



## Área de Estudios

### Informe Riesgo País

República de Perú

Abril-2002

**El riesgo-país de Perú es actualmente elevado, pero a medio plazo cabe esperar que mejore dado el nuevo marco político-económico.** Por el momento, la crisis política ha quedado cerrada y el aceptable grado de consenso de todos los partidos, junto con el apoyo internacional, deben garantizar la perdurabilidad del marco democrático. Así, a juzgar por la evolución de la prima de riesgo, por el comportamiento de la divisa o por el aumento de las reservas parece existir confianza en el futuro del país y, de hecho, Perú está siendo uno de los países en la región menos afectados por el enquistamiento de la crisis en Argentina.

Los aspectos más preocupantes, además de la debilidad del escenario internacional, son las tensiones políticas internas, la elevada presión social por el escaso grado de desarrollo económico y el alto riesgo de solvencia.

#### Puntos fuertes

- ↪ Disminución del riesgo político.
- ↪ Amplio apoyo internacional al nuevo gobierno.
- ↪ Importante potencial de desarrollo económico.
- ↪ Reducido riesgo de liquidez.

#### Puntos débiles

- ↪ Elevado nivel de pobreza.
- ↪ Servicio de la deuda externa en niveles alarmantes.
- ↪ Contestación a la política económica del nuevo gobierno.
- ↪ Reducidos niveles de inversión.

### Principales indicadores

	1999	2000	2001	2002*	2003*
Crecimiento real del PIB (en %)	0.9	3.1	0.2	3.0	4.4
Renta per cápita (en \$USA)	2.037	2.083	2.080	2.130	2.190
Renta per cápita (en \$USA a PPA)	4.883	5.060	5.160	5.270	5.490
Saldo fiscal (en % del PIB)	-3.1	-3.1	-2.4	-2.3	-1.7
Inflación (media período)	3.5	3.8	2.0	1.1	2.1
Saldo BCC (en % del PIB)	-3.7	-3.0	-1.9	-2.0	-2.8
Deuda Externa / PIB	62.8	61.2	61.2	60.7	59.7
Servicio deuda / exportaciones	31.3	33.1	28.6	25.2	29.4
Deuda a corto / reservas	70.6	64.1	57.7	60.2	68.2
Tipo de cambio medio /\$USA	3.40	3.49	3.51	3.50	3.58
Tipos de interés	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Apertura exterior (X+M en % PIB)	31.9	33.8	36.1	38.1	39.4
Cobertura importaciones (meses)	12.0	10.7	11.5	11.0	9.7

\* Previsión

## Riesgo Político

El elevado riesgo político de Perú se redujo notablemente tras el retorno a la democracia en julio de 2001. Con la elección del nuevo presidente Alejandro Toledo se cerró una década de autoritarismo regida por el dictador Alberto Fujimori. Pese a este giro político, existen todavía elementos de riesgo en el ámbito político.

Por una parte, la postura reticente de Japón a conceder la demanda de extradición del ex-presidente Alberto Fujimori y el procesamiento de su brazo derecho, Vladimir Montesinos, constituirán focos de inestabilidad. Especialmente delicadas serán las consecuencias del sumario de Montesinos, dado el elevado nivel de corrupción en todos los estamentos del país.

Y, por otra parte, tras ocho meses de mandato se han puesto de manifiesto las dificultades para la gobernabilidad del país. Los puntos débiles están siendo la falta de liderazgo del propio presidente y la minoría en la que gobierna su partido Perú Posible, quien depende de los apoyos de pequeños partidos (Frente Independiente Moralizador y Somos Perú). La falta de consistencia de la coalición y de experiencia en la negociación política consensuada está siendo aprovechadas por los partidos de la oposición (Apra encabezada por el ex presidente Alán García y Unidad Nacional) para movilizar las protestas de una población nerviosa ante la falta de resultados inmediatos en la reducción de la pobreza.

De esta manera, la gobernabilidad está siendo posible gracias a las concesiones que se están realizando a través de un sistema de consultas abiertas con los otros partidos políticos, representantes de la patronal y sindicatos e incluso la Iglesia. Así, se están dando los primeros pasos en las reformas hacia una mayor democratización del sistema, aunque quizás con demasiada ligereza con el riesgo que esto puede conllevar. Por ejemplo, la reciente aprobación de la ley para descentralización del poder político ha provocado la rápida convocatoria de elecciones regionales y municipales (17-noviembre-2002) sin una normativa y funcionamiento cerrados. Además existe el riesgo de que se modifique el mapa político surgido tras las elecciones generales. El mayor peso del partido de la oposición (Apra) a nivel regional puede aumentar las tensiones actuales con un

gobierno central de coalición todavía no consolidado.

