

Reporte Semanal

Departamento de Estudios Económicos

DEL 15 AL 19 DE AGOSTO DEL 2011
Año 12 – Número 30

ENFOQUES DE LA SEMANA

ECONOMIA

- FED: Crecimiento económico considerablemente lento.
- PBI creció 6.6% durante el segundo trimestre, en línea con lo esperado.
- BCR con cautela ante sombrío panorama mundial.
- Perspectivas de política minera.



FED: Crecimiento económico considerablemente lento

Daniela Estrella
Daniela.estrella@scotiabank.com.pe

La Reserva Federal de EE.UU. (FED) continúa recurriendo a medidas nunca antes implementadas para estimular la economía en un contexto de desaceleración de la recuperación económica pero expectativas de inflación estables. Durante su última reunión de política monetaria llevada a cabo el martes pasado, la FED decidió cambiar el lenguaje respecto del tiempo en el que la tasa de interés de política se mantendrá baja mencionando que las condiciones económicas muy posiblemente garantizarán niveles excepcionalmente bajos en la tasa de interés por lo menos hasta el 2013. La FED, nunca antes en sus 98 años de funcionamiento, se había comprometido a mantener la tasa baja por un tiempo específico.

El impacto de esta medida sobre la economía sería limitada puesto que los mercados ya consideraban tasas por debajo de 0.5% para mediados del 2013 antes de que la FED lo anunciara. (Ver gráfico) De esta manera, si efectivamente esta medida no logra estimular la economía, que es lo más probable, se ratificará lo que venimos señalando desde hace unos meses atrás, que la FED parece haberse quedado sin instrumentos de política para cumplir con su doble mandato de generar las condiciones económicas para que el mercado laboral funcione a pleno empleo y mantener la estabilidad de precios.

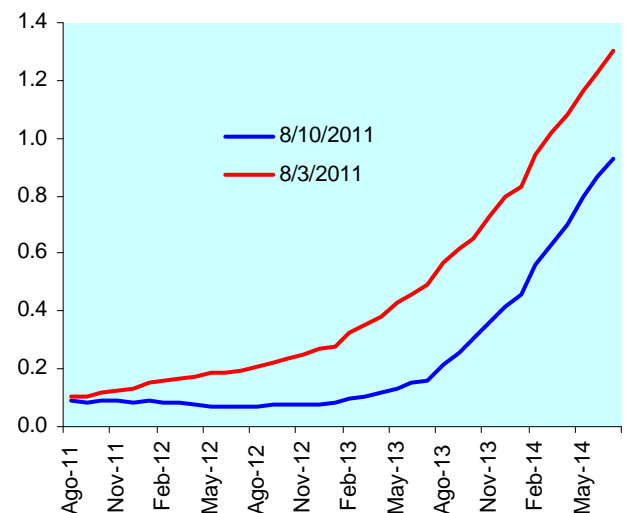
De hecho, unas de las razones del porqué la FED no se animaría a implementar un nuevo programa de expansión cuantitativa en el corto plazo y probaría otro tipo de medidas, sería justamente una inflación que está por encima de lo que la FED considera como estabilidad de precios (alrededor de 2.0% en el mediano plazo). En junio, el índice de precios del gasto del consumidor (PCE, *personal consumption expenditure*, por sus siglas en inglés), la medida de inflación preferida por la FED se mantuvo en 2.6%, su nivel más alto desde noviembre del 2008. De esta manera, mientras no se observen expectativas deflacionarias y precios a la baja, la FED no tendría cómo justificar un nuevo paquete de expansión cuantitativa de liquidez (QE3), tal como el que implementaron en noviembre del año pasado con la compra de US\$600 mil millones en bonos del tesoro. Las compras se completaron a finales de junio de este año y durante ese mes se anunció que continuarían reinvertiendo los pagos del principal que reciben conforme van madurando sus activos (Bonos del Tesoro, *Mortgage Backed Securities* y deuda de agencias federales) con el objetivo de mantener la hoja de balance estable en alrededor de US\$2.7 billones.

Por tanto, ante la dificultad que enfrenta la FED para implementar un QE3 en la actualidad, Ben Bernanke, presidente de la FED, mencionó en la conferencia de prensa de su reunión de política monetaria en junio tres instrumentos a los que podrían recurrir. Podrían realizar

nuevas compras de activos y estructurarlos en distintas maneras (plazos), podrían recortar la tasa de interés que se le paga al encaje voluntario de los bancos y, por último, podrían dar mayor orientación sobre el tiempo en el que la hoja de balance y tasa de interés se mantendría en los niveles actuales cambiando la frase de "periodo prolongado de tiempo" por una posible fecha.

Esta última opción fue utilizada en agosto para la tasa de política monetaria (dar una fecha fija). Así, podríamos esperar que si los indicadores económicos continúan siendo negativos, los *commodities* (petróleo y soft) continúan corrigiendo y los mercados bursátiles siguen a

EXPECTATIVAS DE MERCADO DE LA TASA FED (futuros, %)



Fuente: Bloomberg

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

la baja, la FED recurrirá a algunas de las medidas mencionadas en junio. La más probable en el corto plazo parece ser algún anuncio ligado al nivel actual de la hoja de balance, ya sea una fecha aproximada de hasta cuando se mantendrá en ese nivel o un cambio en la estructura de sus instrumentos hacia una mayor duración.

