

que significaría la entrada en vigencia de acuerdos comerciales y la ejecución de diferentes proyectos en diversos sectores. En particular, esta proyección asume que estarían comenzando los trabajos en proyectos importantes como Camisea II (sur del país), Toromocho (Junín), Río Blanco (Piura), Minas Conga (Cajamarca), Lote 67 (Amazonas), Planta de Fosfatos de Bayóvar (Piura), entre otros.

### Cuenta financiera

66. Durante el primer semestre, la cuenta financiera de la balanza de pagos se caracterizó por un fuerte incremento en el flujo de recursos externos por conceptos de inversión directa y de desembolsos de largo plazo del sector privado consistente con el dinamismo de la actividad económica. En particular, esta mayor afluencia de capitales se vio contrarrestada a partir del segundo trimestre del año cuando comenzó a observarse una mayor preferencia de los inversionistas institucionales por mantener un mayor porcentaje de su portafolio en activos financieros en el exterior con el fin de ir diversificando los riesgos en sus portafolios.

Todo ello determinó un flujo positivo de la cuenta financiera del orden de los US\$ 3,8 mil millones para el primer semestre del año el cual se prevé alcanzaría los US\$ 4,7 mil millones hacia fines de **2007**. Ello asume que, en un contexto de mayor volatilidad del mercado bursátil doméstico, los inversionistas institucionales diversificarán sus portafolios con inversiones en el exterior así como también supone un menor ritmo de desembolsos privados de largo plazo.

Para **2008** y **2009**, se estima inversiones mayores a los US\$ 3,5 mil millones, sustentado en las expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica. El mayor flujo de inversión estaría dirigido no sólo al sector minero e hidrocarburos, sino también hacia sectores como el de telecomunicaciones, electricidad, de infraestructura vial, agroindustria y petroquímica, entre otros.

---

## RECUADRO 6 PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS

La literatura reciente sobre los determinantes y la vulnerabilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos utiliza el llamado enfoque intertemporal. El análisis intertemporal enfatiza el rol de las expectativas sobre el comportamiento futuro de variables como la actividad económica y las tasas de interés en las decisiones privadas de ahorro e inversión. De esta manera, se tiene una visión completa de los determinantes de la cuenta corriente con el fin de evaluar la capacidad de una economía de enfrentar desequilibrios en las cuentas externas.

### La decisión intertemporal

Definiendo la cuenta corriente como la acumulación de activos externos netos de un país, un análisis intertemporal modela las decisiones de ahorro-inversión en base a las brechas que existen entre las variables macroeconómicas: producto, tasa de interés real, el gasto de gobierno y la inversión con respecto a sus niveles de largo plazo.

---

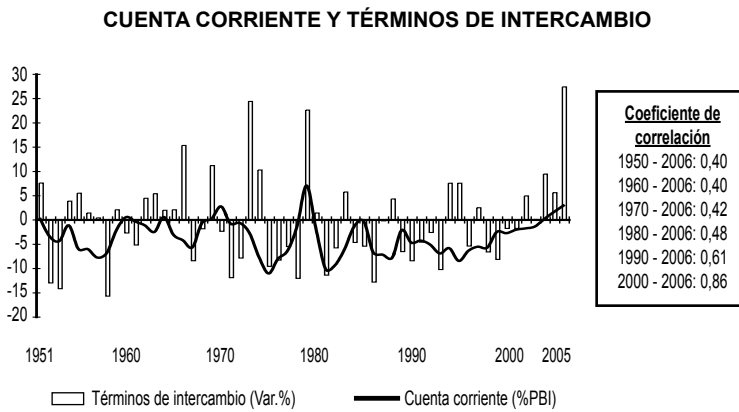
Los desequilibrios en la cuenta corriente ocurren cuando sus determinantes se encuentran desalineados respecto de sus niveles de largo plazo. Por ejemplo, si el país es prestamista neto de fondos y la tasa de interés internacional está por encima de su nivel de largo plazo, la cuenta corriente estará en superávit.

