

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo trimestre 2007



Perú: ¿un nuevo milagro económico en la región?

Continúa la expansión a nivel global

El 2007 se consolida como otro buen año

El Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos
y sus implicancias económicas

Política monetaria: demanda interna factor de riesgo

Artículo: Impacto fiscal de la convivencia de los
sistemas de pensiones público y privado

Índice

Fecha de Cierre: 15 de mayo del 2007

Editorial

Perú: ¿un nuevo milagro económico en la región?	2
En esta edición	3

I. Entorno internacional

Continúa la expansión a nivel global	4
Estados Unidos, principal foco de incertidumbres	4
China: señales de una posible reaceleración	5

II. Entorno macroeconómico

Tras un buen primer trimestre...	7
... el 2007 se consolida como otro buen año	7
No obstante, los desafíos para la economía siguen vigentes	9
Recuadro: Perú: el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y sus implicancias económicas	10
Inflación se mantiene por debajo del rango meta	12
Recuadro: Cambio en la meta: ¿qué se puede ganar y qué perder?	13

III. Entorno financiero

Política monetaria: demanda interna factor de riesgo	14
¿Existe margen para mayores intervenciones del BCRP en el mercado cambiario?	15
Recuadro: Lecciones y similitudes de los choques financieros en las bolsas emergentes	16

IV. Artículo

Impacto fiscal de la convivencia de los sistemas de pensiones público y privado: la experiencia de tres países en América Latina	17
--	----

V. Proyecciones y presentaciones

Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores
Marco Shiva Ramayoni
Sergio Salinas Meza
Johanna Tejada Villavicencio

hperea@grupobbva.com.pe
mshiva@continental.grupobbva.com
ssalinas@continental.grupobbva.com
jtejadav@afphorizonte.com.pe

Editorial

Perú: ¿un nuevo milagro económico en la región?

La economía peruana viene mostrando un notable desempeño, caracterizado por una rápida y sostenida expansión del producto, bajas tasas de inflación, una continua mejora en las cuentas fiscales y un creciente superávit comercial. Una mejor combinación de variables macroeconómicas es difícil de encontrar en la historia reciente del Perú.

En gran medida, esta dinámica se ha visto favorecida por un factor exógeno: el excepcionalmente favorable contexto internacional. Por un lado, el dinamismo que ha mostrado la economía mundial, apuntalado, principalmente, por China, Estados Unidos y otras economías emergentes del sudeste asiático, ha inducido un alza significativa en los precios de nuestros principales productos de exportación. Ello ha generado un efecto riqueza que se ha traducido en un *boom* de inversiones, principalmente en el sector minero, agroindustrial y manufacturero, lo que ha tenido un impacto dinamizador sobre las actividades productivas de nuestro país.

De otro lado, las tasas de interés internacionales se han mantenido en niveles razonables, lo que se explica por la abundancia de liquidez existente en los mercados financieros mundiales y un contexto global de baja inflación. Ello ha aliviado el peso del servicio de nuestras obligaciones externas y ha permitido que nuestro país pueda encontrar financiamiento externo en condiciones muy ventajosas.

Si bien son varios los países de América Latina que han aprovechado esta coyuntura internacional, la combinación de alto crecimiento con las tasas más bajas de inflación, un superávit fiscal, la reducción sustancial de la deuda pública, y una creciente apertura comercial explicaría por qué el Perú es percibido, en este momento, como la economía emergente más prometedora de la región. De hecho, esta favorable evolución ha sido reconocida por las calificadoras internacionales de riesgo, que han colocado la deuda soberana peruana, en moneda extranjera, a un paso de alcanzar el grado de inversión.

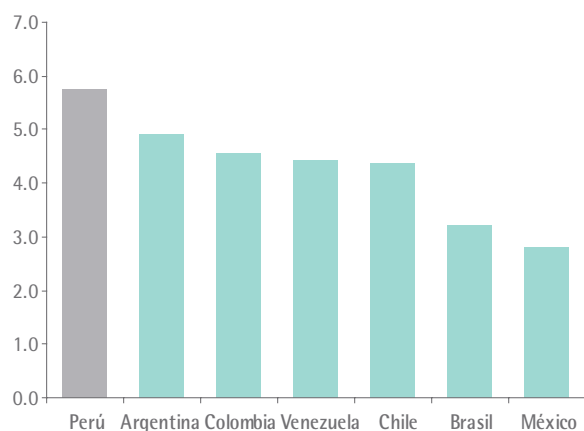
Algunos indicadores sugieren que la actual fase de expansión podría continuar, al menos durante este y el próximo año, debido a que las condiciones externas aún se mantendrían bastante favorables. Sin embargo, la actividad económica mundial presenta fluctuaciones cíclicas por lo que, tarde o temprano, tendremos un contexto internacional menos propicio. En este sentido, un reto importante es cómo hacer para que esta rápida expansión sea menos dependiente de factores externos y para consolidar un proceso de crecimiento sostenido en el mediano plazo, que nos permita reducir sustancialmente los actuales niveles de pobreza. Ello requiere cuatro elementos fundamentales.

En primer lugar, conservar la estabilidad macroeconómica que se ha logrado con tanto esfuerzo. En un entorno de inflación alta y volátil y de déficit fiscales elevados, la incertidumbre que enfrentan los agentes económicos se incrementa. Además, se distorsionan los precios relativos, por lo que se pierde la información fundamental que estos proporcionan para asignar de manera adecuada los escasos recursos de una sociedad. En un contexto de inestabilidad la inversión se resiente, lo que compromete las posibilidades productivas del país y, por lo tanto, su capacidad para generar riqueza.

Un segundo elemento es fortalecer la institucionalidad del país. Un marco de estabilidad jurídica y de respeto de los contratos es importante para inducir una mayor inversión. Por el contrario, bajos niveles de institucionalidad se reflejan en cambios constantes en las leyes y los marcos normativos, lo que aumenta la incertidumbre de los inversionistas. Adicionalmente, se requiere mejorar la productividad de la economía. Para ello, se deben eliminar las distorsiones que elevan los costos de producción y reducen la eficiencia económica. Además, la sociedad debe estar dispuesta a dedicar una mayor proporción de recursos para mejorar los niveles de educación e infraestructura. Se debe tener en cuenta que la única manera de elevar, de manera sostenible, los ingresos reales de la población es incrementando la productividad de la economía.

El gran reto que debemos imponernos es asegurar tasas de crecimiento anual de, al menos, siete por ciento. Si somos capaces de consolidar este ritmo de expansión, el ingreso per cápita de Perú se podría duplicar en, aproximadamente, doce años. De esta forma, dejaríamos de ser una posibilidad de éxito y nos habríamos convertido en el nuevo milagro económico de la región.

Crecimiento Económico de América Latina: 2002-2006 (var. %, promedio)



Fuente: Diversos bancos centrales

En esta edición....

Desde hace poco más de un año, la dinámica de crecimiento de la economía peruana se viene afirmando, cada vez más, en factores internos. Así, por el lado de las actividades productivas destacan aquellas cuya producción se destina, principalmente, al mercado doméstico; en tanto que, por el lado del gasto, el consumo y la inversión privada vienen tomando la posta frente a la desaceleración del volumen de exportaciones.

Precisamente, en esta edición revisamos los principales aspectos relevantes para entender el actual proceso de crecimiento de la economía peruana, con una visión de los riesgos que se enfrentan en el mediano plazo.

En nuestra sección de **Entorno internacional**, revisamos las perspectivas de un ajuste monetario en las principales economías del mundo y discutimos la amplia base geográfica en la que se sustenta el crecimiento mundial. Se identifican como factores de riesgo para la continuidad de esta situación a la debilidad del sector inmobiliario en Estados Unidos y la posibilidad de mayores conflictos geopolíticos que incrementen el precio del petróleo. Dentro de las economías emergentes destacan las señales de una reacceleración de la actividad económica en China, a pesar de las medidas restrictivas tomadas a inicios de año, por lo que se esperarían nuevas reglas para enfriar la economía hacia el segundo semestre.

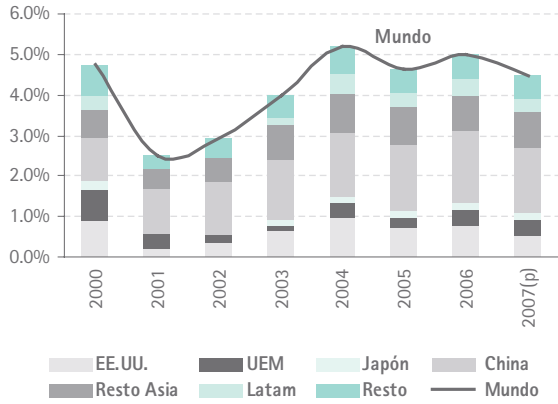
Más adelante, en nuestra sección de **Entorno macroeconómico**, se revisan los factores que anticipan la continuidad del excelente desempeño de la economía peruana durante el año 2007. Por ello, se llama la atención sobre la necesidad de pasar a un segundo plano de preocupación en materia económica, menos relacionado con la etapa cíclica de la economía y más vinculado a las reformas de largo plazo que todavía son necesarias con miras a: i) reducir la insatisfacción social generada por la sensación de exclusión de la bonanza económica y ii) propiciar un conjunto de reglas de juego más estables y equitativas para todos los agentes económicos. Complementamos esta sección con el recuadro **“El Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y sus implicancias económicas”**, en el cual se realiza una síntesis del camino recorrido y la agenda pendiente para la próxima aprobación del TLC, así como un análisis de las principales implicancias económicas de su puesta en marcha, tanto para los sectores favorecidos como para aquellos considerados como sensibles ante su aprobación.

Finalizamos esta sección con un análisis sobre la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas para lo que resta del 2007, y en el recuadro **“Consideraciones relevantes para explicar el cambio en la meta de inflación por parte del Banco Central”** reflexionamos sobre los motivos que la literatura recoge para la fijación de la meta de inflación.

En la sección de **Entorno financiero**, discutimos el incremento en la probabilidad de que el Banco Central implemente una política monetaria más neutral hacia el segundo semestre del año. Adicionalmente, revisamos los factores que explican la acentuación prevista de las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol, identificando los canales financieros, comerciales, reales y de expectativas relevantes para ello. Finalmente, realizamos una breve revisión del margen del Banco Central para continuar interviniendo en el mercado cambiario y concluimos que, financieramente, dadas las condiciones actuales, podría continuar interviniendo en la misma magnitud durante el resto del año sin mayores complicaciones financieras. Para complementar esta visión, realizamos también una breve reflexión en el recuadro **“las lecciones y similitudes de los choques financieros en las bolsas emergentes”**, en la que se destaca cómo los países emergentes con buenos fundamentos macroeconómicos cuentan ahora con una mayor capacidad para enfrentar *shocks* externos.

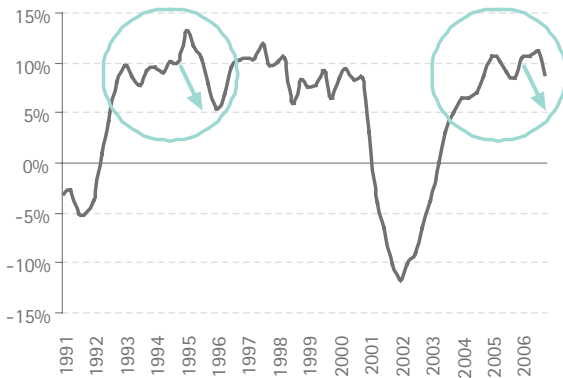
En la parte final de este número se encuentra el artículo **“El impacto fiscal de la convivencia de los sistemas de pensiones público y privado: la experiencia de tres países en América Latina”**, en el que se revisan experiencias internacionales en las que la reforma del sistema de pensiones ha permitido la coexistencia de la alternativa privada y pública, con la cual se generan algunas distorsiones que se reflejan en mayores contingencias fiscales. Estas últimas han tendido a incrementarse como consecuencia de la voluntad política de no brindar beneficios muy diferenciados a los afiliados de cada sistema.

Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



Fuente: BBVA

Inversión no residencial (real % var. anual)



Fuente: BBVA

1. Entorno internacional

Continúa la expansión a nivel global

La economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años sesenta, siendo un elemento característico de este ciclo la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. En la medida que varios de los factores que han impulsado esta expansión aún seguirán vigentes, estimamos que este año la actividad económica mundial registrará, nuevamente y por quinto año consecutivo, un crecimiento superior al 4 por ciento.

Así, los principales contribuidores de la expansión económica seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente, China, como actores protagonistas. En cuanto a las economías desarrolladas, la Unión Europea sigue acumulando sorpresas positivas en la actividad real y nuestras expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican en el 2,5 por ciento. Por su parte, Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación económica, tras una década sumida en la deflación.

En este contexto, las mayores incertidumbres recaen en Estados Unidos. Así, a la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedente desde el mercado *sub-prime* (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, teniendo en cuenta la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, así como la solidez del empleo y del consumo, la economía recuperará su dinamismo en la segunda parte del año.

Un segundo escenario de riesgo lo percibimos en los factores geopolíticos que pueden afectar de manera significativa los precios del petróleo. No obstante, actualmente, asignamos una baja probabilidad a una eventual escalada bélica en la zona del Golfo Pérsico, en la medida que un acontecimiento no convendría a ninguno de los potenciales beligerantes.

Estados Unidos principal foco de incertidumbres

Hasta hace algunos meses los principales factores de incertidumbre procedían, principalmente, de un conflicto bélico con el Medio Oriente (Irán), que pudiera generar una escalada en los precios del petróleo, y una fuerte desaceleración de la economía norteamericana como consecuencia de un brusco ajuste de su sector inmobiliario. Estos dos factores continúan vigentes, aunque al segundo se le agregan nuevos elementos.

Por un lado, la preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos más riesgosos del mercado hipotecario, el denominado segmento *sub-prime*, y su potencial impacto en el consumo privado y en un contagio hacia el mercado financiero en general (*credit crunch*) se ha acrecentado. No obstante, la baja importancia relativa del *sub-prime* en el mercado del crédito hipotecario (7 por ciento del total de dichos créditos), la creciente diversificación de los riesgos y el crecimiento de la renta que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan el riesgo de contagio al resto de la economía.

Por otro lado, el riesgo de mayor relevancia en la actualidad, sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía de Estados Unidos fuera consecuencia de un deterioro significativo de las expectativas empresariales, lo que causaría un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo (principales soportes actuales de la economía estadounidense). Así, los temores por este escenario de riesgo se incrementaron cuando, en los primeros meses del año, se observó una inesperada desaceleración de las variables clave indicativas de la inversión no residencial, tales como las nuevas órdenes de bienes de capital así como la producción de maquinaria de construcción.

Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión (utilidades elevadas, bajos niveles de deuda, bajas tasas de interés reales, entre otros), todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un reajuste a mitad de ciclo (*soft-patch*).

Por tanto, nuestras previsiones apuntan a que la economía recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (2,3 por ciento), que posteriormente tenderá hacia su potencial en el 2008 (2,8 por ciento).

De-coupling de Políticas Monetarias

En la actual situación de divergente posición cíclica de las principales economías mundiales, se explican los distintos caminos a seguir por los Bancos Centrales. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantendrá estables las tasas oficiales en el actual 5,25 por ciento durante un periodo prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y unas condiciones financieras todavía laxas.

De hecho estas condiciones, que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de las tasas de corto plazo y las rentabilidades de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando las tasas oficiales se ubicaron en el 1 por ciento a mediados de 2003. Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará acercándose a sus niveles neutrales. En el primer caso, las tasas oficiales se situarán en torno al 1 por ciento a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el Banco Central Europeo elevará la tasa "refi" hasta el 4,25 por ciento, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza.

A pesar de que la orientación monetaria en las principales economías seguirá siendo restrictiva, es previsible que se mantenga la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez, sustentada por el hecho de que continuará la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes y las limitaciones de las tasas de largo plazo a subir observadas en este ciclo. Todo ello, apoyado por las valoraciones bursátiles y las sólidas expectativas de beneficios. En este contexto, se espera un leve repunte de las rentabilidades de largo plazo, aunque más limitado en Estados Unidos, debido a la fortaleza de la demanda de deuda norteamericana por inversores extranjeros. Así, nuestro pronóstico para las tasas de interés a diez años es de 4,3 por ciento para Europa y de 4,8 por ciento para Estados Unidos.

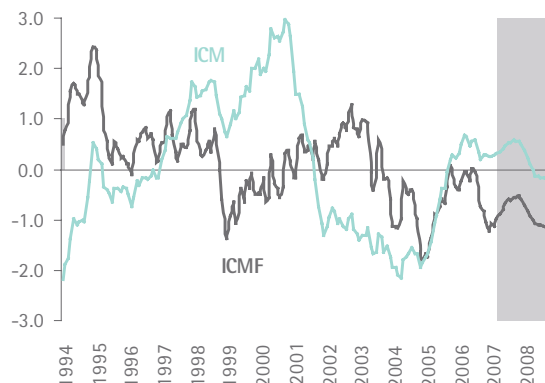
Por su parte, la moneda norteamericana continúa debilitándose frente al euro desde finales del año pasado. En contra del dólar habrían estado operando factores estructurales como la salida neta de capitales desde los Estados Unidos para participar en procesos de fusiones y adquisiciones de empresas y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas. Respecto a este último, destaca la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa norteamericana parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado baraja un escenario menos benigno para la economía estadounidense. Así, en la medida en la que el mercado ajuste sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería retornar a niveles más apreciados, en torno a 1,32-1,33\$ por euro.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más acusados sobre la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja las rentabilidades de largo plazo.

China: señales de una posible reaceleración

Los diversos indicadores económicos que se han conocido a lo largo del primer trimestre han mostrado un significativo crecimiento de la economía china, inclusive por encima de las expectativas oficiales y del mercado. Así, se observó, que en los primeros meses del año, el crecimiento de la producción industrial sorprendió al alza (18,5 por ciento interanual), debido al sólido dinamismo en los sectores de transporte, bienes de equipo y maquinaria, metales y textil.

EE.UU.: Índice de condiciones monetarias y financieras*



* Utilizando la inflación subyacente

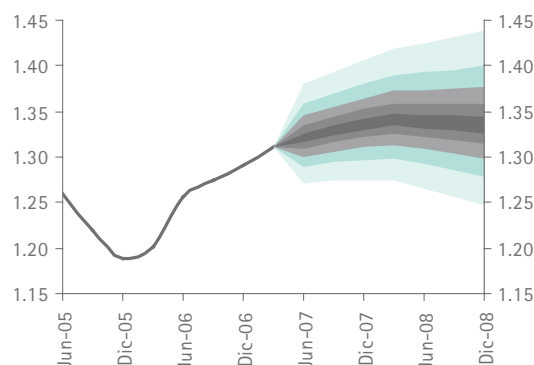
Fuente: BBVA COMO SE LEE??

Previsiones financieras (fin de año)

	2005	2006	2007
Tasas oficiales			
EE.UU	4.25	5.25	5.25
UEM	2.25	3.50	4.25
Tasas a 10 años			
EE.UU	4.5	4.7	4.8
UEM	3.4	3.9	4.3
Dólar-euro	1.19	1.32	1.33

Fuente: BBVA

Dólar-euro: Previsiones



Fuente: BBVA

Por su parte, las ventas minoristas mostraron un fuerte dinamismo (14,8 por ciento), impulsado por las ventas de autos (48 por ciento) y mobiliario (40,8 por ciento).

Asimismo, las exportaciones registraron un fuerte crecimiento, aumentando 51,7 por ciento en dicho periodo. De esta manera, el superávit comercial, acumulado en el primer bimestre, superó en 200 por ciento al observado en similar periodo del 2006, a pesar de las medidas fiscales (restrictivas) que implementó el gobierno desde el pasado setiembre. No obstante, cabe destacar que la solidez de la producción industrial podría anticipar un repunte de la demanda de importaciones, lo que podría inducir un menor superávit de las cuentas comerciales.

En cuanto a los indicadores monetarios, cabe mencionar que el agregado M2, que está compuesto por activos de mayor liquidez, tales como efectivo y depósitos bancarios, registró una aceleración en su tasa de crecimiento respecto a meses previos, al situarse en 17,8 por ciento. Igualmente, los créditos en yuan aumentaron 17,2 por ciento en febrero, siendo ésta la tasa más alta desde mayo del 2004.

Estos dos últimos indicadores toman una significativa importancia, dado que el Banco Central monitorea ambos para formular su política monetaria (tiene metas de crecimiento para dichas variables). Por ello, el ente emisor ha venido tomando diversas medidas restrictivas a lo largo del año para evitar un posible recalentamiento de su economía. Entre las últimas medidas adoptadas destacan:

- **Incremento de 27 puntos básicos en las tasas de interés de referencia a un año hasta 6,39 por ciento en préstamos y 2,79 por ciento en remuneración de depósitos, a partir del pasado 18 de marzo.** Dicha medida, según el comunicado del Banco Central, responde al rápido crecimiento del crédito y la inversión y tiene como objetivo mantener la estabilidad de precios. Cabe indicar que ésta es la tercera alza de 27 puntos básicos desde abril del año pasado.
- **Incremento de 50 puntos básicos del encaje bancario hasta el 11 por ciento, a partir del 15 de mayo.** Se trata de la cuarta subida en este año, acumulando así una alza total de 200 puntos básicos. Se considera que esta medida no tendrá impacto inmediato en el sector real pero sí en la restricción de la liquidez bancaria.

Asimismo, los últimos datos macroeconómicos sugieren un posible recalentamiento de la actividad, por lo que se estima que en la segunda parte del año se realice al menos otro incremento en las tasas de interés.

En resumen, los indicadores macroeconómicos de China estarían reflejando que la actividad estaría acelerando su ritmo de crecimiento, impulsado por un comportamiento mejor al esperado de la producción industrial y de la demanda externa. Una consecuencia de la rápida expansión del superávit externo es que intensifica el problema de aumento de la liquidez en el sistema y de la creación de nuevos créditos –que podrían dar lugar a una reacceleración de la inversión- así como las presiones apreciatorias del tipo de cambio y sobre los precios. No obstante, mantenemos nuestras previsiones económicas para el 2007 pero con probabilidad en aumento de revisiones al alza en lo que se refiere a crecimiento del PBI e inflación de la economía del gigante asiático.

II. Entorno macroeconómico

Tras un buen primer trimestre

Los resultados de los indicadores macroeconómicos en el primer trimestre del año confirman la favorable evolución que viene mostrando la economía peruana en los últimos años. Así, la actividad económica alcanzó un crecimiento real de 7,5 por ciento, nivel superior al estimado por el mercado a inicios del año. Por su parte, la balanza comercial registró un superávit cercano a los US\$ 1 500 millones; mientras que el resultado de las cuentas fiscales fue superavitario, al cerrar el trimestre en 4,8 como porcentaje del PBI. Asimismo, es importante destacar que el fuerte dinamismo de la economía no se reflejó en mayores presiones inflacionarias, ya que el incremento de los precios, al cierre del año, fue de 0,3 por ciento, nivel que se ubica por debajo del límite inferior del rango meta establecido por el Banco Central.