Además, la división al interior de la FED también podría dificultar una decisión respecto de una mayor expansión de liquidez en el corto plazo. En la reunión de agosto, tres directores, Fisher, Kocherlakota y Plosser, votaron en contra de la decisión de cambiar el lenguaje. Eventualmente, cuando las expectativas de inflación empiecen a caer y a elevar el riesgo deflacionario, los directores se alinearían para implementar un QE3. Esto podría suceder quizás a fin de año si la economía mundial, principalmente EE.UU. y Europa, continúan desacelerándose.

Es poco probable que vaya a implementarse una política que demostró ser inflacionaria como el QE2 en un contexto de inflación elevada. Así, la FED arriesgaría uno de sus mandatos para beneficiar sólo a los mercados bursátiles con mayor liquidez, puesto que el QE2 demostró no ser efectivo en estimular el mercado laboral. Por tanto, la FED pondría en riesgo su credibilidad tanto a nivel local como internacional si decide implementar un QE3 en un contexto no deflacionario.

PBI creció 6.6% durante el segundo trimestre, en línea con lo esperado

Pablo Nano
pablo.nano@scotiabank.com.pe

El Producto Bruto Interno (PBI) registró un crecimiento de 5.3% en junio, acumulando una expansión de 6.6% durante el segundo trimestre del año (2T11). Asimismo, la actividad económica registró un crecimiento de 7.7% durante el primer semestre (1S11) y de 8.5% en los últimos 12 meses finalizados en junio, según datos oficiales del INEI.

El resultado de junio estuvo por debajo del 6% estimado por nosotros y del 6.1% estimado por el promedio de analistas. Sin embargo, la expansión del 2T11 estuvo casi en línea con nuestro estimado de 6.5% (ver reporte del 18/07/11).

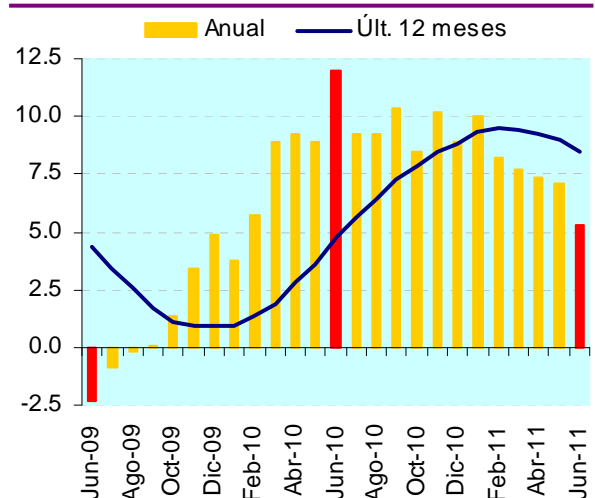
El menor ritmo de crecimiento del PBI respecto de los meses precedentes se debió principalmente a:

- *Una caída del sector Construcción, por primera vez en dos años (ver gráfico).* Luego de haber mostrado bajas tasas de expansión desde febrero, la actividad constructora mostró una contracción de 2.8% debido principalmente a: i) la caída de la inversión pública; ii) la desaceleración de la inversión privada en el sector inmobiliario como resultado del ruido político; iii) la restricción en el otorgamiento de licencias de construcción; y iv) un efecto estadístico negativo pues este sector creció 22% en junio del 2010.
- *Una desaceleración de la Manufactura No Primaria.* Este subsector mostró una expansión de 3.5% -su menor tasa desde enero del 2010-, lo que contrasta con las tasas de dos dígitos registradas hasta marzo. Lo anterior si bien se explica en parte por un efecto estadístico -este subsector creció 24% en junio del 2010- también obedece al menor ritmo de actividad de algunas ramas vinculadas al sector construcción y a la producción de bienes de capital.
- *Un menor dinamismo de los sectores primarios.* En junio estos sectores en su conjunto registraron una caída de 1.1% comparado con el crecimiento de 1.5% de mayo. Esta evolución estuvo sustentada básicamente en la caída de la Minería (-10.3%), que completó 12 meses consecutivos de evolución negativa, como respuesta tanto a la explotación de zonas de menor ley como a la disminución de reservas ante la dificultad para iniciar nuevos proyectos.

Sectores que lideraron el crecimiento

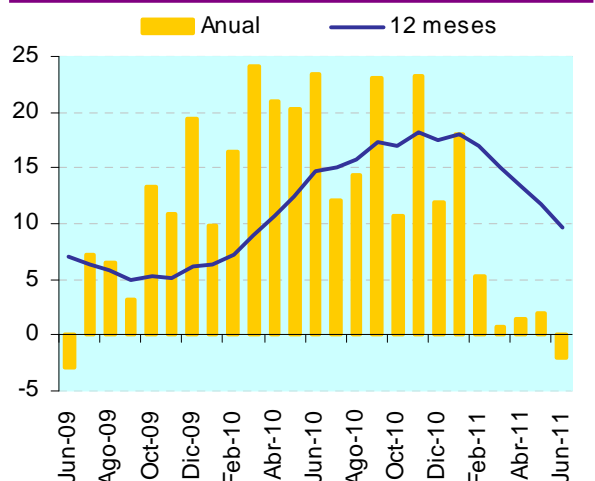
- *El sector Comercio creció 8.4%*, reflejando que el consumo privado continuó firme a pesar de la mayor incertidumbre asociada al ciclo electoral. Resaltaron las mayores ventas minoristas, en especial electrodomésticos, producto de la campaña del Día del Padre y la Copa América de Fútbol.
- *El sector Servicios en conjunto se expandió 8.8%.* A nivel desagregado resaltó la expansión del sector Transportes y Comunicaciones (+10.9%), en particular por el mayor tráfico de llamadas de telefonía móvil debido a las promociones de los operadores. Asimismo destacó el auge del rubro Restaurantes y Hoteles (+9.3%), lo que se debió al sostenido crecimiento del consumo privado y al dinamismo del turismo receptivo, respectivamente.

