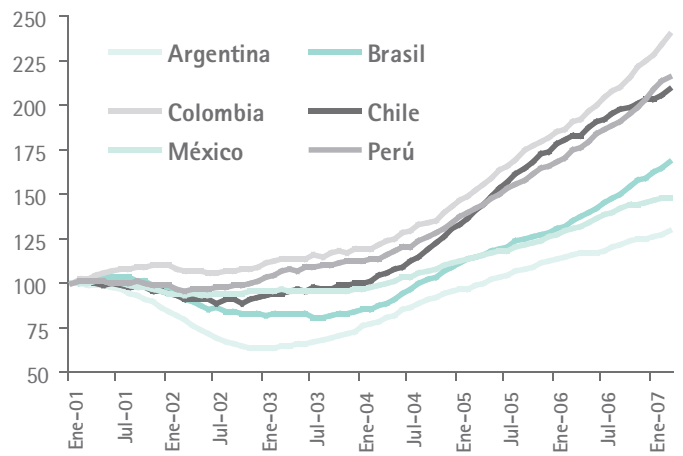
Banco Central de Reserva del Perú (2007). Informes de producción.  
Asociación de Productores de Cemento (ASOCEM). <http://www.asocem.org.pe>  
Revista Semana Económica.

**Perú: Valor de las importaciones por tipo de bienes**  
(Índice 100= Ene. 2001, año móvil)



Fuente: BCRP

**América Latina: Valor de las importaciones totales**  
(Índice 100= Ene. 2001, año móvil)



Fuente: Diversos Bancos Centrales

La actual fase expansiva que viene experimentando la economía peruana, ha generado diversos efectos positivos. Uno de ellos ha sido el fuerte crecimiento de la inversión privada, el cual se ha reflejado en un significativo incremento de las importaciones, especialmente de los bienes de capital e intermedios, los que muestran, en promedio, variaciones interanuales de 30 por ciento y 20 por ciento, respectivamente.

De esta manera, se observa un aumento sostenido en sus participaciones dentro de la composición del total de las importaciones. Así, las de bienes intermedios aumentaron de 51,4 por ciento a 54,5 por ciento entre el 2002 y el 2006; mientras que las de bienes de capital pasaron de 24,9 a 27,9 en similar periodo. Por su parte, los bienes de consumo además de ver reducida su participación, han dejado de ser el componente más dinámico de las importaciones.

Observando las partidas pertenecientes a las importaciones de bienes de capital, las destinadas al sector industrial han sido aquellas que han registrado un mayor dinamismo, especialmente las maquinarias, herramientas, accesorios y partes para máquinas, que, en promedio, muestran tasas superiores al 40 por ciento. De esta forma, el flujo acumulado destinado a la manufactura al mes de junio, representa alrededor del 70 por ciento del total del año anterior.

A nivel regional, se observa que los países que muestran perfiles de crecimiento sostenido registran un mejor dinamismo de las importaciones. Este el caso de economías como la de Chile, Colombia y Perú. Una característica adicional, y más importante, que se viene observando en los dos últimos países mencionados es que las importaciones de bienes de capital vienen creciendo a un ritmo más acelerado que el de las totales.

**¿Un shock de productividad en camino?**

En el caso peruano, las mayores inversiones se han registrado en sectores económicos, tales como la industria manufacturera, construcción, distribución de energía eléctrica y agricultura. Ello ha propiciado la importación de diversos bienes de capital y, por tanto, la transferencia de tecnologías. Esto último estaría permitiendo mejorar la productividad y eficiencia de las empresas pertenecientes a estas actividades y, de esta manera, lograr incrementos en la productividad de la economía en su conjunto.

Cabe señalar que si bien la productividad total ha venido creciendo de manera importante en los últimos años (según el último Marco Macroeconómico Multianual, habría acumulado un crecimiento de 20,6 por ciento entre los años 2000 y 2006), aún queda mucho margen por recuperar, dado los aún bajos niveles de productividad existentes.

Por ello, una medida acertada en esta materia ha sido la reciente reducción de aranceles, aprobada por el Ejecutivo a finales del año pasado. Esta desgravación libera de aranceles a cerca de 3 000 sub-partidas, que representan alrededor del 40 por ciento de las importaciones totales. Además, ha permitido reducir la carga arancelaria al 88 por ciento del valor de importaciones de bienes de capital y al 52 por ciento del valor correspondiente para bienes intermedios. De esta manera, esta medida permitiría incrementar aún más los niveles de productividad de las empresas así como su capacidad competitiva en los mercados internos y externos, a través de la reducción de los costos de producción.

En síntesis, se espera que el crecimiento sostenido de las importaciones peruanas de bienes de capital continúe durante los próximos meses como consecuencia de las buenas perspectivas económicas y de las expectativas empresariales. Ello permitirá que, a través de nuevos proyectos de inversión, se logren nuevas mejoras en la productividad de la economía, lo que generará mayores beneficios en el largo plazo.

## Inflación regresó al interior del rango meta

Tal como se había adelantado en el número anterior, la inflación acumulada retornó al interior del rango meta de inflación del BCR. Así, al cierre de julio de 2007, la inflación acumulada en los últimos 12 meses fue 2,21 por ciento.

La tendencia al alza observada en los precios se explicó por:

- Los incrementos transitorios durante mayo - junio en el rubro de alimentos y bebidas ante problemas de oferta y abastecimiento en algunas hortalizas y legumbres frescas.
- La presión al alza en los precios del pollo y el huevo en un contexto de altas cotizaciones internacionales de maíz.
- El incremento en los precios del rubro de pescados y mariscos (4,72 por ciento en junio), como consecuencia de cambios en las temperaturas marítimas que provocaron menores desembarques para consumo humano directo.
- El incremento en los precios del rubro transportes ocurridos en mayo y junio, como consecuencia de los reajustes en los precios de los combustibles.

En cuanto a la inflación subyacente que elabora el Banco Central, esta ha venido mostrando una convergencia más suave hacia el centro de la meta de inflación. Así, a julio de 2007 se ubicó, en términos acumulados de 12 meses, en 1,86 por ciento.