En general, bajo una óptica intertemporal, es posible mantener un déficit en cuenta corriente sin que ello signifique desequilibrios permanentes, debido a que los agentes económicos incorporan en sus expectativas, consideraciones “*forward looking*” acerca del comportamiento de la economía. La convergencia de las variables macroeconómicas hacia sus niveles de largo plazo y el punto inicial de las brechas permiten analizar si los desequilibrios son temporales o permanentes.

El análisis intertemporal permite además incorporar diversos elementos teóricos en el análisis de la cuenta corriente, como por ejemplo las fluctuaciones del producto y el *stock* de capital, el rol de los bienes no-transables, los bienes duraderos, la estructura demográfica, política fiscal y de endeudamiento, entre otros.

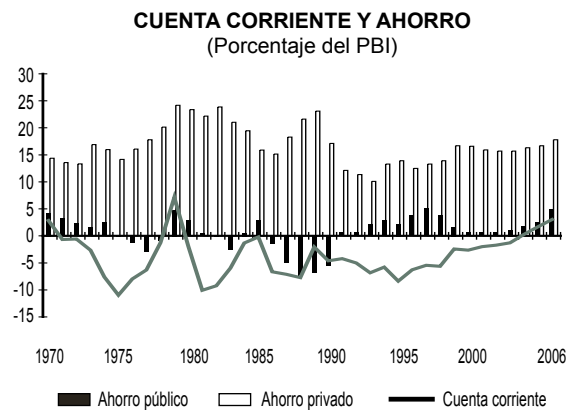
**El rol de los términos de intercambio**

Si el mercado de capitales no está muy desarrollado y las exportaciones no están diversificadas, el análisis de los términos de intercambio es importante para determinar la vulnerabilidad de la cuenta corriente. El gráfico siguiente muestra la correlación que existe entre el saldo en cuenta corriente y el nivel de los términos de intercambio para el caso peruano. Esta correlación ha venido aumentando, pero en la medida que las exportaciones se diversifiquen, la cuenta corriente será menos vulnerable a choques negativos en los términos de intercambio.



**Análisis de brechas (ahorro público y privado):**

El análisis de brechas está asociado a los desequilibrios fiscales y a los aumentos en los niveles de inversión del sector privado. Este análisis es importante debido a que nos permite determinar el origen de los desequilibrios externos a partir del ahorro público y privado. El gráfico siguiente muestra que a partir del año 2000 la mejora en la cuenta corriente está asociada a la recuperación del ahorro público y privado.

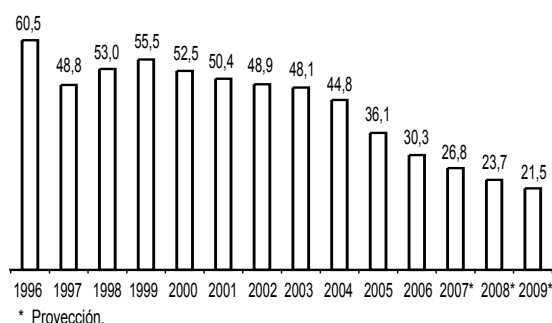


Esto muestra que la reacción de los agentes ante los incrementos de los términos de intercambio en los últimos años, ha sido ahorrar parte de los mayores ingresos, tanto en el sector público como en el sector privado.

## El análisis de la deuda y los pasivos externos

Complementariamente al análisis intertemporal, términos de intercambio y brechas, podemos estudiar el comportamiento de los pasivos externos de un país, que son un reflejo de lo que ocurre en el lado real de la economía. La cuenta corriente es el flujo neto de todas las transacciones entre los residentes y no residentes (incluyendo bienes, servicios, y pagos de intereses de obligaciones externas), y por tanto reflejará un correspondiente cambio en el saldo de pasivos externos para financiar tales transacciones. Estos pasivos deben honrarse a través del tiempo, para lo cual se debe generar recursos que hagan sostenible su repago.