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación % anual y últimos 12 meses)



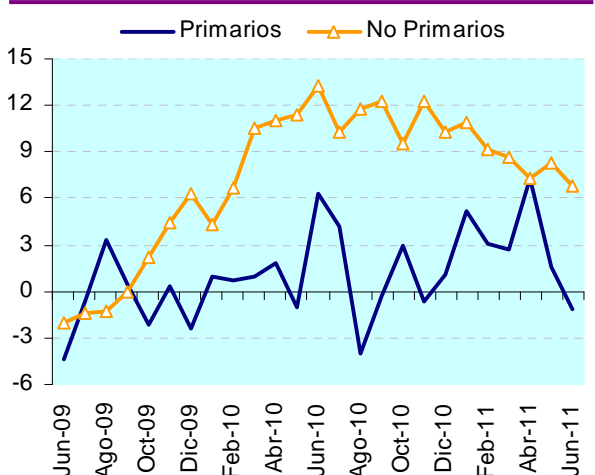
Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

SECTOR CONSTRUCCIÓN (Variación % anual y últimos 12 meses)



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

PBI. SECTORES PRIMARIOS Y NO PRIMARIOS (Variación porcentual anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Perspectivas

Los indicadores adelantados publicados para julio indican que el PBI continuaría mostrando una desaceleración en línea con lo estimado previamente.

- *Los despachos locales de cemento* alcanzaron 653 mil TM, su nivel más alto desde marzo, según la Asociación de Productores de Cemento (Asocem). A pesar de ello, mostró una caída de 2.4% respecto a julio del 2010. Asimismo, las importaciones bordearon las 8,400 TM (-60%), lo que habría contribuido a que el sector Construcción haya cerrado negativo en julio, por segundo mes consecutivo, con una caída cercana a 4%.

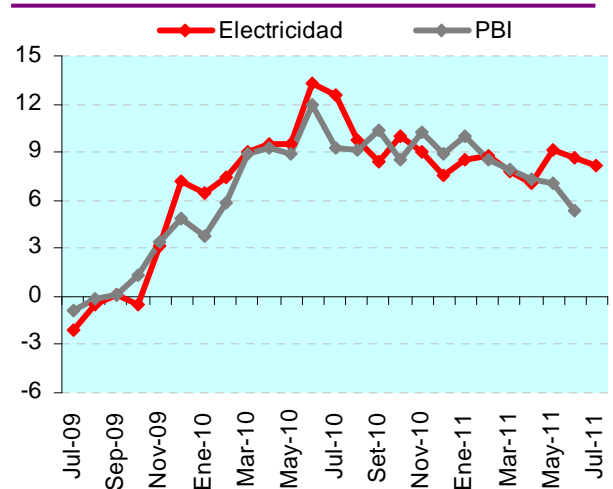
- *La producción de energía eléctrica* -un proxy de la actividad económica- aumentó 8.2% en julio, tasa ligeramente menor al 8.5% de junio, según estadísticas del Ministerio de Energía y Minas.

- *Las importaciones* ascendieron a US\$3,079 millones, aumentando 17% respecto a julio del 2010, según Sunat. Este monto constituyó una importante desaceleración respecto del incremento de 38% registrado en junio. Sin embargo superó los tres mil millones de dólares por cuarto mes consecutivo (ver gráfico).

- *La producción de hidrocarburos* creció 14%, gracias a la mayor extracción de gas natural (42%) debido al aumento de la demanda de gas para exportación y para las centrales termoeléctricas. Esta variación fue ligeramente menor respecto al 18% registrado en junio.

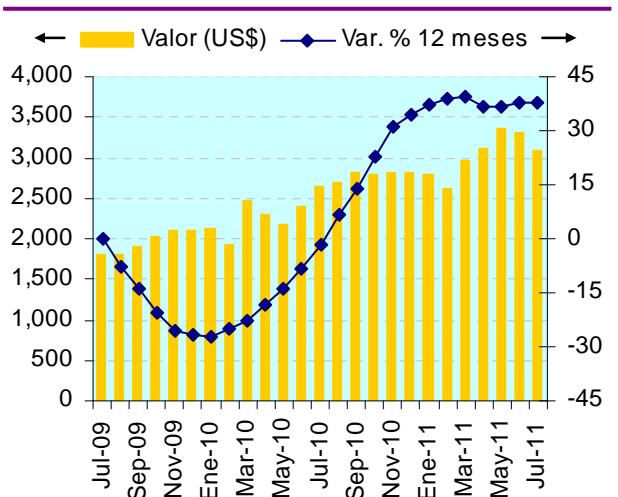
En conclusión, prevemos que la desaceleración de la economía se acentúe durante el tercer trimestre del año debido a los factores anteriormente explicados (ver reporte del 18.07.11) Así, el menor ritmo de crecimiento de la inversión privada registrada a partir del 2T11 -producto del ruido político asociado al cambio de gobierno-, la desaceleración del gasto fiscal mayor a la esperada -que se empezaría a revertir de manera más significativa a partir del 4T11- y un efecto estadístico negativo -el PBI creció 9.6% en el 3T10- nos llevan a estimar un crecimiento del PBI de alrededor de 5% para el 3T11, en línea con nuestro estimado de expansión del PBI de 6.2% para el año 2011.