En el ámbito internacional, el apoyo que Toledo recibió desde el primer momento sigue presente. En este sentido, EEUU está pendiente de la aprobación de la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas (donde está presente Perú) con el objetivo impulsar el comercio bilateral y además, acaba de anunciar una ayuda de 195 millones de dólares para apoyar la democracia y luchar contra la pobreza. Tan sólo las relaciones con Japón son tensas por la extradición pendiente de Fujimori.

➔ **Tras cerrarse la crisis política, Perú todavía posee un alto riesgo político por los focos de inestabilidad heredados del pasado y la inexperiencia de una joven democracia. A pesar de las tensiones, el aceptable grado de consenso político para restablecer una democracia limpia y el fuerte apoyo internacional permitirán que el riesgo político vaya disminuyendo en el medio plazo.**

## Riesgo Económico

**Perú es uno de los países de América Latina con menor nivel de desarrollo económico.** Más de la mitad de la población vive por debajo del umbral de pobreza. Los últimos diez años del dictador Fujimori apenas supusieron un avance en este sentido. A una primera etapa a comienzos de los 90 de progresos en la eliminación de los desequilibrios macroeconómicos, le siguió un segundo mandato caracterizado por la práctica paralización de las reformas estructurales, en especial de las privatizaciones.

Esto ha significado que su estructura económica apenas haya variado. El escaso peso del sector servicios (55% del PIB), la importante presencia de la agricultura y la pesca y su elevada dependencia de exportaciones de materias primas (principalmente cobre) son los elementos que configuran un perfil vulnerable frente a los shocks externos, tal y como sucedió en 1997. El fenómeno meteorológico "El Niño", la caída de los precios de las materias primas junto con la restricción de liquidez causada por las turbulencias de los mercados financieros internacionales provocaron rápidamente la vuelta al desequilibrio fiscal, la agudización del déficit por cuenta corriente y la recesión económica. Tras unos años de escaso crecimiento y como consecuencia de la

parálisis política, la actividad en 2001 fue prácticamente nula (0,2% de crecimiento medio).

**Tabla 1** Indicadores económicos

	12/01	01/02	02/02	03/02
<b>PIB (% a./a.)</b>	4,1	3,9	3,3	
<b>Prod. Manufact.(% a./a.)</b>	-2,1	1,5	0,3	
<b>Prod. Minera (% a./a.)</b>	27,9	26,8	19,7	
<b>IPC (% a./a.)</b>	-0,1	-0,8	-1,1	-1,1
<b>Balanza Comercial (mls.\$)</b>	-7,1	5,2		

Fuente: Datastream y Bloomberg.

Para afrontar este deteriorado panorama económico y recuperar la credibilidad de cara al exterior, el nuevo gobierno adoptó rápidamente el Marco Macroeconómico Multianual 2002-04 definido por el gobierno en funciones de Vicente Paniagua (octubre 2000 – julio 2001). El objetivo era alcanzar un crecimiento económico alto y sostenido en el medio plazo a través de la estabilidad económica, la consolidación institucional, la transparencia de la gestión pública, la promoción de la inversión privada y la racionalidad del gasto público, dando prioridad al gasto social.

Pero ante la recesión económica y el adverso escenario internacional de 2001, Toledo optó enseguida por adaptar el Marco Multianual a la situación, presentando un programa económico de reactivación económica a corto plazo. Este programa contemplaba una prudente combinación de modificación de tipos impositivos (reducción para las clases más desfavorecidas y aumento para las empresas), un fuerte impulso de las privatizaciones y una redistribución del gasto público sin olvidar la implantación de reformas estructurales. Así, este programa finalmente fue refrendado en febrero por el FMI al concederle un crédito a dos años por importe de 316 millones de dólares sin necesidad de revisar excesivamente los objetivos de déficit fiscal que en principio se manejaban.

