

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 511, 3 de diciembre de 2009

AL INSTANTE

PERÚ: EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS PERMITEN POLÍTICA CONTRACÍCLICA Y EVITAN RECESIÓN

Perú es un caso notable de buenas políticas públicas económicas y de alto crecimiento.

En comparación a la tendencia observada desde mediados del presente año en la mayoría de las economías emergentes, Perú ha presentado más estabilidad y una recuperación de sus tasas de crecimiento trimestrales gradualmente más rápida.

El segundo trimestre de 2009 Perú se contrajo sólo un 1,1% anual y durante el tercero la cifra fue de 0,6%.

Si bien el caso de Perú ha sido mencionado en los últimos meses como un ejemplo de una economía emergente, que ha alcanzado un alto nivel de resistencia a la crisis internacional, lo cierto es que más allá de la estabilidad de los fundamentos macroeconómicos, la economía peruana sí se ha visto

afectada, desde mediados de 2007, por el deterioro en el escenario económico internacional.

Perú es uno de los pocos países latinoamericanos que espera una tasa positiva de expansión del producto para el 2009, la que se estima en torno al 1%. Sin embargo, hay que considerar que la economía de esta nación ha tenido una tasa de crecimiento promedio del 7,8% en los últimos cinco años, con un peak de 9,8% durante 2008. El dramático cambio en la tasa de crecimiento entre 2008 y 2009 permite dimensionar el grado de magnitud que ha tenido el impacto de la crisis internacional.

Si bien Perú no logró una “recesión suave”, la menor demanda internacional por materias primas se ha transformó durante 2009 en un aspecto que ha afectado a la actividad económica en su conjunto.

Por su parte, el deterioro del escenario económico externo ha generado también una caída en la demanda interna, en particular por la vía de una menor inversión.

EL SECRETO DEL ÉXITO PERUANO

El triunfo del país al sostener una tasa positiva de crecimiento se debe en gran medida a la capacidad que han tenido las autoridades, y en especial, el Ministro de Hacienda Luis Carranza, de llevar adelante medidas de política fiscal y monetaria contracíclicas.

Si bien estas políticas han sufrido retrasos en su implementación debido a falencias institucionales, sus efectos han logrado mitigar en parte los males de la crisis internacional.

Esta reacción del gobierno no habría sido posible si en los últimos años no se hubiesen alcanzado superávits fiscales promedio equivalentes al 2,6% del PIB entre 2006 y 2008.

De todas formas, la recuperación global implicará nuevos desafíos para el país en materia de política económica.

UNA REACCIÓN COORDINADA FRENTE A LA CRISIS

La favorable posición financiera alcanzada por el fisco peruano en los últimos años, ha sido un factor clave para proveer del suficiente rango de maniobra a las autoridades económicas para implementar medidas que han moderado los efectos de la crisis internacional.

Perú se ha beneficiado de una adecuada acumulación de reservas internacionales, una inflación controlada y equilibrios fiscales estables. Estos puntos a favor, le han permitido tomar medidas diversas, como la reducción de la tasa de política monetaria en 525 puntos base desde enero pasado, una millonaria inyección de recursos en infraestructura, e incluso, una intervención importante en el mercado cambiario.

POLÍTICA MONETARIA

El Banco Central de la Reserva ha llevado adelante una política monetaria particularmente agresiva, llegando hasta un piso de 1,25% en la tasa de interés de política monetaria a partir de agosto pasado.

Las proyecciones pronostican que estos niveles se mantendrán aún por

un largo período, al menos hasta finales de 2010.

De todas formas, es importante mencionar que existen dificultades para que de esta política monetaria más expansiva se derive una mayor expansión del mercado crediticio.

De hecho, la tasa de crecimiento anual del crédito total del sistema financiero hacia el sector privado ha caído desde un 23,26% en abril de 2008 a un 0,25% en septiembre de 2009 (Ver Gráfico 10). En octubre pasado, dicha cifra se recuperó levemente llegando a 0,65%, pero, dada la alta volatilidad actual, es difícil asegurar que dicho resultado represente un cambio efectivo en la tendencia de crecimiento del crédito en Perú.

A juicio del Institute of International Finance, la efectividad de la política monetaria para mantener niveles altos de expansión del crédito y apuntalar así la inversión, ha estado limitada por la cautela que ha mostrado el sector bancario respecto a sus políticas de crédito. La mayor aversión al riesgo por parte de las empresas ha sido también un factor que ha dificultado la expansión del crédito.

APRECIACIÓN DEL NUEVO SOL

Las autoridades monetarias también han llevado a cabo medidas de intervención en el tipo de cambio para moderar la apreciación del Nuevo Sol Peruano.

La caída en el tipo de cambio ha sido gatillada tanto por la debilidad general del dólar en los mercados internacionales, como por el alza en los precios de commodities, el comportamiento de los inversionistas que han reducido su exposición a la moneda norteamericana y las buenas perspectivas de crecimiento de largo plazo de Perú.

Por su parte, las operaciones de Carry Trade han tenido un efecto marginal sobre el tipo de cambio, debido al amplio diferencial de tasas de interés que se ha generado entre Perú y otras economías emergentes como Brasil.

Además, el Banco Central de la Reserva ha actuado liberalizando parte de los controles que existen para la inversión de las AFP en el exterior. El porcentaje de activos en el exterior respecto al total del portafolio de inversión de estos fondos fue ampliado desde un 20% a un 22,5%. Existen también planes

para incrementar aún más dicho margen hasta un 30% durante 2011.

Por otro lado, se han llevado a cabo operaciones de compra de dólares a modo de intervención del valor de la divisa norteamericana en el mercado local. Esta medida se ha materializado a través de dos vías principales: primero, la compra spot de dólares con el objetivo de fortalecer reservas internacionales en una etapa en que se estima que la peor parte de la crisis ya ha quedado atrás, y, por otro lado, emitiendo instrumentos de deuda en dólares, denominados certificados de depósitos reajustables (CDR).