Igualmente, los componentes de la demanda agregada mostraron sendas expansiones -con la excepción de la inversión pública-, siendo liderados por los provenientes del mercado local, los cuales, sostenidos en el consumo e inversión privada, permitieron que, nuevamente, la demanda interna alcance una tasa de crecimiento superior a la del PBI (10,2 por ciento contra 7,5 por ciento). Esto último generó un efecto positivo en diversas actividades económicas, especialmente en los vinculados a sectores no primarios, tales como construcción, comercio y servicios, que mostraron una notoria aceleración en el ritmo de crecimiento respecto a años previos.

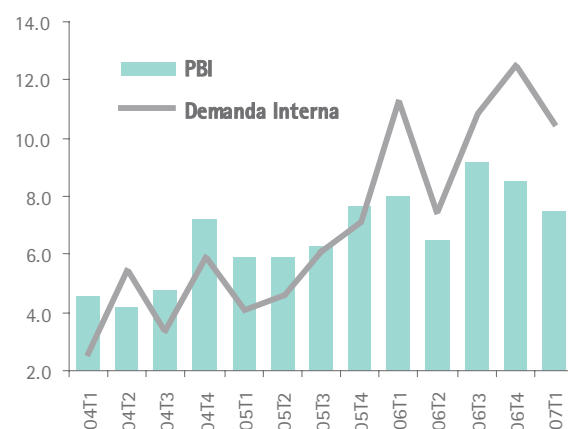
... el 2007 se consolida como otro buen año

Los resultados mencionados anteriormente sirven de base para asegurar una sólida actividad económica en el 2007. Así, se espera que la economía mantenga un ritmo de expansión importante, que si bien sería ligeramente inferior al observado en el 2006, todavía superaría su nivel de tendencia de largo plazo. De esta forma, se estarían registrando 7 años consecutivos de crecimiento económico a tasas por encima del ritmo histórico promedio de la economía peruana en los últimos 55 años (6,0 por ciento contra 3,8 por ciento).

En general, se considera que las principales características del crecimiento económico en el 2006 se mantendrán vigentes para este año. En este sentido, se prevé:

- Un contexto internacional todavía favorable, donde la actividad económica mundial se mantendría muy dinámica, aunque a un ritmo ligeramente menor al experimentado el año pasado. En este contexto, se espera que los precios de las materias primas, especialmente los metales, permanezcan en niveles elevados, aunque con una corrección gradual a la baja durante el segundo semestre.
- El consumo privado seguiría apuntalado por la sólida generación de empleo urbano, especialmente en provincias, cuyo crecimiento continuaría superando al observado en Lima Metropolitana, así como por las mejores expectativas de las familias.

Crecimiento trimestral del PBI y de la demanda interna (Var. % real interanual)

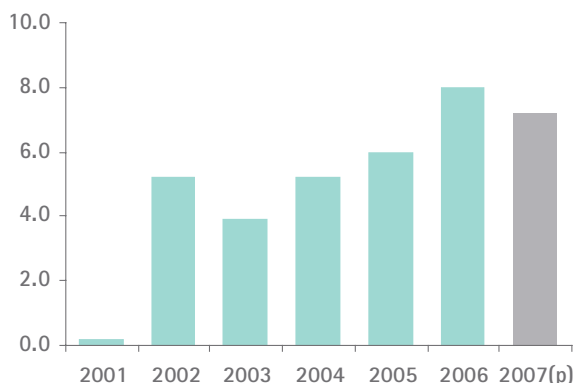


Fuente: BCRP

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
PBI	6,5	9,2	8,5	7,5

PBI (Var. % real interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Banco Continental

Diversas encuestas muestran que las expectativas futuras sobre la situación económica familiar se encuentran en sus niveles de optimismo máximo. Ello se manifestaría en el continuo crecimiento de diversos indicadores tales como los créditos de consumo, ventas de autos nuevos, importación de bienes de consumo, adquisición de bienes durables, entre otros.

- La inversión privada mostraría un ritmo de crecimiento similar al del año anterior, por lo que seguiría expandiéndose a niveles cercanos al 20 por ciento. Asimismo, la inversión no necesariamente se concentraría solamente en los megaproyectos mineros y energéticos, dado que las actividades industriales y de construcción también se han consolidado como una alternativa rentable de inversión.
- El gasto público, especialmente la inversión, tendría el margen suficiente para continuar expandiéndose, tomando en consideración la mayor disponibilidad de ingresos fiscales generados por los altos precios de los metales y por el dinamismo propio de la actividad económica. Sin embargo, todavía preocupa la forma como estos recursos serán rápida y eficientemente canalizados hacia mejoras en infraestructura, ya que se han detectado problemas para concretar las obras públicas.
- El volumen de exportaciones mostrará una recuperación debido al inicio de operaciones de importantes proyectos mineros. Al respecto, cabe destacar el proyecto Cerro Verde, por el cual la producción de cobre de esta empresa minera pasará de 100 mil TM a 300 mil TM. Asimismo, las recientes noticias de una pronta ratificación del Tratado de Libre Comercio por el Congreso de los Estados Unidos sería un factor positivo a considerar en el crecimiento futuro de las exportaciones y de la actividad económica en su conjunto (Para un detalle más amplio de la situación actual de las negociaciones del TLC y su impacto, ver el recuadro: “Perú: el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y sus implicancias económicas”).
- El exceso de liquidez existente en el sistema financiero, la tendencia a la bajas de las tasas de interés y la mayor capacidad de repago de los agentes, seguirían generando un impulso favorable para la intermediación financiera y, por tanto, expandir los efectos positivos que ésta genera (incremento de eficiencia en la asignación de recursos, mejoras tecnológicas, entre otros).

Asimismo, una tendencia que se acentuaría en los próximos meses, está vinculada con el desempeño de las actividades sectoriales. A diferencia de años previos, la brecha existente entre el crecimiento de las actividades primarias respecto de las no primarias, se estaría ampliando de manera notoria a favor de las últimas. Ello respondería a la sólida expansión de actividades como la construcción, servicios y manufactura. En este último, se aprecia un crecimiento que no sólo está vinculado a la exportación como la agroindustria y textiles, sino también a la producción de bienes de consumo masivo para el mercado interno.

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(Var. % real interanual)	II-06	III-06	IV-06	I-07
PBI	6,5	9,2	8,5	7,5
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	9,2
Comercio	9,0	14,0	14,4	10,2
Servicios	7,1	8,9	9,6	8,4

De esta manera, este año, la industria manufacturera no primaria continuaría registrando tasas de crecimiento positivas y significativas (a la fecha, acumula más de 13 trimestres consecutivos de expansión) gracias a la favorable evolución de los diversos subsectores vinculados a la demanda interna, tales como aceites, lácteos, productos farmacéuticos, pinturas y barnices, productos de tocador y limpieza, entre otros.

En cuanto al sector Construcción, estimamos que registraría tasas de crecimiento superiores al 10%, como resultado del impulso proveniente del aumento de obras residenciales y comerciales, así como de los proyectos de infraestructura que vienen realizando los gobiernos regionales.

Contrastando con la evolución de las actividades no primarias, las primarias registrarían una desaceleración debido al menor dinamismo de la minería, en particular por la caída en la producción de oro.

No obstante, los desafíos para la economía siguen vigentes

Uno de los desafíos más importantes que enfrenta el Perú son las altas tasas de pobreza, la cual aún se mantiene en niveles cercanos al 50 por ciento de la población total; mientras que en el caso de pobreza extrema, ésta bordea el 20 por ciento.

El malestar social que ello genera requiere diseñar, de manera urgente, políticas que permitan reducir los niveles de pobreza existentes. Más aún, tomando en cuenta que el significativo crecimiento de la economía podría haber intensificado las expectativas de los sectores que no se han visto favorecidos por los beneficios de la actual expansión.

Por ello, y de cara al futuro, el Gobierno deberá mostrar su verdadera capacidad para reducir los niveles de pobreza, manteniéndose dentro del respeto a las instituciones que, precisamente, buscan que la calidad del gasto público genere la mayor rentabilidad social. Esto es aún más necesario si se considera el importante incremento en los conflictos sociales que se ha experimentado en los últimos meses.

En esta línea, la implementación de reformas estructurales podrían dar un impulso decisivo al crecimiento económico de largo plazo. De esta manera, se debe continuar con la tarea de profundizar las reformas que brinden mayor competitividad a la economía, así como lograr una mayor vinculación entre el estado y la sociedad.

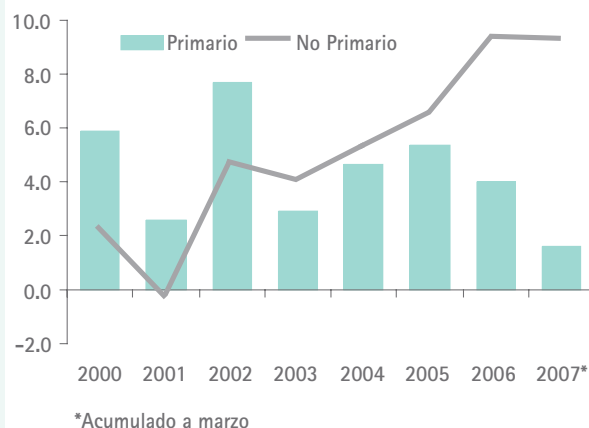
Una de las medidas que recomienda la literatura económica para lograr el desarrollo económico sostenible es elevar la calidad de vida a través de mejoras en los servicios ofrecidos por el Estado, tales como la educación y salud, para así poder brindar mayores oportunidades de desarrollo a la población.

Adicionalmente, un tema relevante, y de discusión reciente, es la implementación de una amplia reforma tributaria. Como se mencionara anteriormente, las cuentas fiscales han mostrado una importante mejora en los últimos años. No obstante, aún es necesario la implementación de medidas para su sostenibilidad en el tiempo. Para ello, sería conveniente establecer incentivos apropiados para combatir la evasión tributaria, así como mecanismos para hacer valer el cumplimiento de las reglas fiscales (Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal).

Así, y tal como recomiendan diversos autores en política tributaria, se debe buscar el difícil balance entre la efectividad, eficiencia y equidad. De los tres, dada la vulnerabilidad fiscal, el sistema tributario debe principalmente recaudar, de manera efectiva, a través de pocos tributos que apunten a una base tributaria suficientemente extensa y con una tasa impositiva que guarde coherencia con los ingresos de la sociedad.

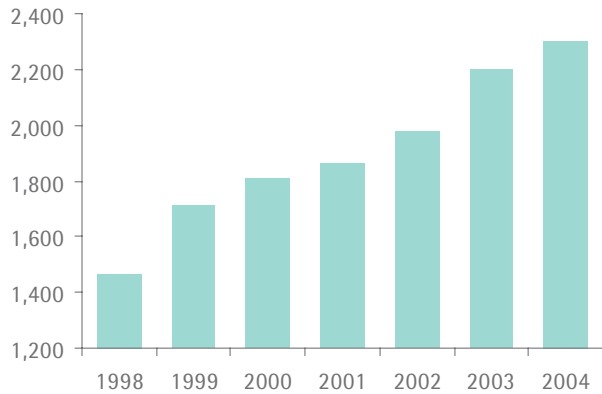
En los últimos años, el Perú ha logrado sobresalientes mejoras en materia de actividad. Por ello, los retos del Gobierno ya no sólo son es el de preservar el actual dinamismo económico, sino el concentrar sus esfuerzos en implementar las reformas necesarias para lograr expandir el número de beneficiados del actual ciclo expansivo de la economía. Con ello, se contarán con los elementos necesarios para enfrentar y solucionar los problemas sociales existentes, especialmente la desigualdad de ingresos y oportunidades.