PBI Y PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD (Variación porcentual anual)



Fuente: MEM, COES Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES (En millones de US\$ y var. % últimos 12 meses)



Fuente: Sunat Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

BCR con cautela ante sombrío panorama mundial

Mario Guerrero
 Mario.Guerrero@scotiabank.com.pe

En su reunión del último 11 de agosto el directorio del BCR optó por mantener la tasa de interés de referencia en 4.25%, como esperaba el mercado, por tercer mes consecutivo.

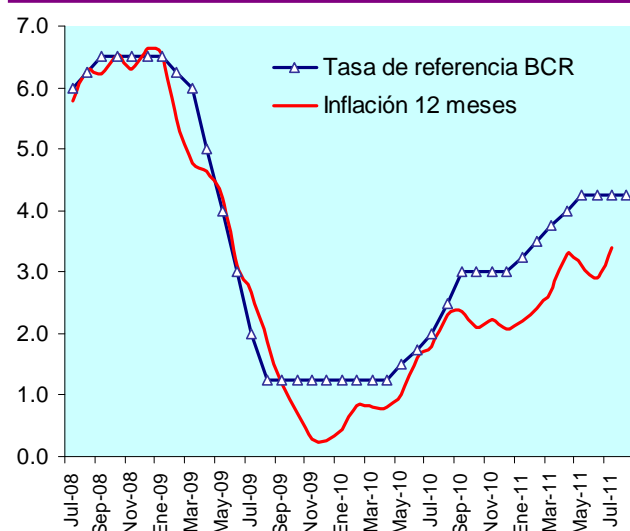
El sombrío panorama mundial, caracterizado por una desaceleración económica con crecientes probabilidades de convertirse en recesión, primó en la decisión del BCR.

En su comunicado, el BCR enfatizó que "los indicadores de actividad de la economía mundial muestran signos de debilidad y de mayor incertidumbre por la rebaja de la calificación de la deuda de Estados Unidos y la persistencia de riesgos sobre la situación fiscal de algunos países industrializados".

A diferencia de lo sucedido en el primer semestre del año, en que las presiones inflacionarias y la desaceleración económica local fueron los principales factores de decisión, en adelante, el contexto externo tomaría una mayor ponderación en la decisión sobre el futuro de las tasas de interés.

En el ámbito internacional, otros bancos centrales de países productores de *commodities* como Australia, Nueva Zelanda, Noruega, Canadá e Indonesia mantuvieron también sus tasas de interés. Chile posiblemente haría lo mismo en estos días. No obstante en países como Brasil, India, China y Colombia las autoridades siguieron elevando sus tasas de interés ante las persistentes presiones inflacionarias.

INFLACION Y TASA DE INTERES DE REFERENCIA (En %)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

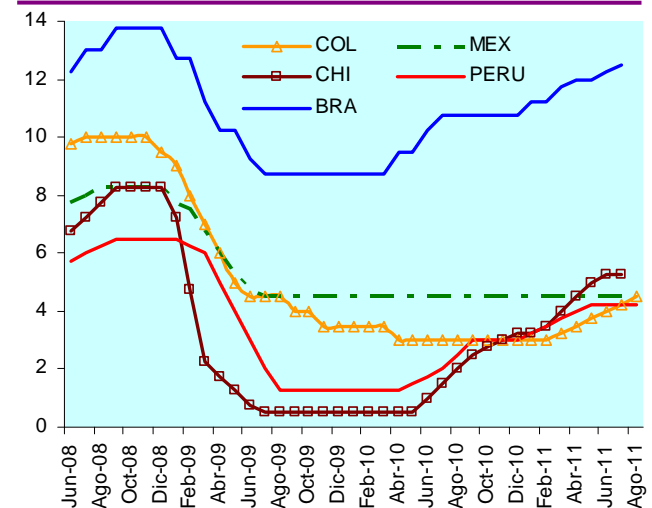
Con el riesgo de una desaceleración económica más extendida se prevé una menor agresividad de las políticas monetarias en lo que resta del año, e incluso que las mismas se tornen expansivas en el futuro, dependiendo de la magnitud en que la economía se desacelere y de la continuidad de las presiones inflacionarias.

Los factores locales

El ritmo anual de inflación se aceleró de 2.9% en junio a 3.4% en julio, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango objetivo (3%) debido principalmente al alza de los precios avícolas, los mismos que han corregido durante las últimas tres semanas.

La inflación subyacente, que refleja el comportamiento de aquellos precios sensibles a la política monetaria, no obstante también continuó en aumento, pasando de un

TASAS DE INTERES EN AMERICA LATINA (En %)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

ritmo anual de 3.0% en junio a 3.2% en julio, ubicándose también temporalmente por encima del rango, debido a que incorpora los precios avícolas. Una medida más ácida, como la inflación sin alimentos y energía, se mantuvo en un ritmo anual de 2.0% en julio, reflejando la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Nuestra previsión es que el ritmo anual de inflación en agosto se mantenga ligeramente por encima del límite superior del rango objetivo (3%).

La actividad económica continuó en una fase de desaceleración en junio con un crecimiento de 5.3%, menor al esperado y por debajo del 7.1% registrado en mayo. Según el BCR, los indicadores adelantados, como electricidad, importaciones de bienes de capital y compras de insumos industriales, muestran un crecimiento menor respecto a los meses anteriores.

Nuestras proyecciones apuntan a un crecimiento de 6.2% para fines de año, menor al crecimiento de 8.8% del 2010.