Si bien estas medidas han tenido un éxito relativo en el control de la tendencia de apreciación del Nuevo Sol, no es posible descartar que a corto o mediano plazo se lleven adelante nuevas acciones en este sentido.

Si las presiones sobre el tipo de cambio se intensifican en los próximos meses, sería esperable que las autoridades económicas recurrieran, por ejemplo, a una gestión más activa de los requerimientos de reserva u otros cambios regulatorios.

Es importante señalar que el tipo de cambio real efectivo se ha apreciado entre febrero y noviembre de 2009 sólo un 2,5%, lo que refleja el efecto de la fuerte caída que ha experimentado la inflación. Esta situación le ha permitido a la economía peruana mantener un nivel de competitividad cambiaria adecuado, a pesar de la apreciación nominal del Nuevo Sol.

De todas formas, en los próximos meses, dicha competitividad puede verse afectada conforme la recuperación en la demanda interna vaya aumentando la presión inflacionaria, escenario que requerirá decisiones muy precisas en materia de política monetaria, que busquen una salida limpia de la crisis.

POLÍTICA FISCAL Y EL PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO

La política fiscal ha jugado también un importante rol en el apuntalamiento de la economía peruana en el contexto de la crisis internacional.

A finales de 2008, el gobierno lanzó el denominado Plan de Estímulo Económico, programa extra de inversión pública por US\$3,2 billones.

Este esfuerzo contracíclico ha tenido su foco en la inversión en infraestructura por parte de las entidades regionales y municipales y ha absorbido un 70% de los recursos totales del plan de estímulo.

El potencial impacto de esta inversión en la economía se ha visto mermado por la falta de capacidad institucional para llevar adelante los proyectos. El hecho de que el gasto se haya canalizado a través de los gobiernos locales ha incrementado aún más este problema, lo que ha generado que a octubre pasado existiera sólo un 40% de ejecución presupuestaria del plan de estímulo.

Conforme el gobierno central se ha ido percatando de esta deficiencia, ha debido incrementar su gasto primario para compensar la falta de resultados que muestran los proyectos impulsados a nivel local.

UNA EXCEPCIÓN EN AMÉRICA LATINA

A pesar de los problemas de implementación que han tenido los planes de estímulos fiscales y monetarios, es innegable la ventajosa posición que ha alcanzado Perú en materia de crecimiento, dentro del contexto latinoamericano.

La mantención de una tasa positiva de expansión del producto en el 2009 es un hecho que resalta en la región, donde sólo Uruguay presentará también resultados azules.

A largo plazo, se espera que Perú pueda retomar las altas tasas de crecimiento alcanzadas durante esta década, superando lo exhibido por el resto de las economías latinoamericanas, especialmente las economías de Venezuela y Argentina, a pesar de poseer una alta dotación de recursos naturales.

Durante el segundo semestre de 2009 se espera que la economía peruana se pueda beneficiar en mayor medida de los planes de estímulo del gobierno, recuperándose así de la caída experimentada en la primera mitad del año.

Las estimaciones para el crecimiento del PIB del presente año se ubican en torno al 1,0%.

Durante 2010 se observará una recuperación gradual de la demanda interna, junto a un mayor consumo privado y a un mejoramiento en los niveles de inversión.

En este escenario, las proyecciones apuntan a que la economía de Perú se expandirá un 5,4% el próximo año, ubicándose por sobre las estimaciones de crecimiento para países como Chile o Brasil.

Un elemento a destacar es la entrada en vigencia durante 2010 del Tratado de Libre Comercio con China, lo que le dará un impulso extra a las exportaciones de Perú, en un contexto internacional en el que se espera que la demanda por materias primas se expanda aún de manera gradual.

Luego de haber crecido en 2008 un 13,08%, las exportaciones medidas en millones de dólares se contraerán por sobre el 20% este año. Esta fuerte caída se explica, en parte, por el diferencial de precios promedio de las materias primas entre los años 2008 y 2009. Para el 2010 se espera que las exportaciones se expandan en torno al 16%, recuperando de esta forma parte del terreno perdido durante la crisis.

A juicio del Ministerio de Hacienda de Perú, el sector financiero y la construcción se transformarán en los principales motores de crecimiento a corto plazo.

Dada las aún bajas tasas de penetración bancaria, existe un amplio espacio de crecimiento que podría ser aprovechado por las instituciones financieras locales para expandir su cobertura de la población. Por su parte, la efectiva materialización de los planes de inversión pública, así como la recuperación de la inversión tras la fuerte caída experimentada en la primera mitad de 2009, representarán impulsos para la expansión del sector de la construcción.

Si bien las perspectivas de crecimiento a mediano y largo plazo para la economía peruana son auspiciosas, la inestabilidad política, la debilidad institucional y la amenaza de la droga, asoman como riesgos para que los buenos augurios puedan derivar en un mejoramiento sustantivo del nivel de desarrollo del país.

Tal como lo ha demostrado esta crisis, la falta de capacidad institucional para llevar adelante las decisiones que toman las autoridades económicas, disminuye la efectividad de la política económica.

ECONOMÍA Y SITUACIÓN POLÍTICA

A este problema se suma la cada vez mayor relevancia que está tomando el actual ciclo electoral del país, que abarca tanto a las elecciones municipales de noviembre de 2010 como a los comicios presidenciales de abril de 2011.

Si bien es poco probable que el clima electoral afecte los logros alcanzados en materia de estabilidad macroeconómica, el ruido que se generará será una traba para la implementación de nuevas reformas estructurales que permitan mejorar la calidad institucional del país y dar así un nuevo impulso a la competitividad.

Hoy es difícil identificar un potencial candidato que pueda ser más favorable a la consolidación de un modelo económico de libre mercado.

Los últimos estudios de opinión disponibles otorgan un 20% de apoyo tanto al alcalde de Lima Luis Castañeda, como a la congresista Keiko Fujimori, hija del ex Presidente de Perú.

En principio, la consolidación de dichas figuras políticas como los candidatos con mayores posibilidades de ganar, no

representaría un riesgo serio para la mantención de las políticas económicas prudentes que se han implementado en los últimos años.