## Perspectivas para el año 2007

La aceleración que ha mostrado la inflación en el periodo mayo - julio de 2007 se explica por la ocurrencia de eventos específicos y, en muchos casos transitorios, por lo que por el momento, no se percibe una dinámica de reajustes conjuntos de precios al consumidor en lo que resta del año. Ello a pesar de que a julio el índice de precios al por mayor había registrado un crecimiento interanual de 3,22 por ciento. Esta situación sugeriría que en el entorno actual de crecimiento del consumo y la producción manufacturera, las empresas estarían reduciendo sus márgenes de ganancia unitarios ante el incremento de los volúmenes de ventas.

En el corto plazo, los riesgos asociados a los mayores precios de *commodities* como el trigo, el maíz y el petróleo están más controlados como consecuencia de la eliminación de las sobretasas y aranceles al trigo, la reducción del arancel de 12 por ciento a 10 por ciento para el maíz y la eliminación de la sobre tasa arancelaria de 5 por ciento a productos como la leche, mantequilla, arroz, entre otros, con lo cual se esperaría que en los próximos meses el rubro alimentos corrija paulatinamente a la baja. Adicionalmente, el Gobierno ha continuado compensando a las refinерías de petróleo para evitar nuevos incrementos en el precio de los combustibles. No obstante, todavía subsiste preocupación por la continuidad de esta medida en un entorno de precios altos del petróleo más prolongado de lo esperado.

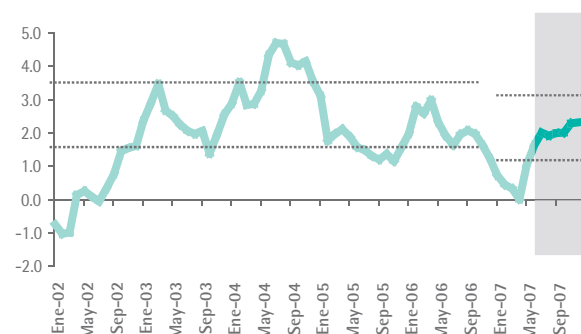
Proyectamos que al cierre del año la inflación se ubicaría alrededor de 2,2 por ciento y en torno al 2,0 por ciento en el 2008. Esta proyección ya incorpora el ajuste de tasas de corto plazo determinado por el Banco Central anticipado como mecanismo de re-anclaje de las expectativas inflacionarias.

## IPC General (var. % acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2006 Diciembre	2007 Julio
Índice General	100.0	1.14	2.21
Alimentos y bebidas	47.5	1.74	3.17
Vestido y Calzado	7.5	1.88	2.47
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	-0.23	1.58
Muebles y Enseres	4.9	1.23	0.78
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	0.36	1.70
Transportes y Comunicación	12.4	-0.48	0.11
Enseñanza y cultura	8.8	1.10	2.45
Otros bienes y Servicios	7.0	1.59	1.04

Fuente: INEI

## Proyección de Inflación 2007 (var. % acumulada últimos 12 meses)

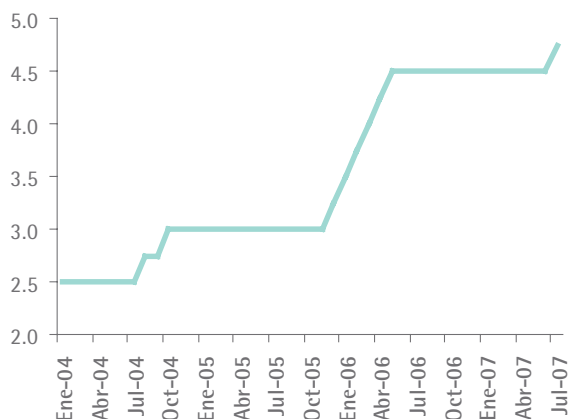


Fuente: INEI

## Precios: últimos datos mensuales

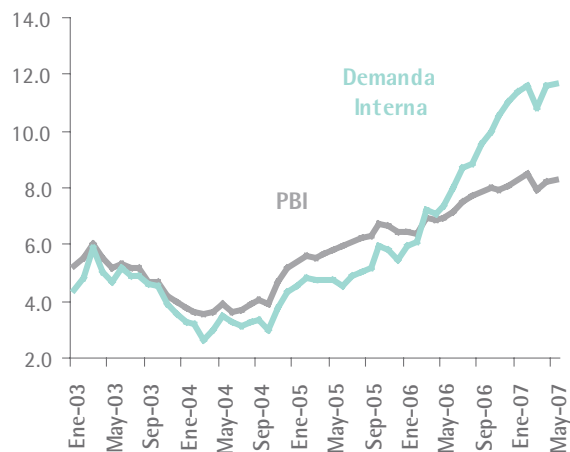
(% mensual)	Abr-07	May-07	Jun-07	Jul-07
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,18	0,49	0,47	0,48
Índice de Productos Transables	0,44	0,64	0,35	n.d
- Alimentos Transables	0,90	0,17	-0,74	n.d
- Combustibles	0,11	3,37	3,72	n.d
Índice de Productos No Transables	-0,01	0,38	0,56	n.d
- Alimentos No Transables	-0,25	1,59	-1,14	n.d
Índice Subyacente	0,13	0,09	0,17	0,22
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,30	0,88	1,26	0,75
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	0,29	-0,44	0,08	-0,03
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,95	0,50	1,40	1,56

**Tasa de referencia del BCRP  
(en %)**



Fuente: BCRP

**PBI y Demanda Interna  
(var. % real, promedio móvil)**



Fuente: BCRP

### III. Entorno Financiero

#### Política monetaria: Banco Central eleva tasa de referencia

En un contexto de aceleración del ritmo inflacionario y de sostenida expansión de la demanda interna, en su reunión de política monetaria de julio, el Directorio del Banco Central elevó la tasa de referencia de 4,5 por ciento a 4,75 por ciento, la primera modificación desde mayo de 2006. Cabe precisar que la aceleración de la inflación ha estado asociada a factores de oferta que, eventualmente, no requerirían de una reacción por parte del Banco Central. Sin embargo, el riesgo de que esta dinámica pudiera exacerbar las expectativas de inflación explicaría el reciente incremento de la tasa de referencia, por lo que la medida tiene un carácter preventivo y da una señal fuerte al mercado del compromiso con la estabilidad de precios que tiene el Banco Central.