La Política Monetaria en adelante

La siguiente sesión para definir el Programa Monetario se llevará a cabo el 8 de setiembre. Para ese entonces, el Directorio evaluaría entre otros factores:

- i) Un menor crecimiento mundial, con la posibilidad de que el riesgo de recesión en EE.UU. siga en aumento.
- ii) Menores presiones inflacionarias, en función que precios claves de *commodities*, como petróleo e insumos alimenticios (soya, trigo, maíz), continúen descendiendo.
- iii) Una inflación local relativamente baja en agosto, producto de la reversión de factores estacionales y del descenso de los precios avícolas.
- iii) Menores precios de combustibles internos (gas)

El gobierno ha anunciado su intención de reducir el precio del balón de gas para el mes de setiembre, mientras que el ministro de Economía ha señalado que se mantendrá el mecanismo del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles, con la posibilidad de realizar ajustes para el próximo 22 de agosto. De continuar el precio del petróleo por debajo de USD 89/barril, tales ajustes implicarían menores precios internos.

Bajo este escenario el BCR mantendría su tasa de interés de referencia en 4.25% en setiembre.

DECISIONES DE POLITICA MONETARIA (Países seleccionados)

	Set-09	Ultima	Var (p.p.)	Ult. decisión	Var (p.p.)
Productores de commodities					
Chile	0.50	5.25	475	14-Jul	sin cambios
Brasil	8.75	12.50	375	20-Jul	+25pbs
India	4.75	8.00	325	26-Jul	+50pbs
PERU	1.25	4.25	300	11-Ago	sin cambios
Israel	0.75	3.25	250	25-Jul	sin cambios
Tailandia	1.25	3.25	200	13-Jul	+25pbs
Australia	3.00	4.75	175	02-Ago	sin cambios
Corea	2.00	3.25	125	10-Jun	+25pbs
China	5.31	6.56	125	05-Jul	+25pbs
Noruega	1.25	2.25	100	10-Ago	sin cambios
Canada	0.25	1.00	75	19-Jul	sin cambios
Hungría	5.25	6.00	75	05-Jul	sin cambios
Colombia	4.00	4.50	50	29-Jul	+25pbs
Indonesia	6.50	6.75	25	12-Jul	sin cambios
Nueva Zelanda	2.50	2.50	0	28-Jul	sin cambios
Rusia	10.50	8.25	-225	03-May	+25pbs
Turquía	9.75	5.75	-400	04-Ago	-50pbs
Países desarrollados					
Eurozona	1.00	1.50	50	04-Ago	sin cambios
EE.UU.	0.25	0.25	0	09-Ago	sin cambios
Reino Unido	0.50	0.50	0	04-Ago	sin cambios
Japón	0.10	0.10	0	04-Ago	sin cambios
Suiza	0.75	0.25	-50	03-Ago	-50pbs

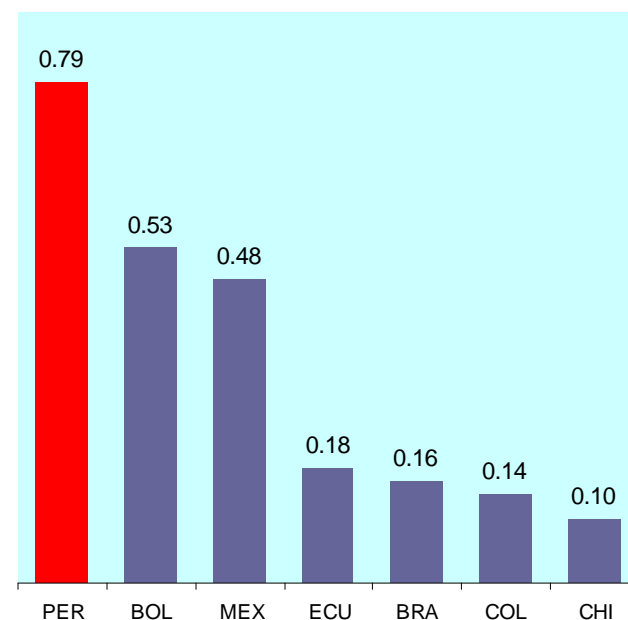
Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

El último episodio de shock externo se registró en el cuarto trimestre del 2008 y desde ese entonces el BCR ha fortalecido y ampliado la gama de instrumentos disponibles. Entre los más importantes:

- Las reservas internacionales crecieron 54%, aumentando USD 16,934 millones, hasta un saldo actual de USD 48,130 millones, equivalentes al 30% del PBI, cobertura que supera a la de Brasil, Chile, Colombia y México.
- La tasa de interés de referencia era negativa en términos reales (la tasa de interés era de 6.5% con una inflación de 6.7%), a diferencia de hoy en que la tasa de interés real es positiva (4.25% con una inflación de 3.4%)
- El encaje mínimo legal en soles y dólares se encontraba en 9%, nivel similar al actual, así como los encajes marginales en soles para residentes (25%) y no residentes (120%).
- El encaje marginal en dólares se encontraba en 49% a diferencia del 55% actual.
- El encaje para créditos externos de corto plazo se encontraba en 49%, a diferencia del 60% hoy

El BCR cuenta con espacio suficiente para utilizar de manera holgada sus instrumentos de política monetaria a fin de contrarrestar los posibles efectos nocivos que podría acarrear una recesión mundial.

INFLACION EN AMERICA LATINA: JULIO 2011 (En %)



Fuente: Institutos de Estadística, Reuters, EE-Scotiabank

Perspectivas de política minera

Erika Manchego
erika.manchego@scotiabank.com.pe

La política minera del nuevo gobierno enfrentaría una serie de retos en los próximos 5 años. Algunos de los temas principales incluyen la consulta previa, el ordenamiento territorial, el impuesto a las sobreganancias, los conflictos sociales, la renegociación de contratos de estabilidad y el cuidado ambiental.