El riesgo mayor proviene de la candidatura del izquierdista Ollanta Humala, quien, con un 12% de apoyo, se ubica poco más atrás en la carrera presidencial.

De todas formas, a más de un año de las elecciones presidenciales no es posible aventurar siquiera la lista de candidaturas que efectivamente competirán por el control del poder ejecutivo.

La alta fragmentación política de Perú, la debilidad institucional de los partidos políticos y el reciente recrudecimiento del conflicto con los remanentes del grupo armado Sendero Luminoso en el Valle del Río Apurímac y Ene (VRAE), son factores que juegan en contra de la consolidación de una mayor estabilidad política en el país. Esto último ha sido reconocido por los actores del mercado local como el principal riesgo que enfrenta Perú en miras al fortalecimiento de su economía.

CONCLUSIONES

La consolidación de fundamentos macroeconómicos sólidos durante

los últimos años ha permitido que Perú haya podido sortear con relativo éxito el deterioro sufrido por la economía internacional en el contexto de la actual crisis.

De todas formas, el paso de una tasa de crecimiento promedio de 7,8% en los últimos 5 años, a una del 1,0% durante 2009, da cuenta de la amplitud de los efectos de la crisis en la economía local.

Por su parte, la positiva posición financiera del gobierno y la reducción experimentada por la inflación, han generado los espacios suficientes para que las autoridades económicas puedan implementar políticas fiscales y monetarias expansivas, las que han contribuido a moderar las consecuencias del deterioro del escenario económico externo.

Las medidas contracíclicas de política fiscal provocarán un déficit moderado, que se espera sea del 1,9% del PIB el 2009 y 1,7% del PIB el 2010. De todas formas, esto no implicará un aumento de la deuda pública, por cuanto los superávits alcanzados en los últimos años permiten disponer de los recursos necesarios para llevar adelante los planes extraordinarios de gasto sin afectar mayormente los fundamentos macroeconómicos.

Al igual que otras economías exportadoras de materias primas, Perú se ha beneficiado en los últimos meses del mejoramiento sustantivo en los términos de intercambio. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo, impulsada por el crecimiento de la demanda en China, la debilidad del dólar y la recuperación del comercio internacional. Estos factores seguirán presionando al alza el precio de los commodities, contribuyendo así a una mejora en las perspectivas de crecimiento del país.

Por otro lado, durante la primera mitad de 2010 se espera que los efectos de las políticas fiscales y monetarias expansivas comiencen a notarse con mayor fuerza, lo que se transformará en un motor importante del proceso de recuperación.

Por último, se espera que, al menos hasta que las tasas de expansión del PIB converjan hacia el crecimiento potencial y se manifiesten nuevas presiones inflacionarias, el Banco Central de la Reserva de Perú mantenga su tasa de política monetaria en los niveles actuales. Esta situación persistiría incluso durante todo el año 2010.

Si bien la recuperación será más acentuada que en otras economías de la región, esto no implicará un

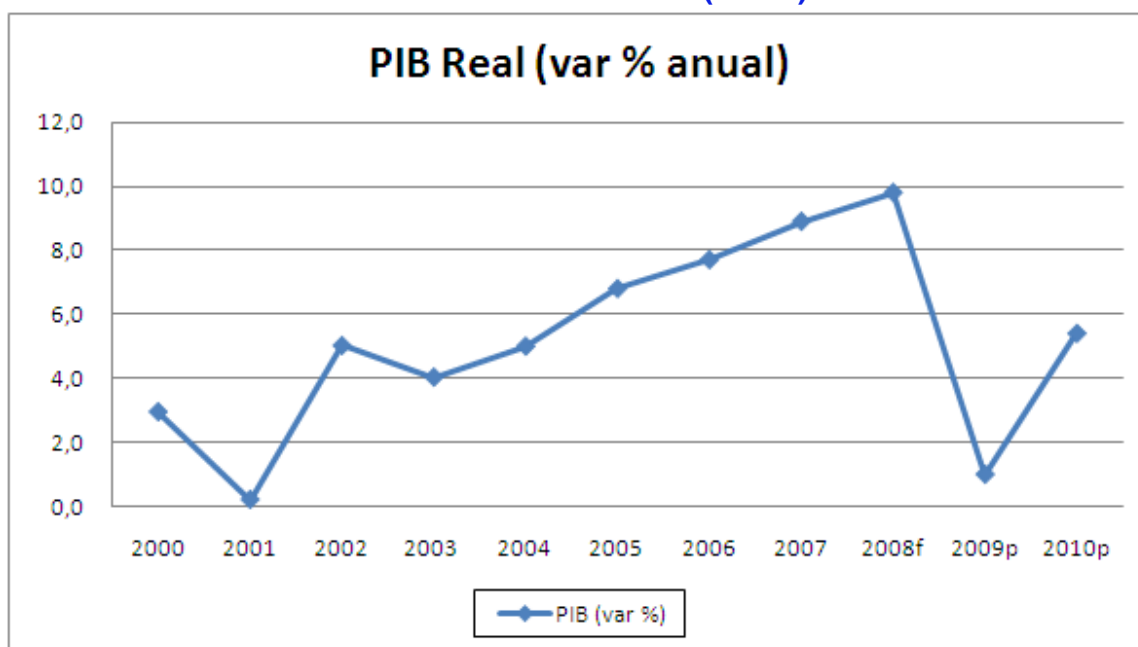
alza importante en la inflación, la que se ubicaría en torno al 2,5% a fines del próximo año.