Crecimiento de los Sectores Primarios y No Primarios (var. % interanual)



Fuente: Banco Central de Reserva

Número de empresas exportadoras a Estados Unidos



Fuente: Sunat

Cronograma de los próximos pasos para la ratificación del TLC

Fecha	Agente	Decisión
10 de mayo	Congreso de EE.UU.	New Trade Policy: Acuerdo marco para TLC con Perú
2ª quincena de mayo	USTR / Congreso de EE.UU.	Redacción del texto jurídico
1ª quincena de junio	USTR / Mincetur	Redacción de enmiendas solicitadas por Congreso de EE.UU.
30 de junio		Vence la ampliación del ATPDEA
Hasta el 3 de agosto	Casa Blanca / Congreso de EE.UU.	Primera oportunidad para aprobar el Implementation Bill (texto original más enmiendas)
Hasta el 3 de setiembre	Congreso de EE.UU.	Receso del Congreso
A partir del 4 de setiembre	Mincetur / Congreso de EE.UU.	Segunda oportunidad para ratificar el TLC

Fuente: Apoyo Consultoría

¿Cuál es la situación actual?

A finales del año 2005, tras varias rondas de negociaciones, el Perú logró firmar un Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos. No obstante, la aprobación final del acuerdo se ha ido postergando continuamente. Más aún, luego de las elecciones en el Congreso de los Estados Unidos, el panorama de aprobación del TLC registró mayores complicaciones ante las diferencias entre republicanos y demócratas en su enfoque sobre el modelo de apertura comercial del país. Específicamente, la bancada demócrata enfatizaba la necesidad de asumir nuevos y mayores compromisos en materia laboral, en la regulación de la propiedad intelectual y sobre el medio ambiente, de manera consistente con los principios predominantes en su agenda política interna.

Como consecuencia de esta demora, en diciembre de 2006 se amplió por seis meses la vigencia del ATPDEA, luego de lo cual el Perú y los demás países andinos continuaron desarrollando una labor de convencimiento y difusión de la importancia del tratado entre líderes políticos y de opinión en Estados Unidos. Paralelamente, se mantuvo en espera la negociación política a nivel del Congreso.

El pasado 10 de mayo, representantes del Poder Ejecutivo de Estados Unidos anunciaron que el Gobierno y el Congreso habían alcanzado un acuerdo en cuestiones laborales y en la visión de comercio internacional del país, lo que permitiría una salida a la situación de espera para la ratificación final del TLC por parte del congreso americano.

Luego de la noticia, se dio a conocer que la Oficina del Representante Comercial de Estados Unidos (USTR) tendría listo hacia la segunda quincena de mayo el texto preliminar de las enmiendas que se incluirán en el Tratado de Libre Comercio (TLC) con Perú.

Las enmiendas están relacionadas con compromisos en aspectos de laborales, protección del medio ambiente, medicinas genéricas, compras públicas, seguridad portuaria e inversiones. Asimismo, todavía no se tienen detalles sobre si la implementación de estos acuerdos se realizará mediante adendas o si se incorporarán en el núcleo del tratado, aunque se espera que su aprobación no implique en una re-evaluación de los textos ya aprobados en el congreso peruano.

¿Qué implicancias Económicas generaría el TLC para el Perú?

La firma del TLC con EE.UU., además de configurar un escenario de desgravación progresiva para los productos que ambos países comercian, genera un marco de reglas de juego en muchos aspectos relacionados con el comercio bilateral entre ambos países, como por ejemplo, medidas fitosanitarias, tratamiento de inversiones, obstáculos técnicos al comercio, reglas de origen, entre otros. Además de ello, por la naturaleza de la negociación del tratado, se cuenta con capítulos especializados en sectores sensibles como agricultura, telecomunicaciones, textilera, entre otros, que contemplan esquemas de desgravación diferenciados y reservas por parte de Perú y EE.UU.

Precisamente, esta aproximación integral a la relación comercial y de inversiones entre ambos países ofrece un marco jurídico estable y predecible que propicie la toma de decisiones de inversión de largo plazo, lo que es aún más importante en una economía emergente, con un buen desempeño económico, pero de alta volatilidad en la última década como Perú.

Si bien en términos económicos, el escenario de ratificación del TLC con Estados Unidos debe ser evaluado como la ganancia o pérdida marginal sobre la actual situación en la que el ATPDEA está vigente, también es cierto que el escenario alternativo a su firma en el mediano plazo es la potencial no renovación del ATPDEA. Por ello, además de las estimaciones que a continuación se revisan se debe considerar que en la actual situación de expansión económica y crecimiento del comercio internacional que Perú experimenta, la no firma del TLC y no renovación del ATPDEA podrían representar un escenario de desaceleración económica y un deterioro notable en las perspectivas de inversión. A continuación se revisan los posibles efectos del tratado:

- **Sobre el producto.** Estimaciones recientes, como las desarrolladas por Morón, et al (2005), quienes emplean un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general para cuantificar el impacto del TLC sobre la economía peruana, muestran que la firma del TLC implicaría un aumento en la tasa de crecimiento del PBI de 0,6 por ciento en los primeros cinco años y un incremento permanente en el nivel del producto de 3,3 por ciento, cifra superior a la encontrada en Chile (1,0 por ciento), lo cual pone en relevancia el efecto permanente de la firma del tratado y su impacto sobre el crecimiento potencial del país en los próximos años.

- **Sobre el empleo.** Al concretar el TLC se aseguraría la permanencia de gran parte de los casi 700 mil puestos de trabajo generados por la actividad agroexportadora (favorecida por el ATPDEA) y, además, autores como Seminario y Molina (2004) estiman que en un escenario base, gracias al impacto directo del aumento de exportaciones, se generarían 32 552 puestos de trabajo directos adicionales.
- **Costo fiscal por desgravación arancelaria.** El costo fiscal de la desgravación de las importaciones norteamericanas implicaría una reducción de los ingresos tributarios que se encontraría entre los US\$ 150 y US\$ 200 millones anuales, aunque este costo podría ser menor en caso se aprueben nuevas modificaciones al actual esquema arancelario como las propuestas recientemente por el Ministerio de la Producción.
- **Efectos reputacionales.** Este efecto está asociado a la mayor estabilidad jurídica y apertura a la inversión extranjera que será percibida luego de la firma del TLC, con lo cual se generaría un nuevo “sello de garantía” para atraer inversionistas extranjeros a una plaza de amplio potencial a nivel regional, con muy buenos resultados macroeconómicos, pero que todavía no cuenta con el grado de inversión.

Además de los aspectos anteriormente mencionados, el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos tiene algunas implicancias sensibles para la economía peruana, como por ejemplo las relacionadas con:

- **El sector agrícola.** Este sector emplea cerca del 35 por ciento de la PEA y contribuye con un 9 por ciento del PBI. Si bien es cierto que la vigencia del ATPDEA ha contribuido a incrementar la oferta exportable del país y ha permitido el surgimiento de una actividad agroexportadora de alta tecnificación, la negociación del TLC muestra como balance un conjunto de productos sensibles a la apertura, como por ejemplo, trigo, algodón, maíz, arroz y azúcar, cuyo cultivo podría verse afectado con la desgravación arancelaria. Ante esta situación, se han establecido planes de desgravación paulatina y diferida, con plazos que llegan a los 17 años en el caso del arroz.
- **Sector salud.** El TLC incorpora cláusulas de datos de prueba, patentes de segundo uso y protección de derechos de propiedad en este sector que podrían generar incrementos en los precios de las medicinas y una reducción en su uso en un mediano plazo. El estudio de evaluación del impacto del TLC en este sector desarrollado por el Ministerio de Salud muestra una pérdida de bienestar entre US\$ 205 y US\$ 300 millones, entre los años 2011 y 2017, lo que significará principalmente mayores gastos de las personas en medicamentos y mayores gastos en los presupuestos de las entidades encargadas de la salud pública en el país

Debido a las particularidades de estos sectores, se han creado esquemas de compensaciones al sector agrícola y al sector salud. Por ejemplo, en el primer caso, se ha previsto inicialmente un fondo de US\$ 32 millones anuales para los productores de maíz amarillo, duro, trigo y algodón, el que estaría acompañado de programas para la competitividad de ciertas cadenas agrícolas, la ampliación de beneficios a actividades agroindustriales y la creación de un Fondo de Garantía para la pequeña agricultura (FOGATA) para garantizar los créditos otorgados por las instituciones financieras a los pequeños agricultores.

Todos estos esquemas deben, a su vez, estar enmarcados en una estrategia integral orientada a lograr una mayor competitividad de la agricultura peruana, mediante procesos de modernización, tecnificación y sustitución de cultivos hacia aquellos en los que exista una mayor complementariedad con Estados Unidos.

Finalmente, además del esquema de compensaciones anteriormente descrito, con el fin de compensar a las instituciones públicas encargadas de la salud nacional se crearía un Fondo de Compensación para la Adquisición de Medicamentos, que podrá ser aplicado posiblemente entre los años 7 y 13 después de la firma del Tratado de Libre Comercio (TLC), periodo en el que existe la probabilidad de que el precio de los medicamentos aumente como parte del impacto del citado acuerdo.

En resumen, existen claras señales de que el entrapamiento en la aprobación del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos podría estar llegando a su fin, de manera que en los próximos meses se logre su plena ratificación por parte de ambos países (ya sea antes o después del receso del congreso americano que se inicia el 3 de agosto y finaliza el 4 de setiembre). Dicho escenario contribuiría a eliminar la incertidumbre asociada al vencimiento del ATPDEA, con lo cual, una vez formalizada la ampliación permanente del tamaño de mercado de productos como los agroindustriales y textiles, se fomentarían inversiones de mediano y largo plazo que se han retrasado en los últimos trimestres ante la incertidumbre generada por la no ratificación del TLC.

De esta forma, considerando que los acuerdos pactados en el tratado regirán desde el año 2008, se esperaría un incremento en la capacidad instalada del sector textil y un mayor número de proyectos de exportación agroindustrial. En el ámbito público, el Tratado abre un importante margen para el trabajo de reconversión de cultivos agrícolas, la difusión de las oportunidades del TLC para las pequeñas empresas y un seguimiento completo de su implementación e impactos en los próximos años, especialmente en los sectores identificados como sensibles para la economía peruana.

Marco Shiva
mshiva@continental.grupobbva.com

Bibliografía:

- Ministerio de Salud (2006): “Potenciales Efectos del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos en el Acceso a Medicamentos”.
- Morón, Eduardo (2005): “Evaluación del Impacto del TLC en la Economía Peruana”. Centro de Investigación de la Universidad de Pacífico.
- Seminario, Bruno & Molina, Oswaldo (2004): “Efectos del TLC con EE.UU. sobre el Empleo”. PNUD / Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo.