**Tabla 2** Objetivos del FMI

	2002	2003
<b>Crecimiento</b>	3,5-4,0	5,0
<b>Inflación</b>	2,5	2,0
<b>Déficit fiscal (% PIB)</b>	1,9-2,2	1,4
<b>Déf. Cta.Cte. (% PIB)</b>	-2,3	-2,7

Fuente: FMI

A priori los objetivos se presentaban bastante ambiciosos, especialmente para 2003. Para el

presente año, el objetivo de déficit fiscal (1,9%) y el de crecimiento (3,5%-4%) serán difíciles de alcanzar. En marzo se calcula que la tasa de crecimiento del PIB se ha situado algo por encima del 3%. La debilidad del crecimiento mundial no está favoreciendo las exportaciones de materias primas (cobre y oro suponen el 30%) y tampoco es de esperar un aumento mayor de los precios. Por otra parte, la recuperación se está produciendo de forma desigual. Sólo el sector primario (minería e hidrocarburos) está registrando un mayor dinamismo con el sector minero creciendo en torno al 20%. En concreto, ya se calcula que sólo las minas de Antamina (entró en funcionamiento en septiembre de 2001) aportarán este año un 1,4% al PIB, al estar funcionando a plena capacidad.

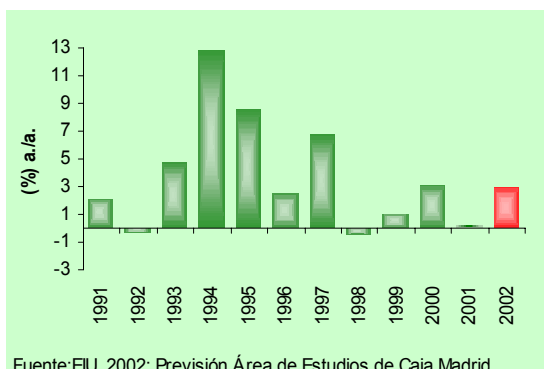
Mientras, otros sectores claves por ser intensivos en mano de obra (comercio manufacturas y servicios) siguen sin dar señales de recuperación con niveles de crecimiento anual en torno a cero. Esto está provocando un aumento de las presiones sociales y políticas sobre el gobierno exigiendo mayores medidas de reactivación. De continuar este ritmo de crecimiento, sólo la puesta en marcha del proyecto de gas natural de Camisea en la segunda parte del año puede dar un crecimiento añadido a la inversión que continúa retraída debido a la desconfianza de los empresarios. De este modo, de momento consideramos que la previsión de crecimiento para este año no superará el 3% por lo que no se cumpliría el objetivo marcado por el FMI.

En el ámbito fiscal, también existe el riesgo de que este año se sobrepase el 2% de déficit. Las elecciones regionales y municipales de noviembre pueden suponer una presión al alza del gasto, mientras que el ritmo de inversión pública debería reducirse a la mitad del registrado en el primer trimestre, algo políticamente muy negativo de cara a las elecciones. Y además los ingresos por privatizaciones están siendo inferiores a lo esperado. En el primer trimestre ha sido sólo de 10 millones de dólares cuando el objetivo para el año es de 700 millones. Así, de momento, el déficit fiscal en el primer trimestre se ha situado en el 1,6% del PIB, algo superior a lo esperado por el gobierno. Tan sólo la ortodoxia que está imprimiendo el Ministro de Economía, Pablo Kuczynski, da ciertas garantías del cumplimiento del objetivo fiscal ya que está contemplando otras vías para conseguirlo (aceleración del programa de privatizaciones o incluso aumentando impuestos).

En el lado más positivo está el objetivo de inflación. No hay temores a tensionamientos de los precios, pues la recuperación de la demanda interna no es amenazante y la capacidad de utilización de la industria apenas supera el 50%. Así, en marzo la inflación siguió marcando su nivel más bajo en 60 años (-1.1% interanual). Por lo que el objetivo del 2,5% en 2002 se puede alcanzar con comodidad.

Gráfico 1

Crecimiento del PIB



En definitiva, Toledo está tratando de dar una respuesta que combina la política económica ortodoxa exigida por los mercados con el toque populista necesario para contener la presión social. A pesar de estar tomando más medidas populistas de las previstas, el mantenimiento del ortodoxo Ministro de Economía Kuczynki garantiza la viabilidad de la recuperación económica. El aval por el momento es su compromiso personal de seguir al frente del ministerio hasta cuando sea necesario. Esto favorecerá la implantación progresiva de las reformas estructurales a medio plazo.

➔ El riesgo económico de Perú es elevado, pero debe mejorar en el medio plazo. Durante mucho tiempo el entorno económico ha estado paralizado por un marco institucional que desincentivaba las decisiones de inversión por los elevados niveles de corrupción, la connivencia entre el poder judicial y el ejecutivo, etc.

Teniendo en cuenta que Perú es un país con un enorme potencial de desarrollo y que difícilmente no mejorará el entorno para hacer negocios, sólo con un manejo conservador de política económica que evite los desequilibrios se conseguirá una mejora de la capacidad de crecimiento en los próximos años.