Cuadro N° 1
Índices económicos de Perú

	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	1,0	5,4
Demanda Interna (var %)	3,8	5,8	10,3	11,8	12,3	1,3	6,6
Consumo Privado (var %)	3,7	5,1	6,6	7,9	7,9	2,4	4,8
Inversión (var %)	8,1	12,0	20,1	26,1	24,8	-4,1	1,2
Balanza comercial (USD mill)	3,0	5,3	9,0	8,3	3,1	3,3	1,5
Exportaciones (USD mill)	12,8	17,4	23,8	27,9	31,5	24,6	28,7
Importaciones (USD mill)	9,8	12,1	14,8	19,6	28,4	21,3	27,2
Cuenta Corriente (% del PIB)	0,0	1,4	3,0	1,3	-3,8	-2,0	-1,8
Inflación (var %)	3,7	1,6	2,0	1,8	6,7	0,6	2,5
Balance Fiscal (% del PIB)	-1,0	-0,3	2,2	3,5	2,1	-1,9	-1,7

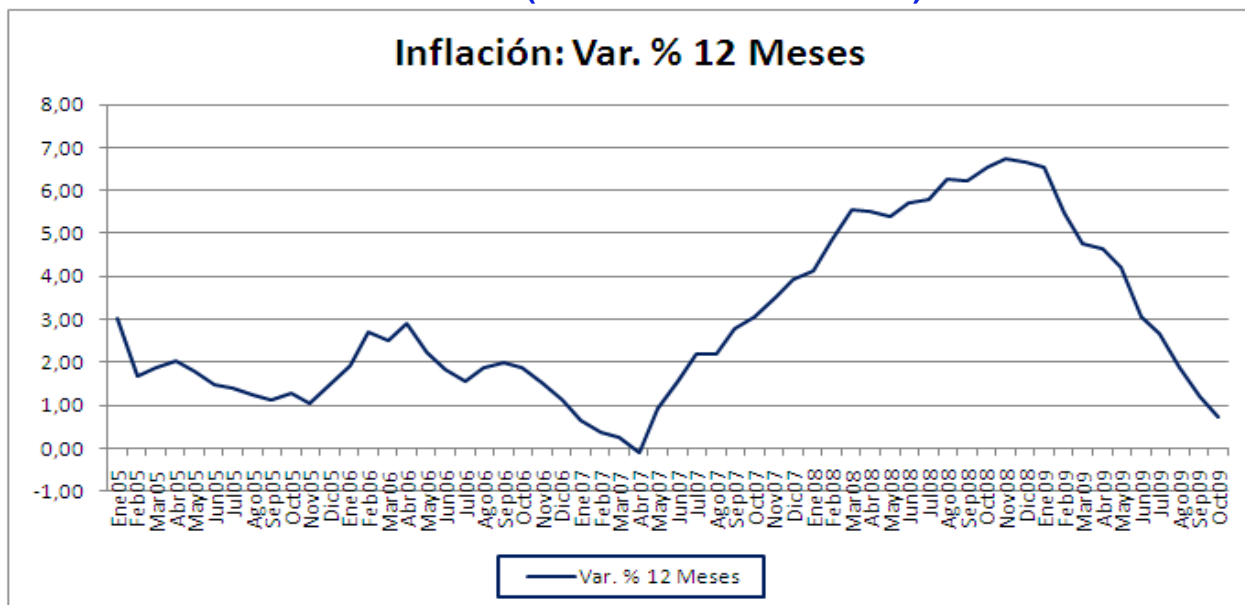
Fuentes: JP Morgan, FMI.

Gráfico N° 1
Crecimiento del PIB (var %)



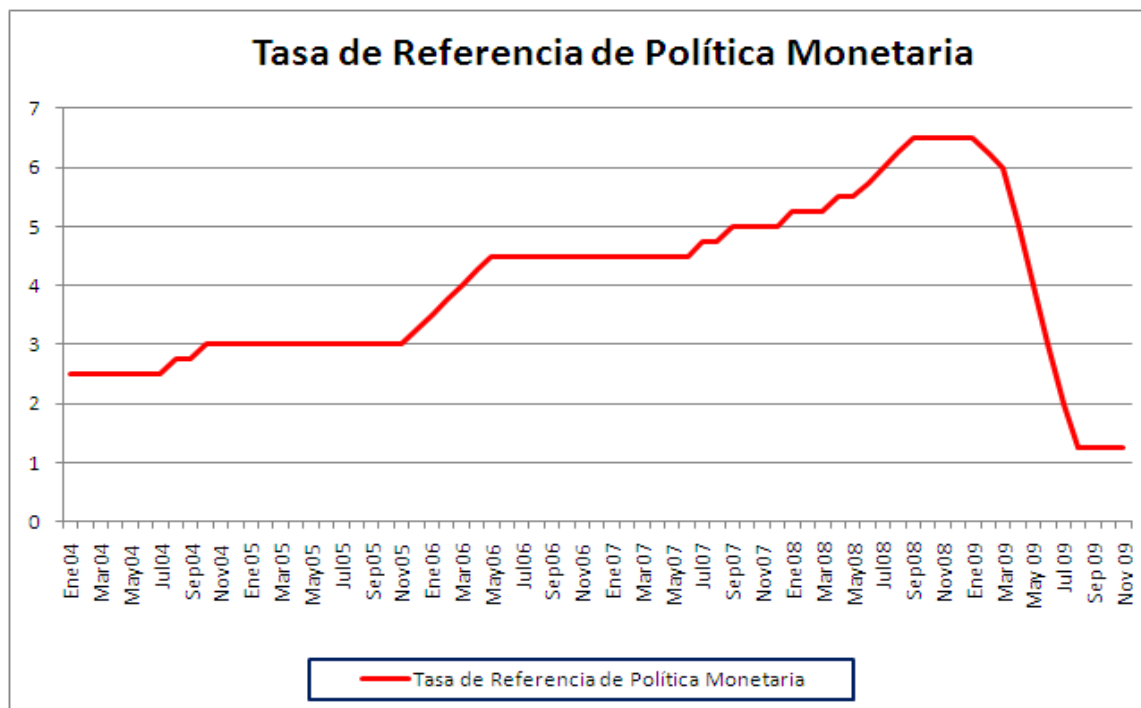
Fuente: FMI, JP Morgan.