La forma de manejar estos temas y las decisiones que se tomen tendrán implicancias para la inversión en el sector, con lo cual podría determinar la ruta de la minería durante más de una década.

Es probable que este gobierno tenga una posición más firme en defender los intereses del Estado y las condiciones de contratos futuros con el sector privado. Asimismo, como parte de la política de inclusión social se buscaría dar mayor peso político a las comunidades a través de la consulta previa y el ordenamiento territorial.

Consulta Previa. En mayo del 2010, el Congreso aprobó la ley de consulta previa, pero ésta fue observada por el Ejecutivo en junio del mismo año. Entre otras observaciones, el Estado consideró que el texto debía especificar que, si en el proceso de consulta no se llegaba a un acuerdo o consentimiento con las comunidades, esto no debería impedir que el Estado decida la ejecución de una medida si consideraba que se estaba privilegiando el interés de la nación.

Actualmente, la ley de consulta previa está en el Congreso pendiente de ser debatida. Esta ley se enmarca dentro del Convenio 169 de la Organización Internacional de Trabajo (OIT) que establece que los pueblos indígenas y tribales deben ser consultados por el gobierno cada vez que se prevean medidas legislativas o administrativas que los afecten directamente. Por ser un tratado internacional ratificado por el Estado, el Convenio 169 tiene fuerza de ley desde 1995, sin embargo la consulta previa aún no ha sido aplicada porque no existen normas que la regulen internamente.

Al igual que el Perú, varios países han ratificado el Convenio 169 otorgándole fuerza de ley, pero son pocos los que han hecho avances con la implementación de la consulta previa.

Colombia y Bolivia son los países de la región que han desarrollado más la regulación de la consulta previa. Sin embargo, por diversos factores el proceso de consulta no es siempre exitoso.

Una primera complicación radica en la identificación de grupos indígenas. En Colombia, existen 84 grupos étnicos oficialmente reconocidos, pero según el Informe Anual de la Comisión Interamericana de Derechos Humanos habría hasta 102 pueblos indígenas. En el Perú, está pendiente que el Ministerio de Cultura determine cuales son las poblaciones que tienen la categoría de comunidades indígenas. En la práctica se podría generar un conflicto si alguna comunidad que no es reconocida por el Ministerio de Cultura considera que tiene el derecho a la consulta previa.

Mientras tanto el Instituto Geológico, Minero y Metalúrgico (Ingemmet) ha suspendido el otorgamiento de 1,000 concesiones mineras hasta que el Ministerio de Cultura resuelva este tema pendiente.

Otro factor que ha sido causa de conflictos en Colombia ha sido la realización de las consultas con personas que no tienen representación legítima de las comunidades. Esta situación se podría repetir en el Perú si no se prevén medidas para identificar a los representantes de cada comunidad, lo que podría ser fuente de más conflictos.

La identificación de los casos en los que se debe realizar la consulta también ha sido motivo de discusión en varios países. El Convenio 169 de OIT considera que los pueblos indígenas deben ser consultados “antes de emprender o autorizar cualquier programa de prospección o explotación”. Pese a ello, en Colombia la consulta previa sólo es aplicable para la explotación. Sin embargo, una sentencia de la Corte Constitucional colombiana en el 2009 ha determinado que la consulta también se debe realizar antes de una actividad de exploración.

En el Perú, algunos empresarios están planteando que la consulta se realice antes de la explotación, debido a que primero se tiene que encontrar un recurso y esto se da solo después de haber otorgado la concesión y realizado actividades exploratorias, por lo que no tendría ningún sentido realizar la consulta con las comunidades antes de la concesión. Aunque, de acuerdo a la experiencia internacional y según el último reporte de conflictos sociales de la Defensoría del Pueblo, muchos de los conflictos socio-ambientales se han generado incluso durante la fase de exploración de las concesiones mineras, por preocupaciones referentes a la contaminación de los suelos y del recurso hídrico.

La norma de OIT, considera que los pueblos indígenas pueden participar en la formulación y evaluación de los planes de desarrollo que los puedan afectar, lo que podría reducir la incidencia de conflictos sociales. Pero OIT también menciona que los pueblos no tienen derecho a vetar un proyecto. En ninguno de los países de la región donde se ha reglamentado la consulta previa se ha vinculado al inicio de un proyecto. El ministro del ambiente, Ricardo Giesecke, ha señalado que el resultado de la consulta no es necesariamente vinculante porque pueden haber muchas posiciones. Esto está en línea con lo que ocurre en los demás países de la región.

Finalmente, el problema principal con la implementación de la consulta previa es lograr que se lleve a cabo cada vez que sea necesario. Existen varios casos a nivel internacional en los que a pesar de que la consulta previa está normada, no se realizó, provocando conflictos sociales.

Ordenamiento Territorial. Durante el mensaje presidencial de 28 de julio, el presidente Ollanta Humala anunció que se harían avances en la política de ordenamiento territorial que permitirá establecer de manera participativa el uso racional del territorio peruano.

Durante los últimos 10 años, el Perú ha estado haciendo avances en este aspecto. El proceso actual establece que primero se debe realizar la zonificación ecológica económica (ZEE) y luego iniciar el plan de ordenamiento territorial, entendido como el proceso que busca lograr el ocupamiento idóneo del espacio territorial.

Una de las regiones que ha avanzado en la elaboración de su ZEE es Cajamarca, aún no se ha aprobado pero ya es motivo de problemas. El Grupo Norte – consorcio integrado por las mineras Yanacocha, Gold Fields, Lumina Copper, La Zanja, Coimolache, entre otras – como parte de los actores interesados estuvo participando en el proceso de ZEE, pero en octubre del 2010 retiraron su participación por considerar que el ZEE era muy conservacionista. Esto provocó que la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP) también retirara a su representante técnico por considerar que el proceso no estaba siendo llevado de forma adecuada.