Si bien se considera que la medida es acertada, el manejo de las expectativas de cambios en la posición de la política monetaria por parte del instituto emisor fue algo confuso. Así, hacia principios de abril, el BCR comenzó a mostrar una preocupación más explícita por el impacto de la expansión económica en precios hacia el 2008, lo que se reflejó en los comunicados de política monetaria de dicho mes y en el de mayo, al manifestar que estaría dispuesto a ajustar la tasa de referencia si el gasto interno continuaba mostrando su actual tendencia. Sin embargo, en declaraciones posteriores y en el comunicado de junio, el énfasis de esta posición se redujo, señalizando al mercado que un incremento en la tasa de referencia no era inminente. Por ello, el incremento de julio fue un tanto sorpresivo, pues si bien el mercado esperaba ajustes al alza, el cambio tan rápido en el énfasis de los comunicados generó alguna confusión.

La decisión del Banco Central está en línea con nuestro escenario base planteado desde inicios del año (ver BCRWatch Enero-Marzo). Teniendo en cuenta que la demanda interna continuaría creciendo de manera más acelerada que el PBI durante el resto del año, en nuestro escenario central de proyección no se descuenta que el Banco Central incremente la tasa de referencia nuevamente antes de que finalice el 2007.

#### Nuevo Sol continuó registrando tendencia apreciatoria

A pesar de la ligera depreciación del Nuevo Sol en la última quincena de mayo, cuando el dólar pasó de S/. 3,157 a S/. 3,177, el Nuevo Sol continuó mostrando en adelante una tendencia apreciatoria que llevó su cotización hacia finales de julio nuevamente hacia niveles de S/. 3,157.

Esta situación se explica por: i) expectativas de mayores ajustes en la tasa de referencia del BCR, tal como lo sugieren las curvas de rendimiento en las últimas semanas, ii) un ajuste menor al esperado en los precios de los principales productos de exportación, lo que ha retrasado el reajuste hacia la baja de la balanza comercial y ha incrementado el horizonte sobre el cual se esperaba un exceso de divisas en el mercado interno, iii) un mayor interés de parte de los principales operadores financieros de contar con mayor liquidez en moneda nacional (llegando a tener posiciones contables en dólares negativas entre mayo y junio), lo que se ha reflejado en la continua tendencia hacia la desdolarización del sistema financiero y iv) las ventas de dólares de agentes institucionales que adquirieron soles para la subasta de bonos soberanos (en soles) a 30 años orientada al prepago de la deuda con el Club de París y de empresas que cumplieron con el pago de grafitaciones.

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

(millones de nuevos soles)	Mar-07	Abr-07	May-07	Jun-07
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,186	3,178	3,168	3,170
Emisión Primaria (Fin de Período)	13.293	13.550	13.610	14.015
Liquidez Total	76.129	76.372	77.320	79.402
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	49,6	49,7	49,7	49,5
Reservas internacionales (m.M. \$)	18.427	19.704	21.271	21.528
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	4,5	4,5	4,5	4,5
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	5,5	5,6	6,2	5,7
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	30,3	36,0	36,9	35,6
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	7,7	9,5	6,6	7,0
Tasa de Morosidad (%)	1,6	1,7	1,6	1,6



Como consecuencia de que los precios de los principales productos exportados no se habrían moderado según lo esperado, permaneciendo en niveles que implican todavía un alto resultado de balanza comercial, hemos reajustado nuestra proyección de tipo de cambio para fin de año, estimando que este mostraría cierta estabilidad en torno al rango S/.3,15-S/.3,18. Asimismo, esperamos que a partir del año 2008, las presiones apreciatorias sean menores como consecuencia de: (i) un menor influjo de divisas por el lado comercial, debido a una corrección a la baja en las cotizaciones de nuestros commodities, y (ii) un incremento en las importaciones como reflejo de un mayor dinamismo de la demanda interna.

### Sistema financiero acelera crecimiento

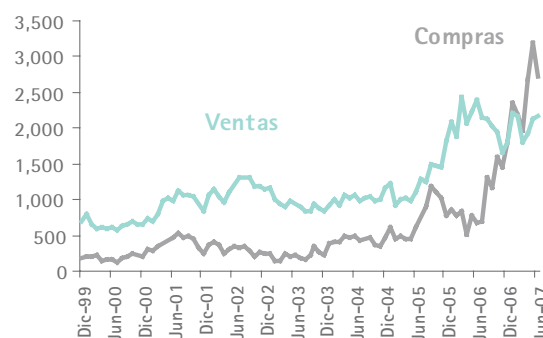
Durante el año 2005, los sistemas bancarios de la región experimentaron considerables expansiones del crédito que en muchos casos superaron el 30 por ciento en términos de colocaciones. En ese año, el sistema financiero peruano creció un 21,9 por ciento, marcando el inicio de un ciclo expansivo que, en promedio, se mantiene en torno al 20 por ciento de crecimiento durante los últimos 18 meses. Este crecimiento ha estado acompañado de una importante disminución del nivel de morosidad y un incremento de los depósitos promedio de 20 por ciento en el último año.

A nivel del sistema bancario destacan, desde el punto de vista financiero: i) la reducción de los niveles de dolarización hasta un 60 por ciento de los depósitos y 65 por ciento en los créditos directos (a un ritmo aproximado de reducción de 5 puntos en la dolarización cada 18 meses), ii) la mayor preferencia por mantener liquidez en moneda nacional y reducirla en moneda extranjera (lo que es consistente con la disminución de la posición de cambio contable de la banca), iii) una disminución de la posición de cambio contable como consecuencia de la disminución de los activos en moneda extranjera, iv) una mayor demanda por títulos financieros, cuya tenencia se incrementó en 45,0 por ciento a junio de 2007, pasando de S/. 11,8 a S/. 17,1 millones en los últimos doce meses y v) el mayor dinamismo en el mercado de *forwards*, cuyo saldo total de ventas y compras a futuro se incrementó a junio en un 59,6 por ciento en términos anuales.