Gráfico N° 2
Inflación (variación % en 12 meses)



Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú

Gráfico N° 3
Evolución Tasa Política Monetaria en Perú



Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú

Cuadro N° 2
Proyecciones Tasa de Referencia Perú

Tasa de Referencia	Actual	Dic 09	Mar 10	Jun 10	Sep 10	Dic 10
Perú	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25

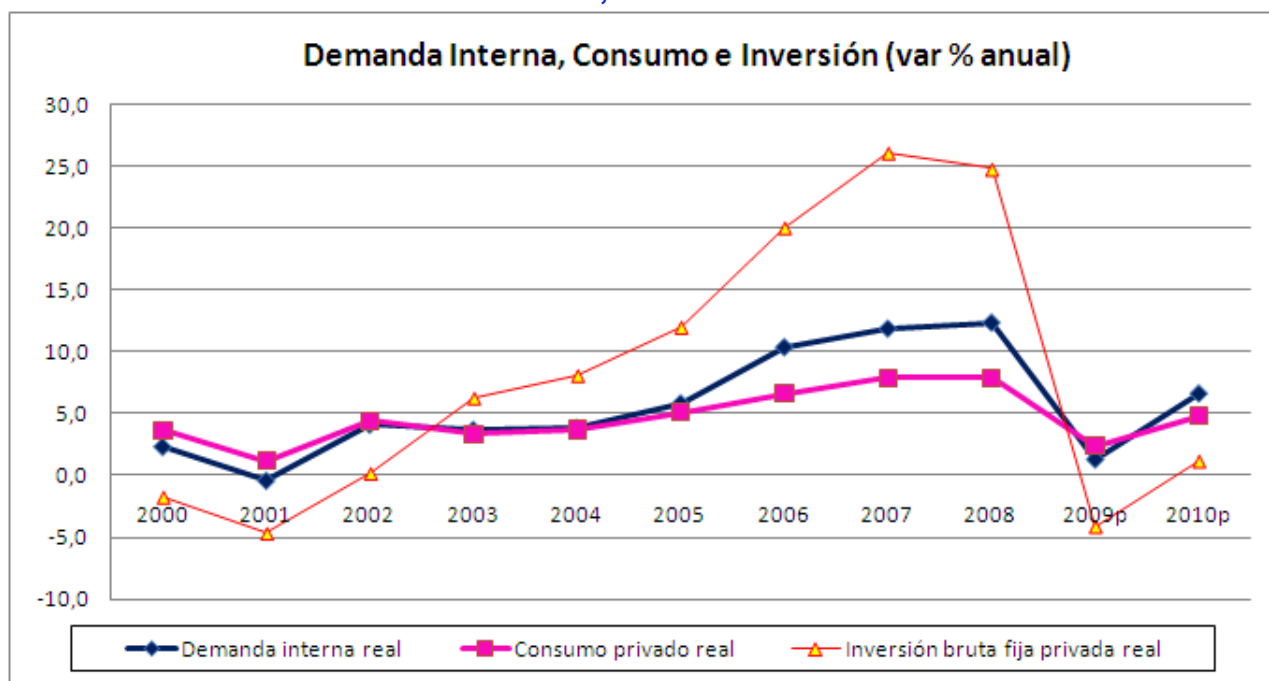
Fuente: JP Morgan

Cuadro N° 3
Clasificaciones de riesgo

País	Moody's	S&P
Perú	Ba1	BBB-

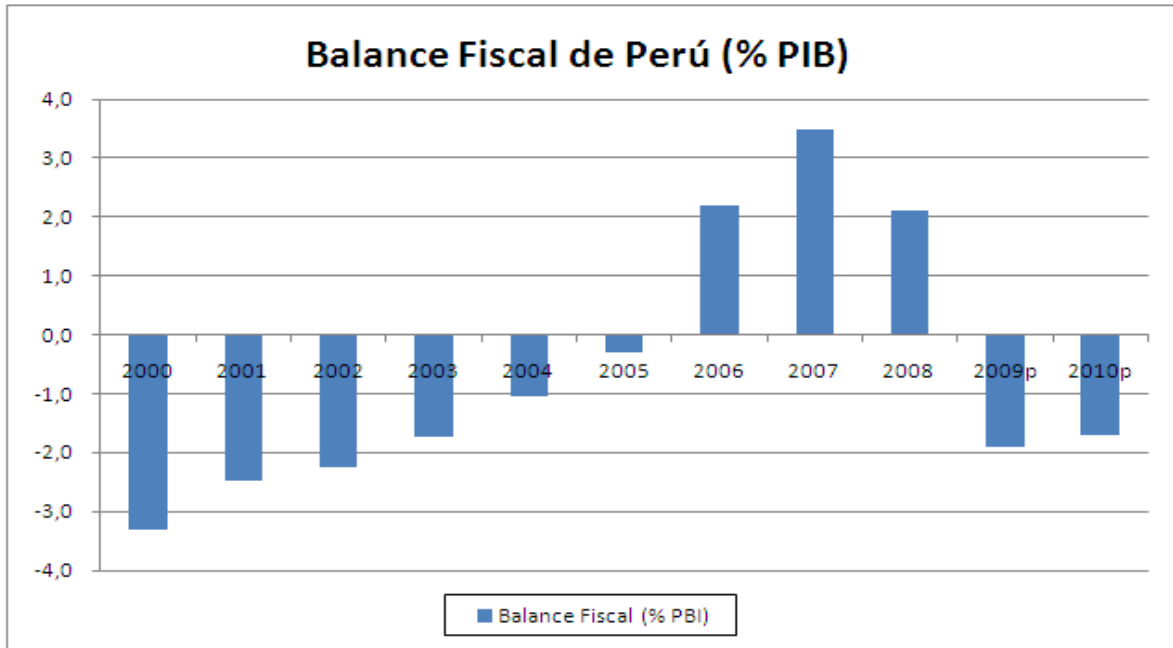
Fuente: Moody's, S&P.