IPC General

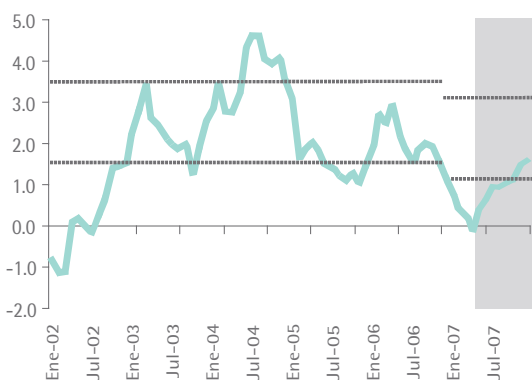
(var. % acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2006	2007
		Diciembre	Abril
Índice General	100.0	1.14	-0.08
Alimentos y bebidas	47.5	1.74	-0.57
Vestido y Calzado	7.5	1.88	2.61
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	-0.23	-0.34
Muebles y Enseres	4.9	1.23	1.15
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	0.36	0.70
Transportes y Comunicación	12.4	-0.48	-1.73
Enseñanza y cultura	8.8	1.10	0.91
Otros bienes y Servicios	7.0	1.59	1.78

Fuente: INEI

Proyección de Inflación 2007

(var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: INEI

Inflación se mantiene por debajo del rango de meta

Tal como se había adelantado en el número anterior, la inflación acumulada continuó mostrando una tendencia decreciente. Así, al cierre de abril, la inflación acumulada en los últimos 12 meses fue negativa en 0,1 por ciento, cifra por debajo del límite inferior del nuevo rango meta establecido por el Banco Central (entre 1,0 y 3,0 por ciento) ^{1/}. Esta tendencia se explica por:

- La normalización en los precios de diversos alimentos, luego de las alzas que experimentaron en los primeros meses del año anterior por factores climáticos que afectaron las temporadas de siembra y cosecha de estos productos. Así, al cierre de abril, el rubro de Alimentos y Bebidas registró una disminución acumulada en 12 meses de 0,6 por ciento, lo que indujo una reducción de la inflación de 27 puntos porcentuales en dicho periodo.
- Reducción en los precios de los combustibles asociada a la caída en la cotización internacional del petróleo.
- Reducción en las tarifas públicas acordadas por los entes reguladores.
- Reducción en las tarifas de transporte
- Apreciación del nuevo sol, que indujo caída en los alquileres y los precios en soles de los aparatos electrodomésticos.

Estas reducciones fueron atenuadas por incrementos en los rubros de Vestido y Calzado (2,61 por ciento), Muebles y Enseres (1,15 por ciento) y Enseñanza y Cultura (0,91 por ciento, debido al incremento de las matrículas y pensiones). En cuanto a la inflación subyacente que elabora el Banco Central, cabe mencionar que en términos acumulados de 12 meses, se mantiene en 1,5 por ciento a abril de 2007, lo que precisamente evidencia que la aceleración de la actividad económica y de la demanda interna se viene dando en un contexto sin presiones inflacionarias, razón por la cual se ha mantenido la misma orientación monetaria en el último año.

Proyección para el año 2007

Para el resto del año 2007, en nuestro escenario central de proyección estimamos que la inflación acumulada en los últimos doce meses mostrará una trayectoria ascendente, retornando al interior del rango meta en junio o julio. Esta dinámica se explicaría porque esperamos que algunos de los efectos que han mantenido las presiones inflacionarias acotadas se vayan diluyendo. Así, para la segunda parte del año esperamos menores presiones a la baja sobre el tipo de cambio, en un contexto de menor influjo por el lado comercial y de mayor demanda por importaciones. Asimismo, anticipamos algunas presiones en el mercado laboral para la contratación de trabajadores calificados y un ritmo más moderado (y sostenible) de ganancias de productividad.

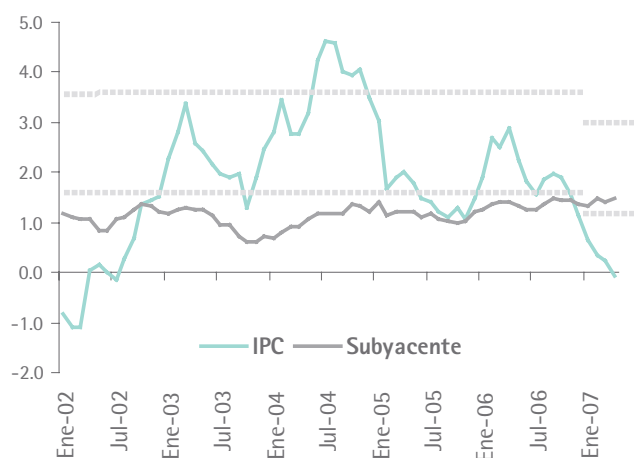
Proyectamos que al cierre del año la inflación se ubicaría alrededor de 2,0 por ciento. Esta proyección asume que la política monetaria se movería hacia una posición más neutral en el segundo semestre del año.

1/ Una revisión de las causas que a juicio del BCRP motivaron este cambio y aquellas contempladas en la literatura económica, junto con un análisis de sus implicancias, se incluyen en el recuadro: Cambio en la meta: ¿qué se puede ganar y qué perder?.

Precios: últimos datos mensuales

(Var. % mensual)	Ene-07	Feb-07	Mar-07	Abr-07
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,01	0,26	0,35	0,18
Índice de Productos Transables	0,04	0,13	0,11	0,44
- Alimentos Transables	0,09	0,42	0,10	0,90
- Combustibles	-0,26	-0,86	0,03	0,11
Índice de Productos No Transables	0,01	0,35	0,52	-0,01
- Alimentos No Transables	0,30	0,83	1,09	-0,25
Índice Subyacente	0,10	0,26	0,33	0,13
Índice de Precios al por Mayor-IPM	-0,34	-0,48	0,41	0,30
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo)	-0,27	-0,06	0,11	0,29
Índice de Precios-Materiales de Construcción	-0,33	-0,36	0,07	0,95

Cambio en la meta: ¿qué se puede ganar y qué perder?

Inflación: General y Subyacente
(var. % acumulada últimos 12 meses)

Fuente: Banco Central de Reserva

Metas de inflación por países

País	Año de inicio	Rango	Horizonte (en trimestres)
Australia	1993	2 - 3	Abierto
Brasil	1999	2,5 - 6,5	4
Canadá	1991	1 - 3	6 - 8
Chile	1999	2 - 4	8
Colombia	1999	4,5 - 5,5	4
Corea	1998	2,5 - 3,5	4
Filipinas	2002	5 - 6	4
Hungría	2001	2,5 - 4,5	4
Islandia	2001	2,5	Todo el año
Israel	1997	1 - 3	Fin de año
México	2002	2 - 4	4
Noruega	2001	2,5	8
Nueva Zelanda	1990	1 - 3	6 - 8
Perú	2002	1 - 3	4
Polonia	1999	1,5 - 3,5	5 - 7
Reino Unido	1992	2	Todo el año
República Checa	1998	2 - 4	6 - 8
Sudáfrica	2000	3 - 6	4
Suecia	1993	1 - 3	4 - 8
Suiza	2000	0 - 2	Abierto
Tailandia	2000	0 - 3,5	4

Fuente: Banco Central de Reserva

A inicios de febrero, el Banco Central modificó la meta de inflación de mediano plazo, la que pasó de 2,5 por ciento ± 1 por ciento a 2,0 por ciento ± 1 . Los argumentos que ha mencionado el Banco Central para explicar esta medida son: (i) aumentaría el poder adquisitivo del sol, (ii) favorecería la desdolarización, (iii) es un nivel más compatible con la las tasas de inflación de nuestros principales socios comerciales.

En general, la definición del nivel de la meta permite que la estabilidad de precios sea un concepto concreto. En principio, un nivel de inflación igual a cero podría parecer un equivalente a este concepto. Sin embargo, en la práctica y en la literatura se encuentra que la definición de estabilidad de precios toma en cuenta dos factores principales: (i) problemas de medición, (ii) rigidez nominal a la baja en diversos precios claves (como los salarios), y (iii) límite inferior de cero para la tasa de interés nominal.

En cuanto a los problemas de medición, es conocido que el índice de precios al consumidor (IPC) sobreestima el incremento en el costo de vida. Un factor principal que explica esta sobreestimación es que el IPC, al ser un índice de ponderaciones fijas, no recoge la sustitución en el consumo de bienes que incrementan su precio por otros más baratos (*"outlet bias"*). Otros factores de esta sobreestimación son las mejoras en la calidad de los bienes (*"quality bias"*) y la aparición de nuevos productos cuyos precios, típicamente tienden a caer. Diversos estudios encuentran que la sobrestimación en la medición de la inflación se ubica para: (i) Canadá alrededor de 0,5 por ciento, (ii) Alemania entre 0,5 y 1,5 por ciento, (iii) Japón entre 0,4 y 2,0 por ciento, (iv) Reino Unido entre 0,4 y 0,8 por ciento, y (v) Estados Unidos entre 0,8 y 1,6 por ciento.

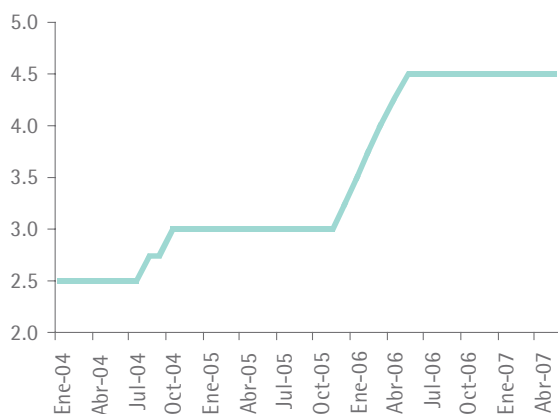
Sobre la rigidez a la baja en precios y salarios nominales, se ha argumentado que un nivel ligeramente positivo facilitaría ajustes necesarios en precios relativos, mejorando la reacción de la economía ante shocks negativos al reducir la duración de las recesiones. Finalmente, debido a que la tasa de interés nominal no puede ser inferior a cero, si se define un nivel meta similar para la inflación se excluye la posibilidad de que la tasa de interés real sea negativa, lo que podría ser necesario para estimular la demanda cuando la economía se encuentra en recesión.

Así, como regla práctica, los países que siguen metas de inflación definen el nivel de la meta como uno que sea lo suficientemente bajo para garantizar la estabilidad de precios, pero lo suficientemente alto para facilitar ajustes en precios relativos en un contexto de rigidez nominal a la baja (*"darle grasa a la economía"*).

En general, los argumentos dados por el Banco Central para reducir la meta, si bien podrían ser válidos, no son los que usualmente se discuten cuando se busca definirla. ¿Qué ocurriría si el sesgo en la medición de la inflación en el Perú es superior al 2,0 por ciento? ¿Fijar una meta de 2,0 por ciento sería óptimo?. Esta discusión es aún más relevante si se considera que la canasta de productos sobre la cual se mide actualmente el IPC mantiene la estructura de la economía peruana de los años 1993-1994, con lo cual podrían existir importantes sesgos de medición de la inflación.