## Riesgo de Liquidez y Solvencia

Desde el año 1998, cuando el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó el 6,4% del PIB, se ha producido un importante descenso del desequilibrio externo (2% en 2001), ligado al estancamiento que ha experimentado el país en buena parte de los últimos años, lo que ha implicado una importante corrección de las importaciones.

Además, **el riesgo de liquidez es moderado**. Ahora mismo, la necesidad de ahorro externo<sup>1</sup> del país equivale a un 3% del PIB, porcentaje asumible teniendo en cuenta la previsible estabilidad de la inversión directa que aseguran los complejos mineros de Antamina y Camisea. Si además el ejecutivo cubre el programa de privatizaciones en sectores clave de la economía y consigue que tenga éxito su proyecto de diversificar exportaciones, el país no debería tener excesivos problemas de financiación en el medio y largo plazo. A esto se suma el elevado volumen de reservas (9,2 m.m. de dólares), cubriendo 11 meses de importaciones y excediendo ampliamente la deuda a corto plazo<sup>2</sup>.

**Sin embargo, como es el caso de otros países Latinoamericanos, Perú presenta un alto riesgo de solvencia** debido al elevado endeudamiento externo (más de 30 m.m. de dólares), pese al descenso de la carga que se consiguió con las negociaciones del Club de París y el último acuerdo Brady. Diversos indicadores reflejan esta situación:

- ✓ El ratio de la deuda externa respecto al PIB (60%) es uno de los más altos de los principales países de América Latina y muy superior a la media de la zona (44% sin considerar Argentina).
- ✓ El peso de la deuda externa respecto a exportaciones (350%) prácticamente duplica a la media de la zona.
- ✓ El servicio de la deuda (25% de las exportaciones) se encuentra en zona peligrosa.
- ✓ Sólo el Estado (que supone el 70% de la deuda) tendrá que pagar en los próximos 4

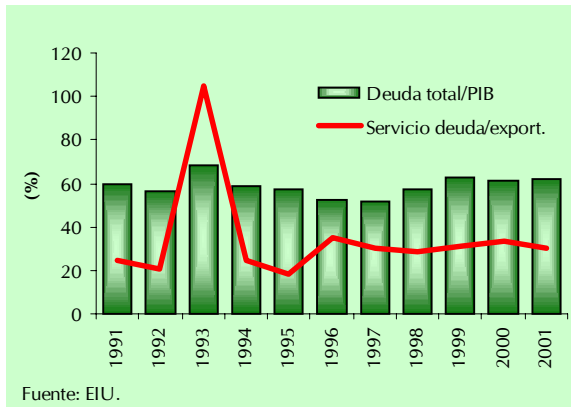
<sup>1</sup> Déficit de la balanza por cuenta corriente más pagos de principal de la deuda externa.

<sup>2</sup> La deuda a corto plazo representa un 60% de las reservas.

años alrededor de 2 m.m. de dólares para cubrir el principal más intereses de la deuda externa, lo que representa casi un 4% del PIB.

Gráfico 2

## Endeudamiento externo



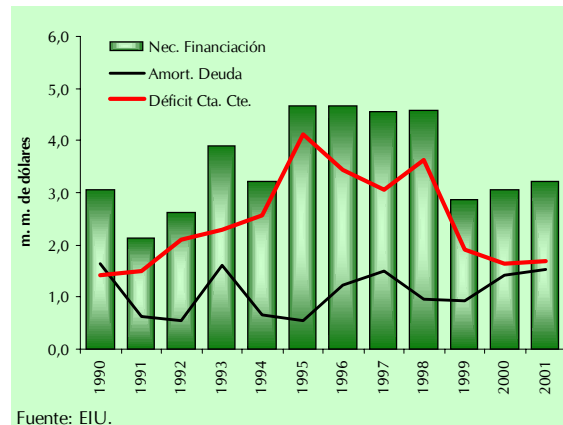
Es por ello que **una de las prioridades del ejecutivo está siendo mejorar la gestión de la deuda externa**, pues en caso contrario se podría producir una nueva restructuración de la misma. Así, la estrategia se basa en tres pilares:

- ✓ Continuar con el apoyo de organismos multilaterales bajo el cumplimiento de los compromisos con el FMI. En este sentido, tal y como se ha comentado, en febrero recibió un crédito a dos años por importe de 316 millones de dólares respaldado por el acertado programa económico 2002-04.
- ✓ Reducir el servicio de la deuda mediante negociaciones directas con las organizaciones multilaterales con quien mantiene un tercio de la deuda externa.
- ✓ Desarrollar fuentes de financiación alternativas para independizarse en un futuro de los organismos multilaterales siguiendo los precedentes de México y Chile. En el mercado interior se están realizando emisiones frecuentes. Y en el exterior, en febrero se cubrió con éxito la primera emisión en 70 años de bonos soberanos a diez años por importe de 500 millones de dólares y con un nivel de prima de riesgo de 455 p.b., prácticamente la mitad que Brasil que tiene el mismo rating. Junto a esto se realizó el canje del 30% de deuda Brady (1,2 m.m. de dólares) por bonos globales lo que ha permitido reducir el volumen de la deuda externa (en 300 millones de dólares). Esta operación conjunta ha tenido como objetivo

simplificar la gestión de la deuda externa y conseguir que cotice en el mercado internacional un volumen de deuda de 1,5 m.m. de dólares, lo que puede servir como referencia para emisores privados peruanos.

Gráfico 3

## Situación financiera



➔ **Perú es el ejemplo de un país que tiene un moderado riesgo de liquidez, pero que debe soportar la elevada carga de la deuda externa, reflejo de muchos años de irresponsable manejo de la política macroeconómica. Los primeros esfuerzos del nuevo ejecutivo se están centrando en aligerar el tributo de las obligaciones exteriores, algo que se puede conseguir teniendo en cuenta el apoyo externo que están recibiendo los nuevos gobernantes.**

## Conclusiones

La superación de la dictadura que ha sufrido el país durante los últimos 10 años debe suponer una mejora de la capacidad de crecimiento en el medio plazo. El aumento de la confianza y el apoyo internacional recibido debe implicar la recuperación del marco institucional y el fin de la trama de corrupción montada por el anterior ejecutivo. Esto supondrá un aliciente para la recuperación de la inversión. De hecho, **en un marco internacional ciertamente negativo para la zona, tanto la evolución de las primas de riesgo, como el comportamiento de la divisa o la opinión de las agencias de rating reflejan una visión optimista sobre la evolución de los riesgos internos en los últimos meses.**

Esa capacidad de mejora ya está siendo evaluada por diversos indicadores de la valoración del riesgo-país:

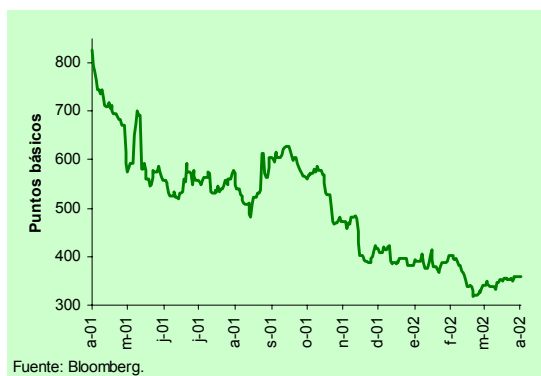
- ✓ Los mercados asignan una prima de riesgo de 360 p.b., menos de la mitad que hace un año.
- ✓ Nuestro modelo de riesgo-país califica a Perú con (52,6)<sup>3</sup>.
- ✓ Las agencias de rating revisaron ya en enero su perspectiva (S&P: BB- de estable a positiva y Moody's: Ba3 de negativa a estable). Aunque Perú continúa dentro del espectro de ratings especulativos, la calificación muestra una elevada estabilidad desde principios de 2000.
- ✓ Tanto el nivel de la deuda externa (60% del PIB), como el servicio de la misma (25% de las exportaciones) son muy elevados.
- ✓ Las políticas del gobierno están recibiendo una fuerte contestación.

En definitiva, a pesar de su elevado riesgo-país y de la delicada situación del contexto internacional, **Perú se presenta como uno de los países latinoamericanos con mayor potencial de mejora.**

El aspecto fundamental a medio plazo es recuperar la confianza de los inversores internos y externos estabilizando el panorama político tras el reciente giro hacia la democracia.

Gráfico 4

Prima de riesgo



Puntos fuertes:

- ✓ El tipo de cambio se ha apreciado desde principios de año y han aumentado las reservas.
- ✓ El riesgo político se ha reducido de manera apreciable.
- ✓ La prima de riesgo ha tenido un buen comportamiento en los últimos meses, distanciándose de la negativa evolución de Argentina o Brasil.
- ✓ El cuadro macroeconómico está bastante equilibrado.

Puntos débiles:

- ✓ Problemas estructurales como el reducido nivel de inversión (19% del PIB) o los bajos ingresos fiscales (12% del PIB).
- ✓ Las exportaciones están muy concentradas en productos primarios.

<sup>3</sup> Riesgo mínimo 0 y riesgo máximo 100.