Gráfico N° 4
Evolución de la demanda interna, consumo e inversión en Perú



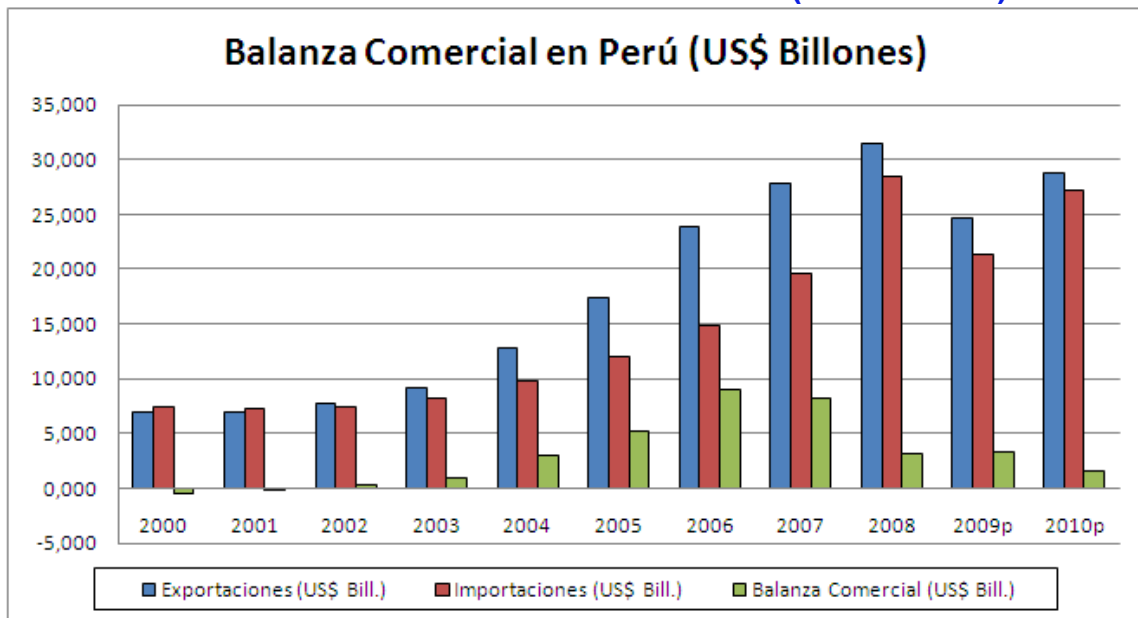
Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú y JP Morgan.

Gráfico N° 5
Balance Fiscal (% del PIB)



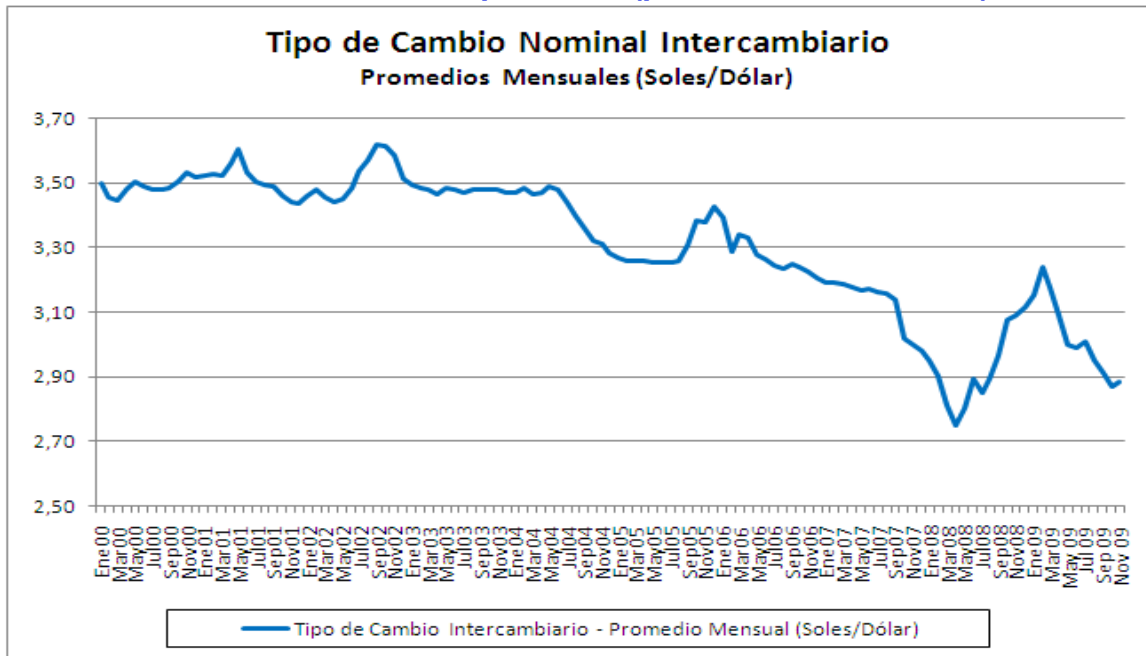
Fuente: FMI.

Gráfico N° 6
Evolución Intercambio Comercial de Perú (Var. % Anual)