En el ámbito real, destacan: i) el dinamismo de modalidades como el arrendamiento financiero, que a junio de 2007 había registrado un crecimiento anualizado de 47 por ciento, lo que es consistente con el incremento de la inversión privada a tasas superiores al 20 por ciento y ii) la expansión del endeudamiento del crédito de consumo a tasas superiores al 30 por ciento anual (ver recuadro “**Expansión del crédito de consumo: riesgos para los países de la región**”). Asimismo, el crecimiento del crédito ha mostrado un importante dinamismo a nivel descentralizado, con crecimientos departamentales superiores a los observados en Lima y Callao.

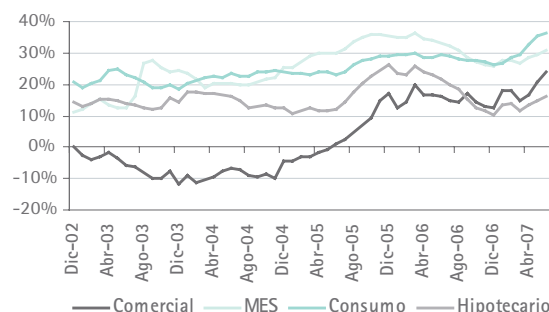
El mayor dinamismo del financiamiento crediticio no solo se ha concentrado en la dinámica de la intermediación financiera directa, sino también en la emisión de bonos del sector privado y público, habiendo registrado los primeros un crecimiento promedio anualizado de 13,9 por ciento en los dos últimos años y, en el segundo caso, un crecimiento promedio anualizado de 40,0 por ciento en el mismo periodo. Se espera que en los próximos trimestres las empresas continúen emitiendo deuda en el mercado de valores para financiar sus proyectos de expansión en el actual contexto de crecimiento económico.

### Saldo de compras y ventas de forwards de la banca comercial (US\$ Millones)



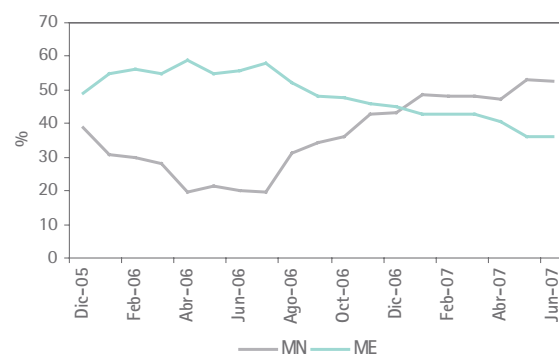
Fuente: BCRP

### Evolución de las colocaciones del sistema financiero por tipo de crédito



Fuente: SBS

### Ratio de liquidez de la banca múltiple por monedas 1/ (%)



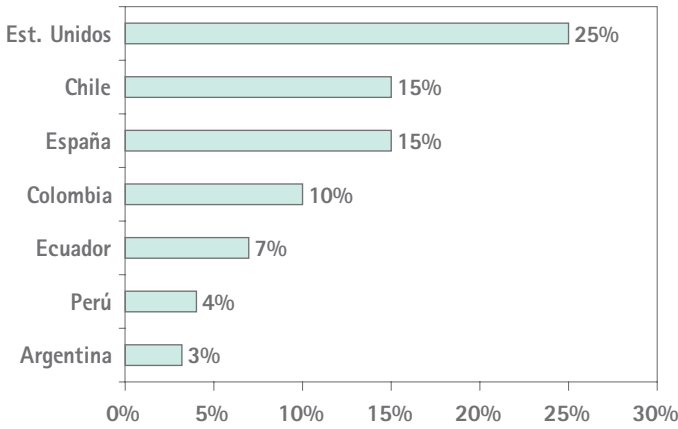
Fuente: SBS

1/ Activos líquidos sobre pasivos líquidos para cada moneda.

### Mercados: últimos datos mensuales

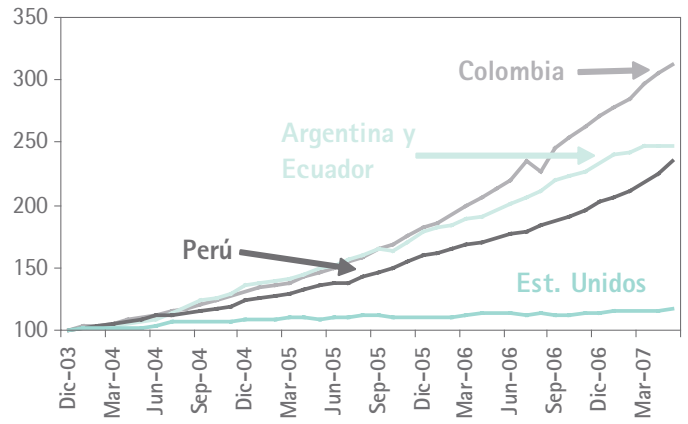
	Mar-07	Abr-07	May-07	Jun-07
Índice General de la BVL (variación %)	13,2	20,5	-2,6	11,1
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	11,2	21,8	0,0	12,3
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	77.981	90.874	99.278	102.631
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	4.631	4.662	4.663	n.d
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	151	89	67	n.d
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	9	64	68	n.d
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	15.963	16.321	16.610	n.d
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	16.593	18.113	18.464	19.148
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,94	3,96	3,98	3,99

**Participación del crédito de consumo del sistema financiero (Como % del PBI)**



Fuente: Bancos Centrales y Superintendencias.

**Evolución del crédito de consumo del sistema financiero en países de la región (Dic-03=100)**



Fuente: Bancos Centrales y Superintendencias.

Desde el año 2003, la mayoría de economías latinoamericanas registran importantes expansiones en un entorno internacional muy favorable y un manejo responsable de las políticas económicas, lo que ha implicado una mejora en la capacidad adquisitiva de la población, un mayor nivel de confianza de los consumidores y mejoras en el nivel de empleo. Además, se ha observado un mayor interés del sistema financiero por aumentar su penetración en el mercado de créditos personales, lo que se refleja en las notables tasas de expansión del crédito de consumo, que en un entorno de mayor liquidez y bajas tasas de interés en los segmentos de menor riesgo, superan el 30 por ciento de crecimiento anual durante ya más de tres años. En este escenario, los sistemas financieros de la región también se han fortalecido, con un crecimiento más sólido del crédito, un incremento en sus niveles de rentabilidad y una notable disminución en las tasas de morosidad.