El proceso de ordenamiento territorial no será una tarea fácil, el método de definición territorial será clave. El riesgo es que un sesgo antiminerero preexistente en algunas poblaciones podría reducir el ámbito de actividad minera más allá de lo razonable en base a criterios técnicos de costo – beneficio. Pero, no tomar en cuenta estas opiniones podría convertir al propio proceso de ordenamiento territorial en causante de nuevas protestas sociales.

En este aspecto el gobierno enfrentará dos retos principalmente: lograr que el ordenamiento sea objetivo y una vez que ello se haya logrado, que sea respetado por todos los actores involucrados.

Minería Informal. El principal problema ambiental proviene de la minería informal. El anterior ministro de ambiente, Antonio Brack, inició una política de combate a la minería informal en Madre de Dios destruyendo dragas. No es claro si el actual ministro seguirá con estas medidas. Lo que sí ha planteado es reforzar los mecanismos de control sobre la minería informal puesto que actualmente los organismos fiscalizadores no estarían diseñados para hacerle frente.

Impuesto a las sobreganancias. Si bien aún no se ha definido el esquema para este impuesto, se conoce que el gobierno viene coordinando con las empresas mineras para llegar a un acuerdo que resulte aceptable para ambas partes. Es decir, que la carga tributaria sea la suficiente para cubrir las expectativas de recaudación del Estado pero sin quitarle competitividad a las empresas mineras ni desalentar la inversión. Por el momento solo se conoce que el impuesto gravaría la utilidad operativa, de manera similar al esquema chileno, tal como lo indicó el ministro de economía y finanzas, Miguel Castilla.

Asimismo, Castilla ha señalado que el mecanismo permitiría corregir la distorsión por la que las empresas más rentables tienen menor carga efectiva y viceversa. Esto lleva a suponer que también se diferenciarían tasas para cada nivel de margen operativo como en el sistema chileno. Según este modelo, las empresas más rentables pagan más impuestos, con lo que el sistema sigue siendo válido en caso que los precios de los metales disminuyan.

A diferencia de Chile - que es productor básicamente solo de cobre - el Perú es un país polimetalico. Los márgenes operativos varían para productoras de metales industriales y preciosos, para minería en socavón y en tajo abierto, lo que hace más compleja la tarea de aplicar un sistema parecido al chileno a nuestra realidad.

Conflictos Sociales. Según el Ministerio de Energía y Minas (MINEM), los conflictos sociales han bloqueado proyectos por US\$ 3,800 millones en los 10 últimos años.

Para los próximos 10 años, la inversión calculada por el MINEM es de US\$ 42,451 millones, parte de esta inversión podría verse comprometida en conflictos con el consecuente retraso o incluso la prohibición definitiva de los proyectos.

Los conflictos sociales vienen cobrando mayor importancia. Según el último reporte de conflictos sociales de la Defensoría del Pueblo existen 60 conflictos socio-ambientales relacionados a la minería, de los cuales 52 están vinculados a actividades de minería formal.

Dado que el Estado ha tenido una historia de ceder ante las demandas presentadas en protestas violentas existe cierto riesgo de que las protestas se extiendan en el país, restringiendo el ámbito de la minería.

Aún no se conoce cuales serán las medidas que tomará el Estado para manejar el tema de los conflictos sociales. Implementar la consulta previa, el ordenamiento territorial y elevar la carga tributaria no serían necesariamente suficientes para solucionar el problema y pueden generar, incluso, nuevos riesgos de conflictos si no se manejan con cuidado. El problema de los conflictos sociales es complejo porque algunas veces se esconden detrás de ellos intereses para desarrollar actividades ilegales como el contrabando y el narcotráfico, agendas políticas locales y temas de poder local, etc.

Contratos de Estabilidad. El gobierno ha señalado que respetará los contratos suscritos por el Estado, pero que buscará renegociarlos.

Actualmente existen 17 contratos de estabilidad vigentes, según los cuales no se podría aplicar un nuevo impuesto a los proyectos mineros contenidos dentro de estos contratos por contar con estabilidad tributaria.

CONTRATOS DE ESTABILIDAD

Empresa	Proyecto	Inicio	Fin
Soc. Min. Refinería Cajamarquilla	Cajamarquilla	1997	2011
Minera Yanacocha	Maqui Maqui	1997	2011
Minera Barrick Msquichilca	Pterina	1998	2012
Cia Minera Milpo	Amp. El Poverir	2003	2012
Sociedad Minera Cerro Verde	Lixiviación Cerro Verde	1999	2013
Minera Yanacocha	Cerro Yanacocha	2000	2014
Cia Minera Sipan	Sipan	2000	2014
Minera Antamina	Antamina	2001	2015
Cia Minera Ares	El Exploradr	2007	2016
Minera Aurífera Retamas	Mna Retamas	2008	2017
Xstrata Tintaya	Oxidos de cobre	2004	2018
Minera Yanacocha	La Quirua	2004	2018
Minera Barrick Msquichilca	Alto Chicama	2006	2020
Cia Minera Milpo	Cerro Lindo	2007	2021
Cia Minera Bateas	Caylloma	2007	2022
Cia Minera Ares	Arcata	2007	2022
Minera Chinalco	Toromochu	2012	2027

Fuente: Minem, Reportes de empresas

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

El hecho de respetar los contratos es una señal que busca la confianza pero hace surgir la interrogante de si hay alguna forma en la que el gobierno pueda incentivar a sus contrapartes a renegociar efectivamente los contratos.