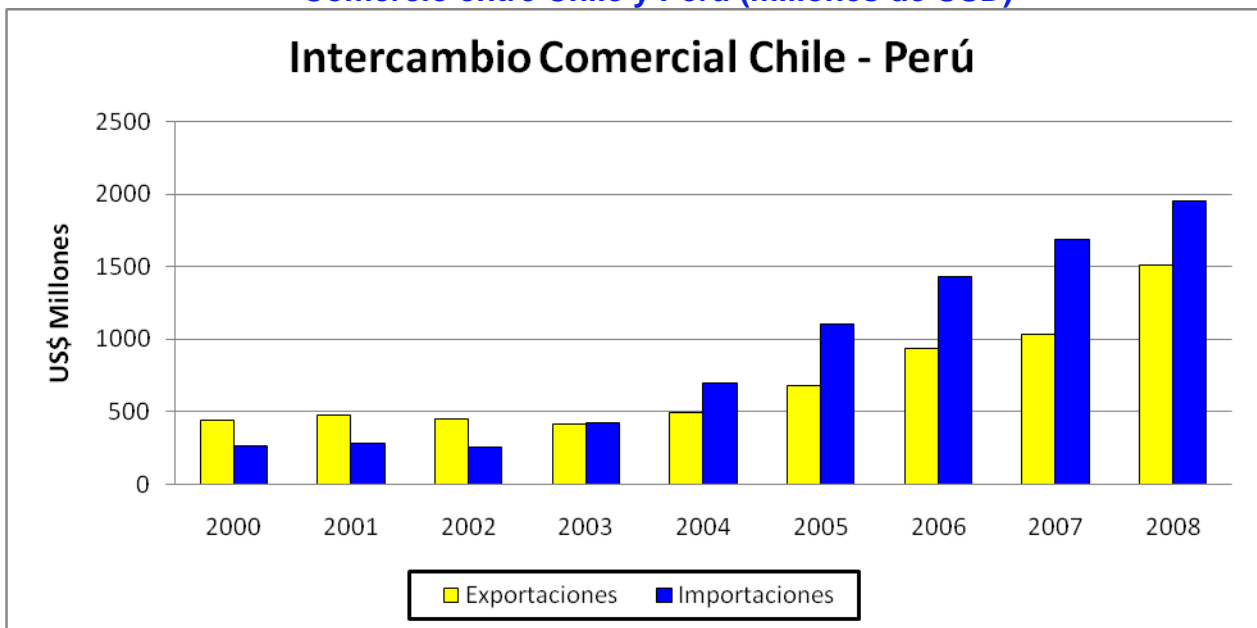
Fuente: JP Morgan y Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico N° 7
Tipo de cambio
Paridad Nuevo Sol por Dólar (promedios mensuales)



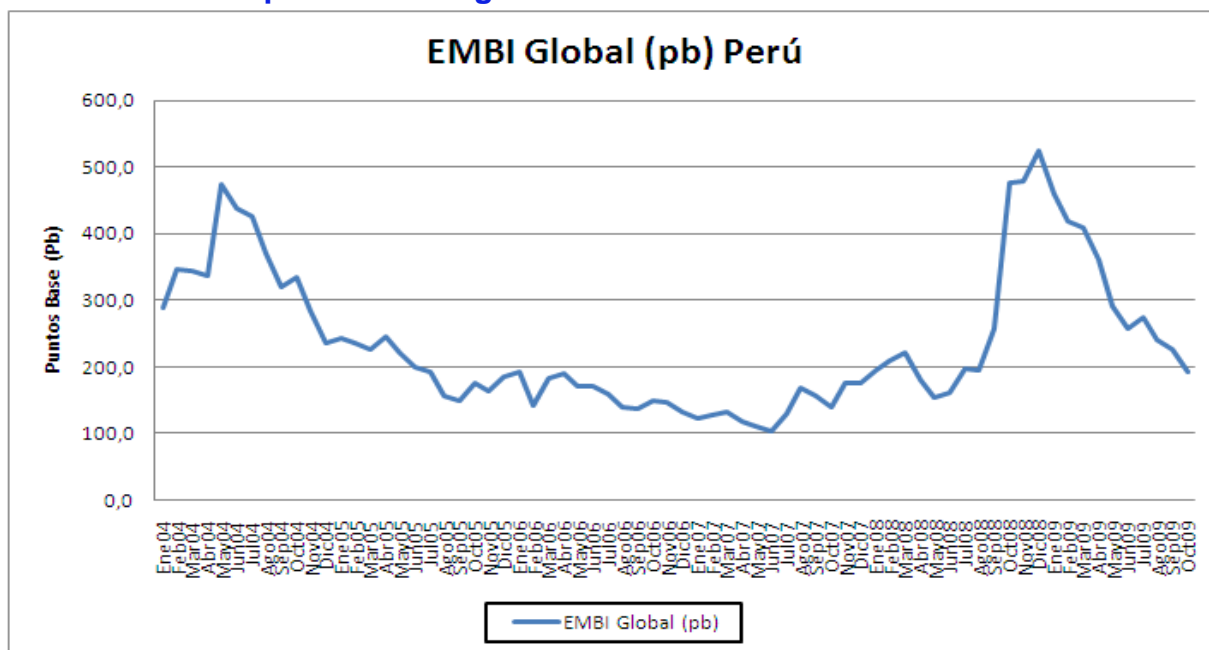
Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico N° 8
Comercio entre Chile y Perú (millones de USD)



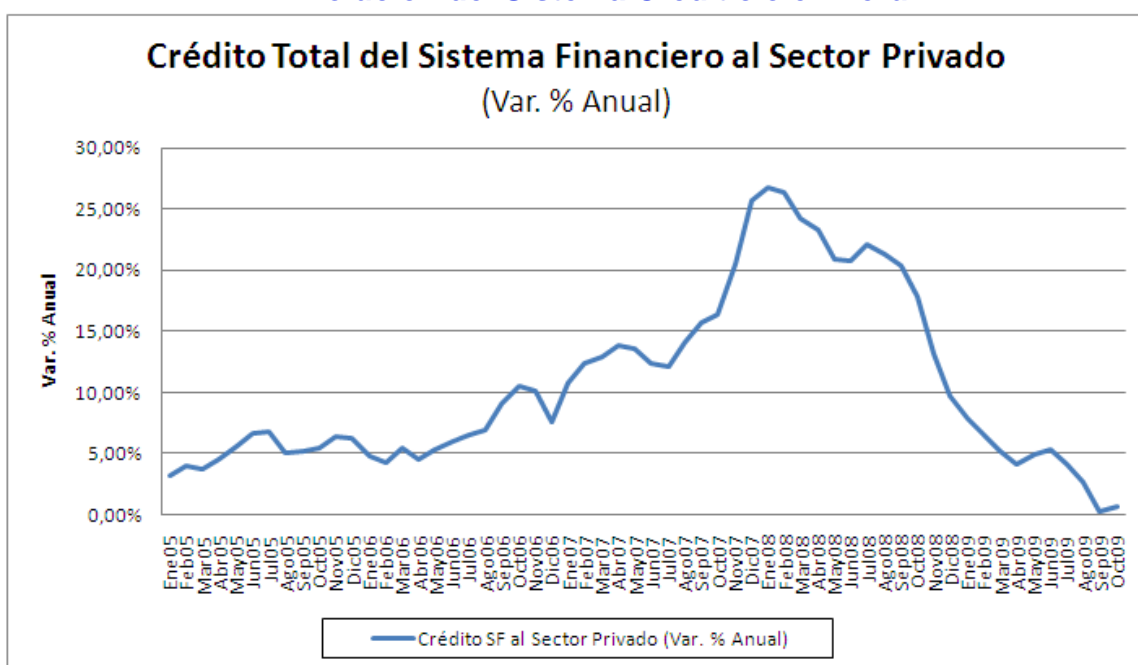
Fuente: Banco Central de Chile y Servicio Nacional de Aduanas.