**Señales de alerta**

En Colombia, el crédito de consumo del sistema financiero se ha multiplicado por 3,5 en los últimos cuatro años. Tan importante ha sido la magnitud de este incremento que el Banco Central (BC) ha pedido a los banqueros que lo vigilen con cuidado y actúen con prudencia. Si bien la morosidad se mantiene en torno al 5 por ciento, el BC estaría preocupado por su efecto amplificador sobre el consumo, en un entorno de mayores presiones inflacionarias y mayor restrictividad de la política monetaria. En Argentina, el crédito de consumo del sistema financiero ha mostrado una tendencia similar, impulsada por el crecimiento del mercado luego de la crisis del esquema de convertibilidad y el mayor interés de los bancos por financiar operaciones de corto plazo y alta rentabilidad. Así, en los últimos cuatro años, el saldo del crédito de consumo se ha multiplicado por 6 y representa ahora un 29 por ciento del crédito del sistema financiero.

La historia no es muy distinta en países como México, Chile y Perú. En el primer caso, ya se empezaron a registrar algunos indicios de saturación del mercado con el incremento de la morosidad desde 3,3 por ciento al 4,7 por ciento entre diciembre de 2003 y 2006, periodo en el que la cartera de consumo se triplicó. En el segundo caso, si bien el crecimiento registrado ha sido más suavizado, existe un riesgo relacionado al hecho de que los actores no bancarios, con políticas crediticias menos estrictas, fueron responsables de la entrega de más del 70 por ciento de los préstamos con tarjetas de crédito en el año 2006. Finalmente, en el caso peruano, el crédito de consumo en el sistema financiero pasó de S/. 5 262 millones en abril de 2003 a S/. 13 628 millones en el último año, con un nivel de morosidad a abril de 2007 de 2,9 por ciento y un crecimiento menos acelerado en términos comparativos con los demás países de la región.

Como en todo episodio de rápido crecimiento crediticio, resulta difícil identificar si las tasas de expansión del crédito de consumo son “excesivas” o si lo que está en marcha es un acelerado proceso de profundización financiera. Si bien algunos analistas señalan que todavía existe mucho margen para seguir creciendo hasta alcanzar niveles de profundización cercanos a los de países desarrollados, los reguladores bancarios deben estar muy atentos, sobre todo teniendo en cuenta que algunas zonas asiáticas han experimentado en los últimos años episodios de crecimiento y rápido deterioro de las carteras de consumo, con especial énfasis en la modalidad de tarjetas de crédito, como por ejemplo Hong Kong (2002), Corea (2003) y Taiwán (2006).

**Agenda pendiente**

Existen muchos aspectos por analizar en cuanto a las características de esta expansión crediticia que van más allá de afirmar que la expansión del crédito de consumo en Perú es menor a la de otros países de la región. Por ello, se requiere un análisis microeconómico, a nivel de grupos de deudores del sistema financiero, lo que permitiría identificar si sus patrones de comportamiento han cambiado en los últimos años, cuantificar qué tanto se ha “descendido” en la búsqueda de nuevos clientes y evaluar si su nivel de endeudamiento es consistente o no con sus niveles de ingreso. Todo esto es parte de una labor preventiva e indispensable que permitiría identificar potenciales vulnerabilidades del acelerado crecimiento del crédito de consumo en la región.

## IV. Artículo

### La inversión pública y sus sistemas de control en el Perú: deficiencias y perspectivas

César Liendo

Analista

Servicio de Estudios Económicos  
cliendov@continental.grupobbva.com

En las últimas semanas se han registrado fuertes críticas por parte del sector privado y del propio Estado por la baja capacidad de este último de plasmar los abundantes recursos fiscales provenientes de la bonanza económica en proyectos de inversión pública. Según se señala, el Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) ha sido la principal traba para agilizar la inversión pública.

En paralelo, los conflictos sociales se han incrementado rápidamente. Si bien los factores detrás de esta mayor conflictividad social se refieren a temas laborales, de empleo público magisterial, etc., el bajo impacto de la bonanza económica sobre la economía de las familias (que vendría a través de un gasto público bien focalizado) es un factor determinante en la actual coyuntura social.

Existe una amplia literatura acerca del efecto que tiene la política fiscal sobre el crecimiento económico. Barro (1990) concluye que el gasto público en infraestructura es un determinante del crecimiento económico pues genera externalidades positivas (mayor productividad) para los factores de producción del sector privado. En el caso de Bose, Haque y Osborn (2003), el impacto de las variables de política fiscal sobre el crecimiento no es claro si se toma el gasto total (gasto corriente más gasto de capital). Sin embargo, cuando se desagrega entre gasto corriente e inversión pública se obtiene una relación negativa entre gasto corriente y crecimiento económico y positiva entre éste último y el gasto en capital. Esta situación se da cuando la inversión pública genera las condiciones favorables para la expansión de la iniciativa privada (efecto *crowding in*): mejoras en la infraestructura social y productiva (transporte, educación, telecomunicaciones), incrementos en la productividad de la mano de obra y el capital, reducción en los costos de producción y aumento en las expectativas de ventas y facturación de las empresas a través de la expansión de la demanda interna <sup>1/</sup>.

Además, tal como señala Estuche (2003), la inversión pública contribuye a reducir la desigualdad y la pobreza, reduciendo los costos de transacción que implica el vínculo de las zonas pobres a los mercados y facilitando su acceso a los servicios de educación y salud. Por otro lado, Calderón y Servén (2004) concluyen que una mayor inversión en infraestructura reducirá la desigualdad en los ingresos y que incrementos en la inversión pública en saneamiento tendrán un impacto particularmente fuerte en la reducción de la pobreza y una mejor distribución del ingreso.