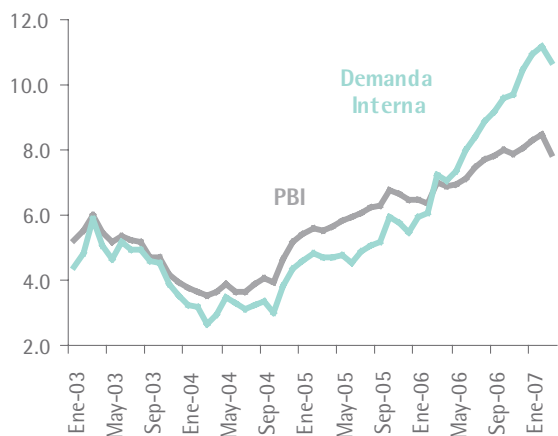
Es probable que el nuevo nivel meta del BCR sea el correcto en función a los argumentos mencionados en los párrafos anteriores. Sin embargo, creemos que una discusión de estos temas por parte del Banco Central sería importante para evitar suspicacias sobre el cambio de la meta. En particular, en un contexto en el que ha encontrado dificultades para hacer regresar la inflación, desde abajo, hacia el interior del rango objetivo. De otro modo, se corre el riesgo de que la autoridad monetaria pierda reputación y credibilidad. Además, el público puede percibir que la meta de inflación de largo plazo, o el nivel compatible con la estabilidad de precios, puede variar en cualquier momento, ya sea hacia abajo (como ha sido el caso reciente) o hacia arriba.

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



Fuente: BCRP

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



Fuente: BCRP

III. Entorno Financiero

Política monetaria: demanda interna factor de riesgo

Durante el último año, el Banco Central ha mantenido constante su tasa de referencia en 4,5 por ciento. Ello, como consecuencia de la ausencia de presiones inflacionarias, situación que se espera continúe prevaleciendo durante el primer semestre del año.

Según la visión que el Banco Central ha transmitido al mercado en sus comunicados y publicaciones recientes, este permanece atento ante indicios que pongan en riesgo su mandato de estabilidad de precios. En este contexto, el BCRP se ha mostrado en los últimos meses más dispuesto a corregir su posición de política monetaria en caso las condiciones de demanda interna no moderen en un mediano plazo su crecimiento.

En este contexto, consideramos que se ha incrementado la probabilidad de que el BCRP implemente una política monetaria más neutral hacia el segundo semestre. Algunos de los factores que sugieren que es necesario remover el estímulo monetario en lo que resta del año son:

- i) Una demanda interna que sigue creciendo por encima del PBI, con una diferencia entre las tasas de crecimiento de ambas variables (medidas como variaciones de los promedios móviles) que se sigue abriendo. Adicionalmente, durante el segundo semestre del año se espera un mayor impulso fiscal que presionará aún más la demanda interna.
- ii) Una moderación en las ganancias de productividad, las que se infiere habrían sido elevadas en los últimos años (ello explicaría, en buena parte, la ausencia de presiones inflacionarias en el contexto de fuerte expansión de la actividad). En la medida que las innovaciones tecnológicas se vayan diseminando a través de toda la estructura productiva, es de esperarse que los incrementos de productividad se vayan desacelerando.
- iii) El entorno de incertidumbre bajo el cual opera la política monetaria y que está asociado al rezago con la que afecta a la actividad e inflación, costos de ajustes, entre otros. En este contexto de incertidumbre, podría ser preferible implementar ajustes preventivos y no esperar pasivamente a que se manifiesten las presiones inflacionarias. El caso colombiano es ilustrativo al respecto.

Teniendo en cuenta estos elementos, nuestro escenario central de proyección considera que el Banco Central incrementaría la tasa de referencia, en lo que resta del año, posiblemente en dos ocasiones en 25 puntos básicos cada una.

Las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol se intensificaron

Tal como lo adelantamos en la edición anterior, desde marzo las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol se intensificaron. Así, el tipo de cambio se ubicó en S/. 3,165 por dólar en la primera quincena del mes de mayo, nivel similar a los registrados a inicios del año 1999. De esta forma, la apreciación nominal del Nuevo Sol llegó a 1,2 por ciento en el año, lo que se explica por:

- i) la solarización de activos y pasivos de algunos inversionistas institucionales (por ejemplo, el nivel de dolarización de la cartera administrada por el SPP cayó de 39,7% en diciembre de 2006 a 35,1% en abril del 2007),
- ii) la venta de montos importantes de dólares por parte de empresas que regularizaron sus pagos de impuestos,
- iii) el superávit comercial que favorece un mayor flujo de divisas hacia el país,
- iv) las mayores expectativas de apreciación cambiaria, lo que se ha reflejado en un incremento sin precedentes en el stock de compras a futuro de dólares por parte de la banca comercial (que

Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	Ene-07	Feb-07	Mar-07	Abr-07
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,193	3,190	3,186	3,178
Emisión Primaria (Fin de Período)	12.927	13.120	13.293	13.550
Liquidez Total	73.664	47,972	76.129	76.372
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	50,5	49,9	49,6	49,7
Reservas internacionales (m.M. \$)	17.849	18.136	18.427	19.704
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	4,5	4,5	4,5	4,5
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	5,5	5,5	5,5	5,6
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	27,5	27,6	30,3	36,0
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	7,3	8,5	7,7	9,5
Tasa de Morosidad (%)	1,7	1,7	1,6	1,7

pasaron de US\$ 504 millones en abril de 2006 a US\$ 2 676 millones en abril de 2007).

Al respecto, cabe señalar que la posición contable en moneda extranjera de la banca comercial se redujo en US\$ 2 574 millones en los últimos doce meses, mientras que las compras netas a futuro de dólares aumentaron en US\$ 2 318 millones en este mismo periodo, lo que indica que en la actual coyuntura, los dólares son rápidamente cambiados a soles con fines transaccionales o de intermediación (presionándolo a la baja), pero tomando operaciones a futuro para recomprar estos mismos dólares en el futuro a un tipo de cambio favorable dados los diferenciales de tasas de interés en moneda nacional y extranjera.

Para el resto del año estimamos que el tipo de cambio mostraría un ligero ajuste hacia arriba, con lo que el promedio del mes de diciembre se ubicaría entre S/. 3,18 y S/. 3,20. Esta dinámica cambiaria se explicaría por: (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) una mayor demanda por importaciones asociado al dinamismo de la inversión y del consumo privado. Sin embargo, no descartamos que estos factores puedan ser compensados por eventos puntuales de desdolarización significativa de portafolios y por las intervenciones cambiarias del Banco Central.

¿Existe margen para mayores intervenciones del BCRP en el mercado cambiario?

Una rápida revisión de las estadísticas disponibles indica que el BCRP tiene todavía un importante margen de intervención en el mercado en lo que resta del año. Al 15 de mayo las intervenciones en el mercado cambiario ascendieron a US\$ 3 615 millones, contribuyendo así a incrementar la posición de cambio del BCR de US\$ 11 086 millones en diciembre a US\$ 14 239 millones al cierre de la primera quincena de mayo. De otro lado, las cifras de fuentes de variación de la emisión primaria muestran que cerca del 50 por ciento de las intervenciones cambiarias se esteriliza con la emisión de Certificados de Depósito.

En este contexto, una revisión de los resultados financieros del BCRP en el año 2006 muestra que el rendimiento anual contable de las RIN ha sido cerca de US\$ 600 millones, lo que es consistente con niveles de tasas de interés muy cercanas a la tasa Libor y a la de Bonos del Tesoro Americano. Este rendimiento, es ligeramente superior en la actualidad a la tasa promedio que se paga por los Certificados de Depósito que el BCR emite en el mercado local.

De esta manera, el monto de reservas internacionales netas ascendió a US\$ 20 918 millones, mientras que el stock de CDs solo representó aproximadamente US\$ 4 200 millones. Si además se tiene en cuenta la remuneración al encaje en dólares, se observa que el BCRP debe cumplir con pagar una tasa de 3.25 por ciento a los cerca de US\$ 2 500 millones que se mantienen como encaje remunerado en moneda extranjera, con lo cual todavía existiría margen para continuar realizando estas intervenciones en el mercado cambiario sin generar un déficit cuasifiscal.

Así, mientras las tasas de interés en soles y dólares no tengan diferenciales altamente significativos, una estrategia de mayores compras de moneda extranjera resulta inclusive rentable para el BCRP, más aún si se considera que gana intereses por el total de las nuevas reservas que adquiere, pero solo paga intereses por un 50% de estas adquisiciones que se convierten en CDs.

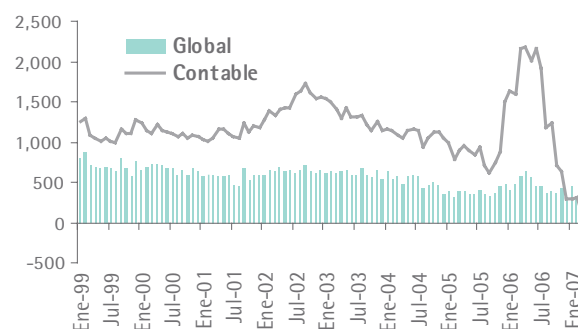
Intervenciones cambiarias netas del Banco Central y tipo de cambio (US\$ Millones & S/. por US\$)

	Compras Netas	Tipo de Cambio Promedio	Var. % interanual
2001	145	3.51	0.5
2002	-32	3.52	0.3
2003	1,050	3.48	-1.1
2004	2,340	3.41	-1.9
2005	2,699	3.30	-3.4
2006	3,944	3.27	-0.7
2007*	3,615	3.18	-4.3

* Hasta el 15 de mayo

Fuente: BCRP

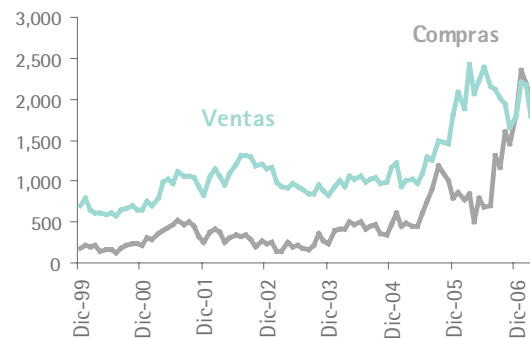
Posición de cambio spot y global de la banca comercial (US\$ Millones)



* La PC global suma a la spot las compras netas a futuro de ME.

Fuente: BCRP

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



Fuente: BCRP

Elaboración: BBVA Banco Continental

Mercados: últimos datos mensuales

	Ene-07	Feb-07	Mar-07	Abr-07
Índice General de la BVL (variación %)	5,8	11,1	13,2	20,5
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	3,4	12,6	11,2	21,8
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	65.317	71.608	77.981	90.874
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	4.457	4.482	4.631	4.662
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	66	68	151	89
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	45	48	9	64
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	13.142	13.313	15.963	16.321
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	14.848	15.773	16.593	18.113
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,90	3,92	3,94	3,96

En los últimos meses, los mercados de renta variable emergentes vienen mostrando un gran dinamismo, en un contexto de exceso de liquidez a nivel mundial y de bajas tasas de interés. Así, se observa que, en lo que va del año, la rentabilidad promedio de las principales bolsas emergentes, se sitúa en un nivel significativamente superior al observado en las bolsas estadounidenses y europeas. En el caso de Perú, la situación es aún más positiva que en el resto de economías emergentes. Los índices bursátiles muestran un crecimiento mayor al 60 por ciento, dados los sólidos fundamentos macroeconómicos, así como por los buenos resultados financieros de las empresas mineras e industriales.

No obstante, cabe mencionar que la evolución de dichos activos emergentes ha mostrado cierta volatilidad, especialmente a finales de febrero e inicios de marzo, periodo en el cual se registró una caída significativa a nivel mundial de los mercados de valores. Dicho movimiento provino de la incertidumbre originada en el mercado chino, en el que se intensificaron los rumores sobre un nuevo impuesto a las ganancias de capital así como otras medidas restrictivas hacia la inversión en renta variable doméstica. Ese día (27 de febrero) la bolsa china cayó un 9 por ciento (al día previo a la caída, la bolsa acumulaba, en el 2007, un crecimiento crecía en torno a un 15 por ciento). Estas especulaciones se mantuvieron, aunque con menor fuerza, hasta la celebración del Congreso Legislativo Anual en marzo, en donde se descartó la implementación de dicho impuesto.