Gráfico N° 9
Spread de Riesgo Soberano EMBI Global de Perú



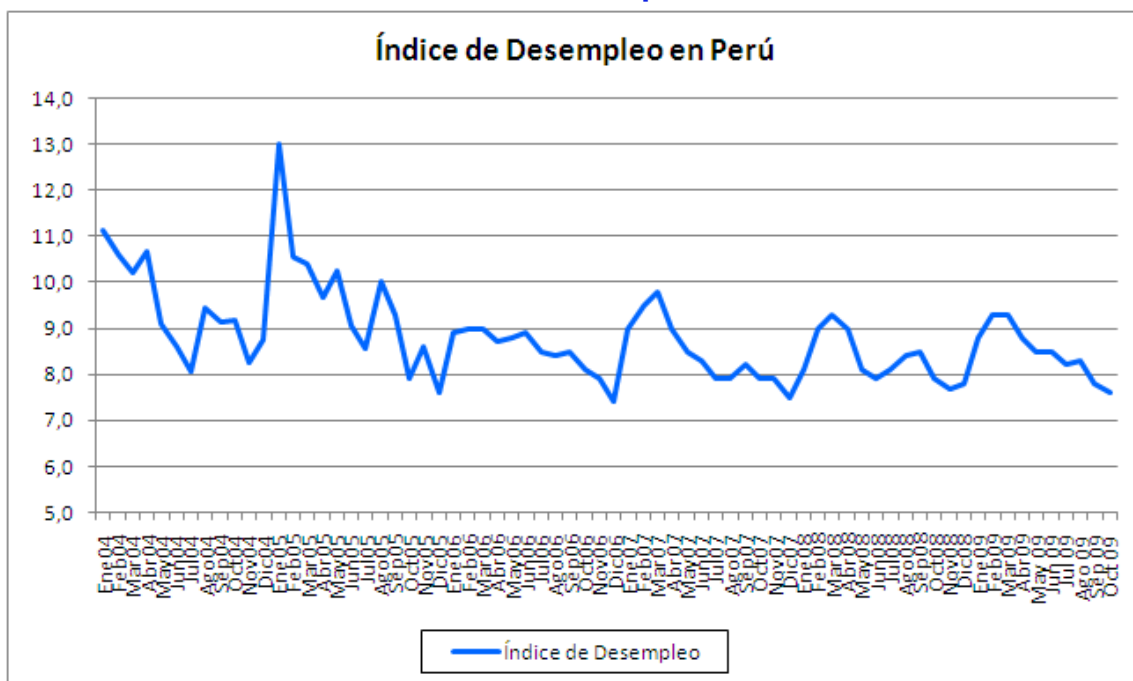
Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 10
Evolución del Sistema Crediticio en Perú



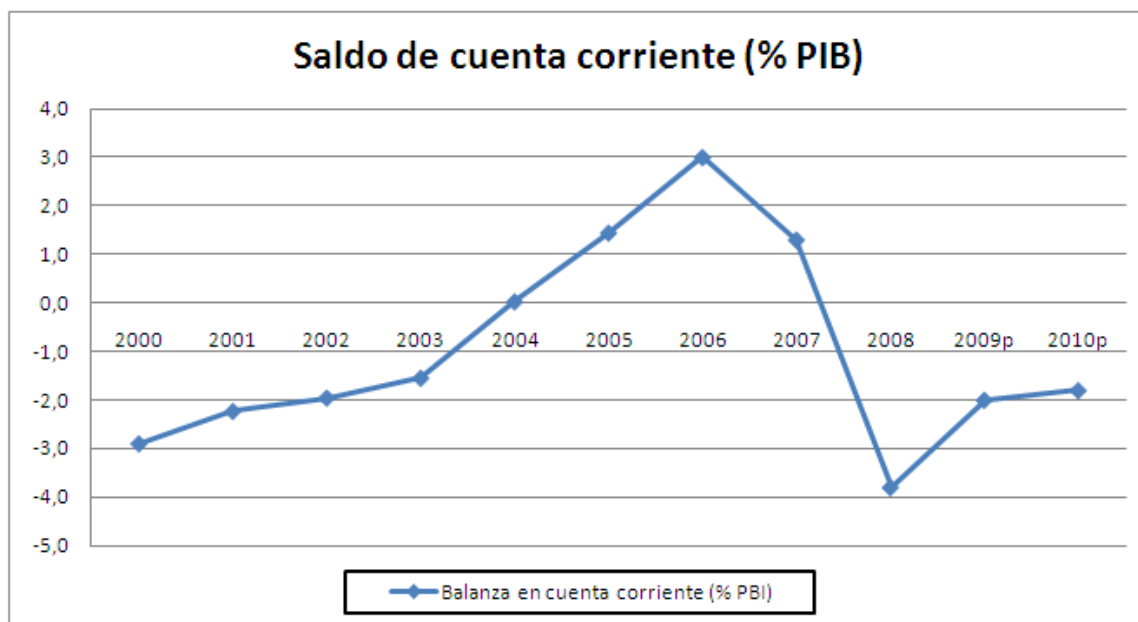
Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico N° 11
Evolución del Desempleo en Perú



Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico N° 12
Evolución Saldo de Cuenta Corriente en Perú



Fuente: Banco Central de la Reserva de Perú y JP Morgan.