#### Situación actual: a mayores recursos públicos, mayores conflictos sociales... ¿y el Estado?

El 2007 se inició con mayores recursos públicos destinados a gastos de capital. Por un lado, según el Presupuesto del Sector Público para el presente año, los gastos de capital se incrementarían en 55,5 por ciento respecto de lo programado para el 2006. Por otro lado, en el 2006 se ejecutó el 25 por ciento de los S/.1 937 millones destinados para el *shock* de inversiones. Esto dejó para el 2007 S/.1 452 millones disponibles para gastar, fuera del Presupuesto. Este monto representaba el 17 por ciento de la inversión pública en el 2006.

En paralelo, y producto de la escasa capacidad de ejecución que mostró el Estado con el *shock* de inversiones, se modificaron algunos procedimientos en los sistemas de control de la inversión pública:

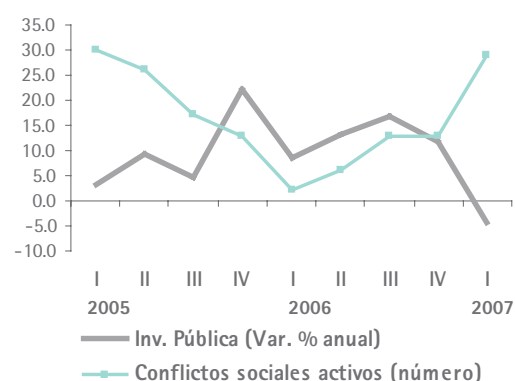
- A fines del año pasado, se flexibilizaron y redujeron los plazos de los trámites en la fase de contratación, adquisición y ejecución de la inversión pública a través del denominado Proceso de Selección Abreviado (PSA).
- Desde enero del 2007 se descentralizó el SNIP. Cada sector, Gobierno Regional o Gobierno Local, a través de sus Oficinas de Programación e Inversiones (OPIs), puede declarar viable sus proyectos sin límite de monto. Es decir, no requiere de la evaluación del MEF <sup>2/</sup>. Según la Dirección General de Programación Multianual (DGPM – MEF), este cambio reduciría el proceso de declaración de viabilidad (formulaciones y evaluaciones) de veinte a nueve pasos.
- Entre mayo y junio del 2007 se ha flexibilizado tanto la fase de formulación (contenidos de los estudios de preinversión) como de ejecución (PSA) para determinadas inversiones de Gobiernos

### Inversión pública (S/. Millones)

	1T2006	1T2007	Var. %
Gobierno Central	363	385	6.1
Gobiernos Locales	599	493	-17.7
Gobiernos Regionales	119	161	35.3
Resto del Gobierno General	20	11	-45.0
Empresas Públicas	159	163	2.5
Total	1,260	1,213	-4.3

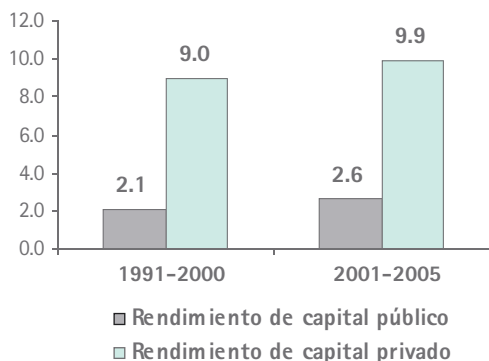
Fuente: BCRP

### Inversión pública y conflictos sociales



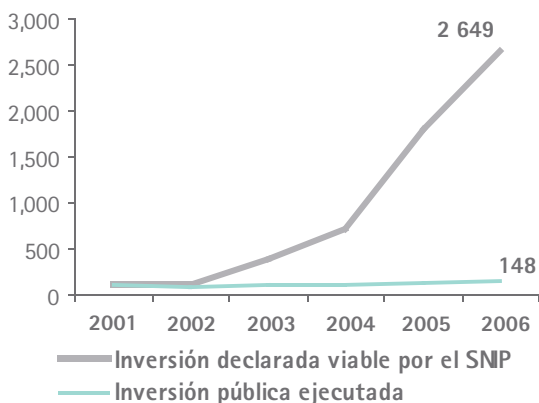
Fuente: BCRP y Defensoría del Pueblo

### Rendimiento del capital público y privado en el Perú <sup>1/</sup> (%)



<sup>1/</sup> Medido a través de la productividad media del capital – Pme K.  
Fuente: MEF

### Monto de inversión pública declarada viable por el SNIP y ejecutada (Índice 2001 = 100)



Fuente: MEF y BCR

Regionales (GGRR) y Gobiernos Locales (GGLL): carreteras vecinales y departamentales, infraestructura educativa, saneamiento, salud, telecomunicaciones, electrificación rural, etc.

A pesar de estos cambios, la inversión pública cayó 4,3 por ciento en el primer trimestre. Esta caída estuvo liderada por los GGLL, que representan el 42 por ciento de la inversión pública según el Presupuesto del 2007. Además, sólo se pudo gastar el 24 por ciento de los recursos destinados para continuar el *shock* de inversiones. Es importante mencionar que el primer trimestre ha sido un periodo atípico por cambio de autoridades a nivel de GGRR y GGLL. Sin embargo, no se puede negar que existen problemas en la ejecución de la inversión pública.

Entre mayo y julio, el Gobierno llevó a cabo una reestructuración del SNIP cuyas medidas, incluyendo los cambios realizados a comienzos de año, giran en torno a agilizar y simplificar la fase de formulación de los estudios de preinversión (perfil, prefactibilidad y factibilidad) y el “empaquetamiento” de los proyectos de inversión <sup>3/</sup>. Estas medidas son positivas. Sin embargo, en este artículo queremos analizar la situación actual de la inversión pública y el SNIP.