Lo relevante de este suceso fue el contagio generado hacia el resto de mercados, tanto emergentes como desarrollados, el cual se dio de manera muy rápida y significativa. Precisamente, si se le compara con episodios anteriores de aversión al riesgo (tales como el del ataque a Estados Unidos en el 2001 y de la incertidumbre generada en torno a la política monetaria de la Reserva Federal en mayo del 2006), el impacto inicial ha sido algo mayor que los observados en dichos casos.

Lo que más ha llamado la atención de los analistas económicos, ha sido la magnitud a nivel mundial de los movimientos observados en los activos de renta variable, dado que ya a finales de 2006 el gobierno chino había empezado a discutir la posibilidad de la implementación de algún tipo de medidas restrictivas sobre compras apalancadas en la bolsa china. Además, el mercado chino no debería ser uno que genere volatilidades sistémicas dado que, dadas las restricciones de capital existentes, los fondos extranjeros solamente participan en el 1 por ciento de la bolsa. Ello plantearía la posibilidad de que, como consecuencia de una mayor globalización financiera, futuros episodios de incertidumbre sobre las economías emergentes se traduzcan en nuevos choques externos.

Por ello, resulta útil analizar la naturaleza de los choques recientes para intentar extraer algunas conclusiones sobre las implicancias de sus patrones en el impacto y reversión del choque^{1/}:

- Se observa que los últimos choques externos han sido desencadenados más por episodios de aversión al riesgo que por la debilidad de los fundamentos macroeconómicos, generando así caídas más bruscas (en las bolsas, tipo de cambio, riesgo país), aunque sus recuperaciones tienden a ser más rápidas. Cuando, en cambio, el desencadenante tiene más relación con la situación macroeconómica o las políticas implementadas, los choques suelen ser más graduales y duraderos, y las recuperaciones más lentas. Un ejemplo claro es la crisis rusa, ocurrida en el año 1998, la cual ha sido la más brusca en términos de caída de las bolsas y divisas a nivel mundial, y la más lenta en su recuperación (respecto a dichas variables). En ese caso, la volatilidad de los mercados de renta variable aumentó de forma generalizada, causando así una fuerte preocupación por los fundamentos macroeconómicos débiles existentes en las economías emergentes, dada la devaluación de la moneda rusa y el *default* de su deuda soberana.
- Las crisis más ligadas a cuestiones de aversión al riesgo sin una fuerte relación con los fundamentos macroeconómicos, como la proveniente de China, suelen ser más perjudiciales para los mercados de crédito. Tanto los *spreads* corporativos como los soberanos suelen deteriorarse significativamente, sobre todo, en el corto plazo. Este patrón se observó en los quince días siguientes al choque. Igualmente, en el episodio del 2006, los soberanos de emergentes fueron los más perjudicados.
- En la mayoría de episodios de crisis, se observa cierto patrón de diferenciación por países. De esta manera, aquellas economías con fundamentos macro menos alineados suelen ser las que más pérdidas generan. Ello queda más evidente al analizar la evolución de las divisas. Las de países como Turquía, Sudáfrica, Hungría o Islandia, que cuentan con elevados déficit exteriores y divisas aún sobrevaloradas, son de las que más se han depreciado. Mientras, por su parte, las monedas latinoamericanas como el sol peruano y el peso chileno vuelven a ser de las divisas menos perjudicadas en este tipo de episodios, gracias a sus buenos fundamentos económicos.

Una característica particular a destacar del reciente choque es que, al margen de los importantes repuntes de la volatilidad, la recuperación de los niveles en los mercados financieros han ocurrido de una manera más rápida en relación a las crisis de los años 1998 y 2001. Efectivamente, a las dos semanas de ocurrida la caída en la bolsa china, diversos activos financieros ya habían comenzado a estabilizarse o incluso corregir nuevamente al alza. En este sentido, lo sucedido en China se trató de un movimiento transitorio puesto que no obedeció a cambios en los fundamentos macroeconómicos.

En conclusión, la sensación es que los mercados emergentes, especialmente aquellos con sólidos fundamentos macroeconómicos como Perú, estarían contando con una mayor capacidad para enfrentar choques externos, lo que estaría siendo reconocido a través de mejoras en el riesgo país y en la fortaleza de las monedas locales.

Sergio Salinas
ssalinas@continental.grupobbva.com

^{1/} Para mayor detalle sobre el tema, se puede revisar el EconomicWatch “Sobre-aversión de los mercados: una comparación con episodios anteriores”, elaborado por Eva Calle y Luciana Taft del Servicio de Estudios Económicos de Madrid.

IV. Artículo

Impacto fiscal de la convivencia de los sistemas de pensiones público y privado: la experiencia de tres países en América Latina

Johanna Tejada
Analista de Pensiones
Servicio de Estudios Económicos
jtejadav@afphorizonte.com.pe

La reforma de los sistemas de pensiones en América Latina es un proceso que se inicia a inicios de los años ochenta, principalmente para hacer frente a las crecientes transferencias fiscales que los sistemas previsionales demandaban^{1/}. A la fecha, estas reformas continúan produciéndose, aunque de manera puntual, en respuesta a los requerimientos de los trabajadores por mejores condiciones para su vejez y a la necesidad de calzar dichas mejoras bajo un esquema financieramente sostenible.

Cada país llevó a cabo su reforma y, de acuerdo a sus características y objetivos, redefinió el rol del componente público y sentó las bases para la participación del privado. Si bien es cierto que no existe una única modalidad de reforma ni tampoco hay consenso acerca de cuál sea la mejor opción, la creación de sistemas privados de pensiones significó en esencia pasar a un régimen de:

- i. Contribución o cotización definida, cuya principal diferencia con el sistema público radica en que es fija y no depende de factores sistémicos como la maduración del régimen, el envejecimiento de la población, variaciones en los beneficios, entre otros.
- ii. Prestaciones o beneficios no definidos, en lugar de estar determinados por ley. Esta premisa implica que las pensiones estarán en función del capital acumulado por cada trabajador. Es decir, el fondo acumulado dependerá de factores como la evolución de su salario durante su vida laboral, la frecuencia de sus contribuciones y el rendimiento de su fondo. Esquema financiero de capitalización individual, en vez del de reparto (en el iii. que lo recaudado hoy por los aportes de los trabajadores sirve para pagar los beneficios de los actuales pensionistas) o el de capitalización colectiva (en donde existe un fondo grupal que genera cierta rentabilidad y que sirve también para cubrir obligaciones previamente asumidas).

Considerando esto como punto de partida, cada país adoptó una estructura de reforma distinta que, sin embargo, como sugiere Mesa Lago (2000) es posible clasificar de acuerdo a tres modelos: sustitutivo, paralelo y mixto.

- En el sustitutivo se cierra el sistema de pensiones público (para nuevas afiliaciones ya que se permite que los que están próximos a jubilarse puedan permanecer) y se reemplaza por uno privado. Los países que optaron por este modelo fueron Chile (1981), Bolivia (1997), México (1997) y El Salvador (1998).
- En el mixto, el sistema público continúa operando junto con el privado pero se reasignan los roles de tal manera que el resultado sea un único sistema compuesto por estas partes. Esta fue la reforma llevada a cabo por Argentina (1994) y Uruguay (1996).
- En el caso del paralelo, el sistema público continúa operando y la creación del sistema privado surge como una alternativa al régimen existente. Los países que acogieron este modelo fueron Perú (1993) y Colombia (1994).

Dicho de otro modo, las reformas bajo el primer y el segundo modelo dan origen a un nuevo sistema, que en un caso reemplaza y en el otro complementa al sistema anterior; mientras que en el tercer modelo, el paralelo, la reforma está diseñada para permitir la convivencia entre los componentes público y la privado. Asimismo, dichas estructuras definen tanto los roles de cada participante como también el modo de operación del sistema en su conjunto. Como consecuencia de lo anterior, las condiciones (obligaciones y beneficios) que se desprenden de un sistema pensionario bajo un modelo sustitutivo son determinadas únicamente por el desempeño del nuevo sistema y las características del país. Algo similar sucede en el caso del mixto con el agregado de que las condiciones son producto del desempeño de cada una de las partes. Pero en el modelo paralelo, las condiciones resultantes en el nuevo sistema, como reflejo del funcionamiento de los mercados, tienen como principal referente lo que exista en el sistema público, independiente de si estos beneficios resultan de objetivos políticos o no.

1/ Estos cambios se dieron en el marco de las reformas de primera generación, en contextos de crisis que en parte fueron el resultado de malos manejos en la gestión estatal (manejo financiero y otorgamiento de beneficios desproporcionados), pero también a consecuencia de cambios en los factores demográficos y socioeconómicos.

Clasificación de las Reformas en América Latina

A. Características		Programas (P)				
		1. "Público"		2. "Privado"		
Cotización		No definida		Definida		
Prestación		Definida		No definida		
Régimen Financiero		Reparto, capitalización parcial colectiva (CPC)		Capitalización plena individual (CPI)		
B. Modelos	Países y año de reforma	P	Cotización	Prestación	Régimen financiero	DIP explícita
Sustitutivo	Chile (1981)	2.	Definida	No definida	CPI	Sí ^{b/}
	Bolivia (1997)					
	México (1997) El Salvador (1998)					
Paralelo	Perú:1993	1.	No definida	Definida	Reparto	No ^{c/}
	Colombia:1994	2.	Definida	No definida	CPC ^{a/}	Sí
Mixto	Argentina:1994	1.	No definida	Definida	Reparto	No ^{c/}
	Uruguay:1996	2.	Definida	No definida	CPI	Sí

Fuente: Mesa-Lago (2000)

Notas:

DIP = Deuda Implícita Previsional.

a/ Este programa tiene una reserva cuantiosa que, sin embargo, puede tener un desequilibrio actuarial en su régimen de prima media escalonada.

b/ Pero no total en México.

c/ Se pospone la DIP.

Proyección del valor presente de la deuda actuarial del Sistema de Pensiones Peruano (% del PBI)

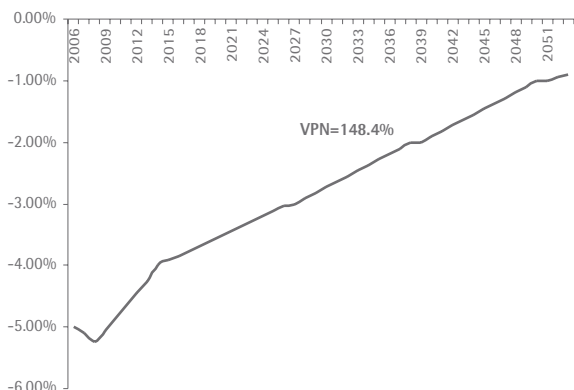
DL. 19990	24%
DL. 20530	31%
SSP transición*	3%
Libre Desafiliación**	2%
Total	60%

* Bono de reconocimiento y bono complementarios por pensión mínima según leyes 27252 y 27617.

** Libre desafiliación, bonos complementarios por pensión mínima y mineros.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, Oficina de Normalización Previsional y BBVA

Cambio en la deuda fiscal colombiana por ajustes legislativos (% del PBI)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Esta situación ocasiona que surjan presiones por parte de los trabajadores del sistema privado con la finalidad de evitar encontrarse en desventaja con respecto a lo que ofrece el sistema público. De este modo, en los sistemas paralelos, en lugar de que la carga fiscal de la reforma tienda a diluirse en el tiempo –conforme se jubila la población en transición–, termina por mantenerse o incrementarse en atención a las presiones de los trabajadores.