Una forma de incentivar a las empresas que gozan de contratos de estabilidad es imitar la fórmula chilena que otorga a estas empresas la posibilidad de acogerse al nuevo régimen a cambio de una extensión en el plazo de estabilidad.

Otra forma sería plantear el impuesto bajo otro concepto, algo similar a las regalías, que no son consideradas como tributos y que dejaría abierta la posibilidad de que se exija el pago incluso a las empresas que cuentan con estabilidad tributaria.

Dadas las señales del gobierno de querer renegociar los contratos, lo más probable es que se opte por la primera alternativa.

Postura de empresas mineras. Aunque en un primer momento hubo nerviosismo entre los inversionistas, el discurso moderado del presidente y de las autoridades que ocupan puestos claves para el sector han disipado estos temores.

Algunas compañías mineras han confirmado sus inversiones después de las elecciones e incluso se han mostrado de acuerdo en incrementar sus aportes al gobierno – recomendando que el nuevo impuesto a las sobreganancias grave a la utilidad.

Entre las empresas que han confirmado sus inversiones figuran Southern que ha dado luz verde a una inversión de US\$ 2,600 millones, que incluyen el proyecto Tía María y ampliaciones en Cuajone y Toquepala. Asimismo, Buenaventura y Newmont ha aprobado una inversión de US\$ 4,800 millones para el proyecto Minas Conga. Mientras que Zincore Metals y Xstrata también han manifestado que seguirán con sus planes de inversión.

Muchas empresas mineras parecen estar más cómodas frente al nuevo gobierno. Sin embargo, no se han disipado totalmente las preocupaciones en términos de estabilidad de las reglas de juego y cambios de las condiciones de competitividad.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS				
	2008	2009	2010	2011 ^{1/}
Sector Real (Var. % real)				
Producto Bruto Interno	9.8	0.9	8.8	7.0
VAB Sectores Primarios	20.2	1.0	0.9	4.2
VAB Sectores No Primarios	10.4	0.8	10.4	7.5
Demanda Interna				
Consumo privado	12.3	-2.9	12.8	8.3
Inversión Privada ^{2/}	8.7	2.4	6.0	5.7
	25.6	-15.2	22.1	15.2
PBI (US\$ miles de millones)	127.7	127.2	153.9	170.9
PBI per cápita (US\$)	4,403	4,310	5,224	5,734
Como % del PBI				
Inversión Bruta Fija	25.7	23.0	25.1	27.4
Privada ^{2/}	21.5	17.7	19.2	21.5
Pública	4.2	5.3	6.0	6.0
Exportaciones	27.6	24.0	25.7	23.5
Importaciones	26.9	20.4	22.8	23.0
Precios y tipo de cambio				
Inflación anual (%)	6.7	0.3	2.1	3.5
TC promedio (S/. por US\$)	2.92	3.01	2.83	2.75
Sector Externo (US\$ millones)				
Balanza en cuenta corriente	-4,723	386	-2,315	-3,924
(% del PBI)	- 3.2	0.2	- 1.5	- 2.3
Balanza Comercial	3,090	5,874	6,750	7,259
Exportaciones de bienes	31,529	26,885	35,565	40,955
Importaciones de bienes	28,439	21,011	28,815	32,627
Reservas Internacionales Netas	31,196	33,136	44,105	49,850
Flujo de RIN del BCRP	3,169	1,940	10,970	5,745
Sector Fiscal (% del PBI)				
Resultado Económico del SPNF	2.3	-1.9	-0.6	0.4

^{1/} Proyección. ^{2/} No incluye variación de existencias. Fuente: BCR y Estudios Económicos-Scotiabank

DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por el autor sobre la base de información pública disponible. El presente informe no constituye asesoría en inversiones ni contiene, ni debe ser interpretado, como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto a cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar el mismo ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada por un inversionista respecto de los valores o productos financieros que se analizan.



Mercado de Capitales

Hubert de la Feld Picard *Gerente General Adjunto* **211-6810**

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Macroeconomía / Análisis Sectorial / Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 16557
Daniela Estrella Morgan	<i>Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 16661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 16487
Erika Manchego Chavez	<i>Minería / Commodities</i>	211-6000 ax. 16558
James Paul Donayre	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 16851

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
Enrique Pizarro	<i>Head Trader</i>	202-2721
Oscar Dasso	<i>Trader de Inversiones</i>	440-6460
Gladys Huamán	<i>Trader Mesa de Dinero e Inversiones</i>	440-9001
Juan Manuel Meneses	<i>Head Trader Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Erika Seminario	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Katherina Centeno	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Zoila Pardo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Catalina Sarda	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411
Giannina Mostacero	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 16411

Trading

Fernando Suito	Gerente Trading	202-2712
Luis Buckley	<i>Trader de Renta Fija</i>	211-6000 ax. 16570
Gianni Devercelli	<i>Trader de Tipo de Cambio</i>	211-6000 ax. 16570



Martin Palmer Bardales	Gerente General
Julio Mavila Raaijen	<i>Head Trader</i> 441-2788
Juan Bruno Calle Mendez	<i>Jefe Comercial</i> 440-5137
Rosa Torres-Belón Cannon	<i>Broker</i> 211-5913
Paul Figueroa Mantero	<i>Jefe de Research</i> 211-6040



Aurelio Díaz	Gerente General	211-6726
Paul Rebolledo	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6000 ax. 16201
Isaac Figueroa	<i>Trader</i>	202-2750