#### ¿Es el SNIP la principal traba?

Es un sistema de control previo a la ejecución de la inversión pública cuyo objetivo es asegurar una asignación eficiente de los recursos públicos y el mayor impacto sobre el bienestar social. Por tanto, es un sistema administrativo que comprende sólo una parte de todo el “ciclo del proyecto”, es decir, interactúa con otros sistemas administrativos del Estado mucho más complejos y engorrosos. Contrariamente a lo que señalan diversos agentes, el SNIP no ha sido el principal obstáculo para una ejecución más rápida de la inversión pública:

- i. Entre el 2001 y el 2007, el SNIP declaró viables más de 31 mil proyectos.
- ii. Entre noviembre del 2005 y principios del 2007, existían más de 12 mil proyectos (S/. 6 471 millones) que han sido declarados viables por el SNIP pero que aún no registran ejecución.
- iii. El monto de inversión que el SNIP ha declarado viable se ha incrementado en más de 2 500 por ciento entre el 2001 y 2006 mientras que la ejecución de la inversión pública se ha incrementado en 48 por ciento en el mismo periodo. Incluso, por primera vez desde que se creó el SNIP, en el 2006 el monto de inversión declarado viable por el SNIP fue superior a la inversión ejecutada por el sector público en poco más de S/. 600 millones.
- iv. El SNIP no es un sistema administrativo que necesariamente reduce los montos de inversión a ejecutar. Entre julio del 2005 y mayo del 2007, los proyectos redimensionados por el SNIP han significado más un incremento que un ahorro en el monto final a ejecutar.

A pesar que el SNIP no ha sido la principal traba para la inversión pública sí tiene problemas, algunos de los cuales se podrían aliviar parcialmente con las medidas propuestas hasta mediados de este año. Sin embargo, a todos estos cambios en el SNIP subyacen otros problemas cuya solución impactaría de una manera mucho más importante sobre la eficiencia de la inversión pública:



1/ Para un análisis más detallado de esto, ver Barro (1990, 1996), Barro y Sala-i-Martin (2004), Díaz y Martínez (2006) y Easterly y Rebelo (1993).  
 2/ No significa que se exonere del SNIP a estos proyectos, sino que la evaluación y declaración de viabilidad es hecha por estas oficinas.  
 3/ Es decir, antes cada uno de los proyectos cuyo proceso de formulación y ejecución era similar (p.e. colegios o pistas) requería un estudio por cada obra pública. Ahora, se requerirá de un solo estudio para todas las obras públicas de similar tipología.  
 4/ Según una reciente evaluación realizada por la DGPM-MEF, sólo el 33 por ciento de los proyectos de inversión de los GGRR analizados fueron calificados como “conforme”.  
 5/ En Chile, con la descentralización del equivalente al SNIP se buscó “limpiar” el proceso del ciclo político y, así, las personas encargadas de la evaluación de los proyectos de inversión pertenecían a entidades autónomas a los GGRR.

- i. **Gestión de recursos humanos:** calidad y cantidad. Las unidades encargadas de la formulación de los proyectos de inversión a todo nivel de la administración pública pero, en especial, en los GLL es bastante deficiente como reflejo de las restricciones estructurales que tenemos como país en términos de capital humano <sup>4/</sup>.

Por si fuera poco, estas áreas son muy **sensibles al ciclo político**. El personal encargado de esta función son empleados nombrados por los GGRR y/o GLL, muchas veces con criterios poco técnicos <sup>5/</sup> y, además, existe una alta rotación de este tipo de personal con lo que se genera una pérdida de memoria institucional. Poco más de 40 por ciento de estos funcionarios, duran máximo un año.

Por otro lado, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), a través de la DGPM, cuenta con escasos recursos para llevar a cabo más eficientemente su **rol de capacitación** a los GGRR y GLL. La DGPM cuenta con aproximadamente veinte personas encargadas de capacitar a todas las entidades públicas incorporadas al SNIP (todos los sectores del Gobierno Nacional, todos los GGRR y 486 municipios). A este problema de escasos recursos del MEF para capacitar se suman factores estructurales del Estado que dificultan la mejora del perfil de estos funcionarios, como son las **rigideces en cuanto a la contratación y los bajos niveles remunerativos del sector público**.

- ii. El SNIP, al igual que el resto del Estado, realiza un control de procesos pero tiene una escasa cultura de control ex post de resultados.

Adicionalmente, están pendientes las modificaciones para agilizar otras fases que comprende el “ciclo del proyecto” como, por ejemplo, la contratación y adquisición de bienes y la propia ejecución de la obra pública.

### Perspectivas y agenda pendiente

Los cambios en el SNIP contribuirán a mejorar el proceso de formulación y aprobación de la inversión pública.

Esperamos que la inversión pública se acelere en los siguientes meses aunque no a las tasas señaladas por el MEF y BCR. En el mediano plazo, no se esperan grandes cambios en cuanto a la eficacia y eficiencia de la inversión pública. Incluso, no descartamos un escenario en que la calidad de la inversión no esté plenamente garantizada con criterios técnicos.

Respecto a la agenda pendiente, el cambio hacia una cultura de evaluación ex post de resultados pasa por una reforma del Estado. Somos poco optimistas respecto a su implementación en el mediano plazo. Sin embargo, la gestión de recursos humanos puede mejorar si se implementase un mecanismo de **tercerización** (previa acreditación) tanto de la formulación como evaluación de los proyectos de inversión pública. Es cierto que este mecanismo podría generar problemas de **principal – agente (riesgo moral)** entre la institución pública y la institución privada acreditada. Sin embargo, se puede establecer incentivos claros que reduzcan esto.

Finalmente, creemos que el principal riesgo que subyace a todo esto es que continúe la **presión política** por desarmar los sistemas de control del gasto público en lugar de mejorarlos.

### Bibliografía

- Barro, R. (1990). “Human capital and growth. Theory and evidence: A comment”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 32, pp 287-291
- Barro, R. (1996). “Determinants of economic growth: A cross country empirical study”. Working Paper N° 5698, National Bureau of Economic Research.
- Barro, R. y Sala-i-Martin, X. (2004). “Economic growth”. MIT Press, Cambridge, MA.
- Bose, N., Haque, M. y Osborn, D. (2003). “Public expenditure and economic growth: A disaggregated analysis for developing countries”. Discussion Paper N° 30, Centre for Growth and Business Cycle Research, University of Manchester.
- Calderón, C. y Servén, L. (2004). “The effects of infrastructure development on growth and income distribution”. Working Paper N° 270, Central Bank of Chile.
- Díaz, C. y Martínez, D. (2006). “Inversión pública y crecimiento: un panorama”. Revista de Economía Pública, N° 176.