En Perú, Colombia y en la práctica también en México (porque contempla que la población en transición pueda escoger bajo qué régimen se jubila) ^{2/} los sistemas de pensiones se encuentran en coexistencia, por lo cual es conveniente revisar brevemente la situación fiscal de cada uno ^{3/}:

• Perú

En el caso peruano, si bien desde que el trabajador ingresa al mercado laboral tiene la opción de elegir a qué sistema se afiliará, la mayoría opta por el sistema privado (ocho de cada diez) ^{4/}. No obstante, en tanto cumpla con los requisitos establecidos de acuerdo a lo recientemente aprobado con la ley que norma la libre desafiliación, algunos de los trabajadores que eligieron el sistema privado podrán retornar al público o acceder a un complemento que los nivele con la pensión mínima del mismo, si es que ya estuvieran jubilados ^{5/}. A nivel fiscal, esto significa que las obligaciones que el Estado se compromete a asumir, a raíz de la reforma y de los ajustes posteriores, provienen de: i) los afiliados y pensionistas del sistema público (Decreto Ley 19990 y Decreto Ley 20530), ii) los costos por la población en transición (bono de reconocimiento y complemento para la pensión mínima) y iii) los beneficios dispuestos por la ley de desafiliación. Teniendo en cuenta esto, a valor presente, el monto de las obligaciones por los actuales pensionistas y afiliados del sistema público asciende a 60 por ciento del PBI ^{6/}.

• Colombia

En Colombia, al igual que en Perú, los nuevos trabajadores eligen entre los sistemas y, desde la reforma inicial, también pueden regresar al sistema público. Sin embargo, dado que durante la reforma del sistema se llevaron a cabo severos ajustes sobre el sistema público, la mayor parte de los asegurados decidió permanecer en él. Por su parte, los afiliados al sistema privado tienen incentivos para retornar al sistema público en el momento de su jubilación. Así, la deuda pública por pensiones está conformada por i) las obligaciones por afiliados y pensionistas del sistema público, ii) las obligaciones por concepto del bono de reconocimiento, iii) la garantía de la pensión mínima y iv) el potencial retorno al sistema público. De acuerdo a lo anterior, a valor presente, el costo fiscal representa aproximadamente 148 por ciento del PBI ^{7/}.

• México

En el caso mexicano, primero se llevó a cabo una reforma paramétrica (1991) con la finalidad de introducir ajustes que hicieran sostenible el sistema público pero luego, en vista de la magnitud del problema, en 1997 se realizó una reforma estructural que terminó por cerrar el sistema público. A pesar de ello, la reforma permite que la población en transición pueda elegir bajo qué régimen jubilarse; con lo cual el cierre del sistema se dilata hasta culminar con las obligaciones del último pensionista de esta población. De esta manera, similar a los casos anteriores, la carga que el Estado debe asumir se compone de i) las obligaciones de los que quedan en el antiguo sistema, ii) la garantía de pensión mínima y iii) las obligaciones por el sistema reformado (incluyendo retornos), todo lo cual en conjunto representa alrededor de 100 por ciento del PBI ^{8/}.

2/ Situación que se estima que se prolongará por los próximos 20 años. BBVA Bancomer, presentado en la reunión anual de LACEA 2006.

3/ En Argentina recientemente se aprobó un decreto por el cual se permite el retorno al sistema público con lo cual también se estaría observando una convivencia entre sistemas. No obstante, dada la estructura del sistema de pensiones en dicho país, no se le incluye en esta revisión de casos.

4/ Superintendencia de Banca Seguros y AFP y Oficina de Normalización Previsional. Ley N° 28991 (2007)

5/ Proyección de acuerdo a información publicada por el Ministerio de Economía y Finanzas, la Oficina de Normalización Previsional y según estimaciones de BBVA.

6/ Proyectado según el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia.

Como puede desprenderse de lo anterior, la reforma de los sistemas de pensiones implicó incurrir en significativos compromisos fiscales -que se esperaba que fueran extinguiéndose- a la vez que se permitiera mejores condiciones para los trabajadores al momento de su vejez. Sin embargo, la convivencia entre sistemas ha generado un ambiente en el que la satisfacción relativa de los afiliados con el sistema privado se encuentra indirectamente determinada por las condiciones al alcance de sus pares en el sistema público. Ello motiva a los afiliados del sistema privado a demandar los mismos términos al momento de su jubilación (vía retorno u obtención de beneficios similares a los que sistema público ofrece). Así, el resultado final del sistema termina distorsionado ya que, por un lado, los beneficios del sistema privado reflejan las condiciones de mercado mientras que los del público, los objetivos de política.

En este sentido, si bien no es posible generalizar la trayectoria del impacto fiscal según el modelo de reforma pensionaria adoptada -ya que depende de los objetivos de cada país así como de la holgura fiscal para asumir mayores obligaciones-, esta situación se está traduciendo en significativos, y crecientes, compromisos para el fisco.

No obstante, las alternativas para aminorar la carga fiscal no giran, necesariamente, en torno a acabar con la coexistencia, debido a que la estructura adoptada debe resultar como respuesta a las características sociales, económicas, demográficas y políticas del país. En realidad, suponen un esfuerzo integral ya que los ajustes que requiere el sistema, para procurar su sostenibilidad financiera así como el bienestar de los trabajadores, deben involucrar también la dinámica de la propia economía en su conjunto.

En efecto, además de buscar perfeccionar el desempeño del sistema de pensiones. Por ejemplo, los esfuerzos deberían estar orientados a lograr mejoras en las condiciones laborales, los niveles de ahorro nacional, los niveles de pobreza, la actividad y la informalidad. Estas variables contribuyen a generar un entorno de mayor crecimiento potencial y un contexto favorable para la participación activa en el sistema.

Más aún, cabe indicar que, teniendo en cuenta que las tendencias demográficas proyectan un significativo envejecimiento de la población, las diferencias que se perciban entre sistemas alimentarán mayores presiones sociales y mayores compromisos para el fisco^{9/}. Por todo ello, es preciso comenzar a abordar reformas complementarias al sistema previsional (en especial en lo referente al mercado laboral), para garantizar que el sistema funcione de manera integral y sin necesidad de incrementar las contingencias fiscales del Estado, ya que ello impacta en las expectativas de sostenibilidad de la deuda pública y en la capacidad del Estado de realizar mayor inversión.

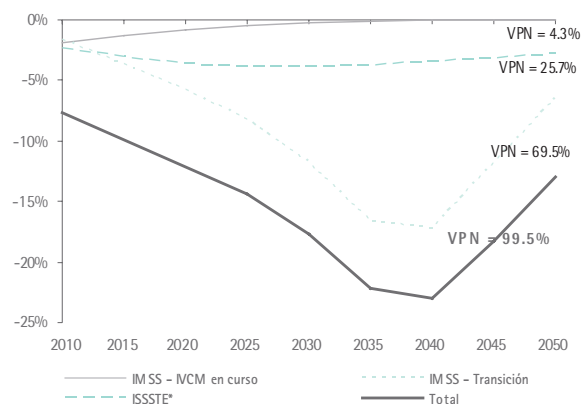
Bibliografía

BBVA Bancomer (2006). "Retirement Savings System (SAR) Reforms: 10 years later Diagnostic elements and 2nd generation proposals". XI LACEA Annual Meeting (disponible en <http://serviciodeestudios.bbva.com>)

Carmelo Mesa-Lago (2000). "Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina".

Morón, Eduardo y Eliana Carranza (2003). "Diez Años del Sistema Privado de Pensiones: Avances, Retos y Reformas. 1993-2003". Lima: Universidad del Pacífico.

Proyección del costo público del Sistema de Pensiones Mexicano: IMSS* e ISSSTE**



* Instituto Mexicano del Seguro Social,
 ** Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, BBVA

8/ Proyección de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y BBVA. No incluye el costo de los ajustes que actualmente se discuten.

9/ Para el caso peruano, por ejemplo, entre los años 2005 y 2050, la participación de las personas mayores a 64 años sobre el total de la población pasa del 5% al 16%; mientras que en México dicha cifra pasa del 5% al 25% de la población.

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	2.2	2.4
UEM	1.5	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2	1.8	1.8
Japón	1.9	2.2	2.0	2.3	-0.3	0.3	0.5	1.0
China	10.4	10.7	9.8	10.2	1.8	1.5	2.0	3.0

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	30/12/2006	Jun-07	Dic-07	Dic-08	31/12/2006	Jun-07	Dic-07	Dic-08
EE.UU.	5.25	5.25	5.25	5.25				
UEM (\$/€)	3.50	4.00	4.25	4.25	1.32	1.34	1.33	1.32
Japón (yenes/\$)	0.25	0.50	1.00	2.25	117	117	112	109
China (cny/\$)	6.12	6.39	6.66	6.93	7.81	7.55	7.30	6.80

América Latina

	PBI Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9.2	8.5	7.9	6.3	12.3	9.8	9.0	11.0
Brasil	2.9	3.7	3.3	3.2	5.7	3.1	4.0	3.8
Chile	6.3	4.0	5.2	5.3	3.7	2.6	2.9	2.9
Colombia	5.2	6.8	5.9	4.7	4.7	4.5	4.4	3.6
México	3.0	4.8	3.2	3.9	3.3	4.1	3.7	3.5
Perú	6.4	8.0	7.2	6.3	1.5	1.1	1.8	2.0
Venezuela	10.3	10.3	4.3	2.8	14.4	17.0	15.7	23.2
LATAM ¹	4.7	5.5	4.4	4.2	6.0	5.1	5.2	5.3
LATAM Ex-México	5.3	5.7	4.9	4.2	6.9	5.5	5.7	5.9

	Saldo sector público (% PBI)				Saldo cuenta corriente (% PBI)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1.8	1.8	1.1	1.3	3.1	3.8	2.6	1.7
Brasil	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	1.8	1.6	1.4	0.9
Chile ²	4.8	7.9	5.0	3.8	0.6	4.8	2.4	2.7
Colombia	0.0	-0.8	-0.9	-1.7	-1.5	-2.1	-3.2	-2.9
México	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.6	-0.3	-1.7	-2.2
Perú	-0.3	1.9	-0.2	-0.3	1.4	2.3	0.8	-0.6
Venezuela ²	1.7	1.1	-4.2	-3.0	17.7	16.3	11.8	11.2
LATAM ¹	-0.7	-0.5	-1.1	-1.1	1.9	2.3	0.9	0.2
LATAM Ex-México	-1.0	-0.8	-1.7	-1.6	3.3	3.4	2.3	1.4

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de Período)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3.05	3.06	3.13	3.37	6.4	8.9	9.6	10.7
Brasil	2.28	2.15	2.30	2.45	18.00	13.25	12.50	12.00
Chile	514	533	550	550	4.50	5.25	5.00	5.00
Colombia	2279	2240	2172	2205	6.3	6.8	8.8	8.5
México	10.63	10.81	11.00	11.20	8.0	7.0	6.8	6.5
Perú	3.42	3.20	3.20	3.28	3.25	4.50	5.00	5.00
Venezuela	2150	2147	2147	2900	10.9	10.5	10.4	10.0

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

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

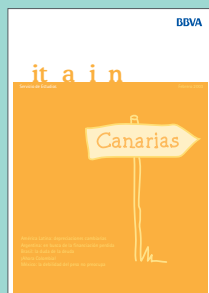
Europa: Sonsoles Castillo

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.