DGPM-MEF. <http://www.mef.gob.pe/DGPM/docs.php>

DGPM-MEF. <http://www.mef.gob.pe/DGPM/estudios.php>

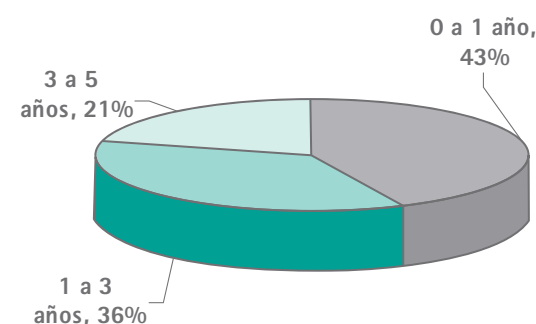
### Proyectos redimensionados por el SNIP <sup>1/</sup> (S/. Millones)

		Gobierno Nacional	Gobierno Regional	Gobierno Local	Total
Proyectos cuyo monto de inversión disminuyó	Antes del SNIP	495	665	580	1,740
	Después del SNIP	343	514	432	1,289
	Ahorro	152	151	148	451
Proyectos cuyo monto de inversión aumentó	Antes del SNIP	881	644	798	2,323
	Después del SNIP	1,116	821	1,090	3,027
	Incremento	235	177	292	704

<sup>1/</sup> Entre julio del 2005 y mayo del 2007.

Fuente: MEF

### Distribución de los funcionarios responsables de las OPI de los Gobiernos Regionales y Locales según tiempo de duración en el cargo <sup>1/</sup> (%)



<sup>1/</sup> OPI: Oficina de Programación e Inversiones.

Área encargada de la evaluación de los proyectos de inversión pública. Al 2005.

Fuente: MEF

## Contexto Internacional

	PBI Real (%)				Inflación (% promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3.2	3.3	2.3	2.8	3.4	3.2	2.8	2.7
UEM	1.5	2.8	2.7	2.4	2.2	2.2	2.0	2.0
Japón	1.9	2.2	2.2	2.4	-0.3	0.3	0.0	0.5
China	10.4	11.1	11.0	10.2	1.8	1.5	3.7	3.0

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	31/12/2006	Dic-07	Jun-08	Dic-08	31/12/2006	Dic-07	Jun-08	Dic-08
EE.UU.	5.25	5.25	5.25	5.25				
UEM (\$/€)	3.50	4.50	4.50	4.50	1.32	1.33	1.33	1.32
Japón (yenes/\$)	0.25	0.75	1.25	1.75	117	115	113	110
China (cny/\$)	6.12	7.11	7.38	7.65	7.81	7.30	7.05	6.80

## América Latina

	PBI Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9.2	8.5	7.5	6.3	12.3	9.8	9.0	11.0
Brasil	2.9	3.7	4.0	3.5	5.7	3.1	3.5	3.8
Chile	5.7	4.0	6.0	5.3	3.7	2.6	5.1	3.5
Colombia	5.2	6.8	5.9	4.8	4.7	4.5	5.1	3.8
México	3.0	4.8	3.2	3.9	3.3	4.1	3.7	3.5
Perú	6.4	8.0	7.5	6.5	1.5	1.1	2.2	2.0
Venezuela	10.3	10.3	6.7	4.6	14.4	17.0	17.7	16.0
LATAM <sup>1</sup>	<b>4.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>6.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>
LATAM Ex-México	5.2	5.7	5.4	4.6	6.9	5.5	5.9	6.0

	Saldo sector público (% PBI)				Saldo cuenta corriente (% PBI)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1.8	1.8	1.4	1.2	3.1	3.8	2.7	2.0
Brasil	-3.1	-3.0	-3.6	-3.0	1.8	1.6	1.1	0.9
Chile <sup>2</sup>	4.8	7.8	7.0	6.5	0.6	3.6	1.6	0.8
Colombia	0.0	-0.8	-0.7	-1.4	-1.5	-2.1	-3.2	-3.1
México	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.6	-0.3	-1.8	-2.2
Perú	-0.3	1.9	0.2	-0.3	1.4	2.3	0.8	-0.5
Venezuela <sup>2</sup>	1.7	1.1	-1.2	-3.0	17.7	15.0	11.3	5.9
LATAM <sup>1</sup>	<b>-0.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.1</b>
LATAM Ex-México	-1.0	-0.8	-1.6	-1.6	3.3	3.5	2.2	1.1

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de Período)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3.01	3.06	3.18	3.26	6.4	8.9	8.9	9.9
Brasil	2.28	2.15	2.00	2.10	18.00	13.25	10.75	10.00
Chile	514	530	515	530	5.25	5.25	5.75	6.0
Colombia	2279	2240	2062	2168	6.3	7.3	9.3	9.0
México	10.63	10.81	11.00	11.22	8.7	7.0	7.1	6.8
Perú	3.42	3.20	3.17	3.25	3.25	4.50	5.00	5.00
Venezuela	2150	2150	2150	2150	10.9	10.1	11.0	11.0



**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17 San Isidro, T: 211-2015

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

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

**Servicio de Estudios Económicos**

**Director:**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe:**

**Latam y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido**

**Argentina: Ernesto Gaba**

**Chile: Miguel Cardoso**

**Colombia: Juana Téllez**

**Perú: Hugo Perea**

**Venezuela: Alejandro Puente**

**Norteamérica: Jorge Sicilia**

**Estados Unidos: Nathaniel Karp**

**Mexico: Adolfo Albo**

**Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo**

**Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz**

**España y Análisis Sectorial: Julián Cubero**

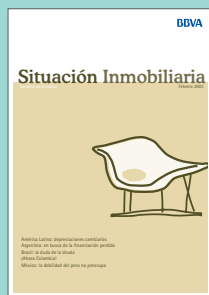
**Europa: Sonsoles Castillo**

**Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez**

**Tendencias Globales: Joaquín Vial**

**Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta**

**otras publicaciones**



Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.