**DEUDA EXTERNA TOTAL**  
(Porcentaje del PBI)



### Otros indicadores de vulnerabilidad externa:

Existe una serie de indicadores de vulnerabilidad externa para evaluar si las economías están en capacidad de enfrentar choques externos o cambios en las condiciones de financiamiento:

1. Ratio de deuda externa de corto plazo entre deuda externa total: refleja el grado de riesgo en la composición de la deuda asociado a la madurez y vencimiento de los papeles de deuda.
2. Ratio deuda externa entre exportaciones: un país con un alto ratio es más probable que enfrente un problema en su capacidad de pagar la deuda cuando enfrente choques.
3. Deuda externa total entre RIN: sugiere un límite para el tamaño de la deuda externa de un país.
4. Ratio de Servicio de deuda (Intereses + principal)/Ingresos en Cuenta Corriente: mide el costo, la estructura de maduración y el saldo de deuda en términos de ingresos corrientes.
5. Vulnerabilidad externa: (Deuda externa de corto plazo + Deuda externa de largo plazo + Dep. no residentes a 1 año)/RIN: Mide la disponibilidad inmediata de recursos de un país para hacer frente al repago total de la deuda.

Del análisis anterior se desprende que la vulnerabilidad externa del Perú es limitada, considerando principalmente la tendencia a la diversificación de las exportaciones y la gestión de deuda pública en los últimos años y los altos niveles de reservas internacionales. Esto se corrobora con los indicadores publicados por Moody's, que sitúan al Perú entre las economías menos vulnerables del mundo en desarrollo.

### Bibliografía:

- Banco Central de Reserva del Perú. Series estadísticas.
- Moody's Statistical Handbook: Country Credit, May 2007.
- Obstfeld, M. & Kenneth Rogoff (1997) "The intertemporal approach to the Current Account". NBER WP 4893.

### INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA 2006

  
(En porcentaje)

	DE-cp/DE	DE/CC	DE/RIN	Servicio de Deuda	Vulnerabilidad Externa
<b>América del Sur</b>					
Argentina	22,9	184,8	359,4	41,1	145,1
Bolivia	9,0	106,9	222,6	11,2	33,6
Brasil	9,0	114,7	224,4	35,2	69,2
Chile	19,7	66,6	245,5	12,2	85,9
Colombia	13,7	114,0	272,9	30,0	90,2
Ecuador	12,8	100,7	1 183,8	51,3	663,8
Paraguay	13,1	54,6	187,2	5,8	37,7
<b>Perú</b>	<b>10,8</b>	<b>96,4</b>	<b>163,8</b>	<b>11,4</b>	<b>27,7</b>
Uruguay	8,0	161,1	342,3	45,7	183,7
Venezuela	24,9	57,8	152,7	12,6	51,2
<b>Otros países</b>					
China	63,1	29,0	30,6	4,2	21,4
Corea	45,3	67,1	110,9	7,3	56,5
Costa Rica	34,9	55,6	217,5	13,2	102,9
El Salvador	12,4	120,3	517,7	14,8	105,5
India	9,1	64,9	80,0	8,5	33,3
Malasia	23,0	26,6	62,2	4,1	21,1
México	8,7	53,8	211,4	12,7	50,2
Panamá	5,9	72,5	705,9	27,4	265,8
Rep. Checa	30,6	52,2	187,7	6,0	65,5
Rep. Dominicana	15,3	60,0	380,2	9,9	104,2
Rusia	12,3	86,4	107,5	2,9	15,4
Sudáfrica	17,0	69,5	251,1	6,8	61,8
Tailandia	30,6	37,4	91,8	8,6	44,6
Turquía	21,2	173,2	348,3	32,4	149,4
Vietnam	12,6	43,3	169,6	3,8	30,4

Fuente: Moody's Statistical Handbook: Country Credit, May 2007.

D: Deuda Total  
 DE: Deuda Externa total de los sectores público y privado.  
 DE-cp: Deuda Externa de corto plazo.  
 DE-lp: Deuda Externa de largo plazo de corta maduración.  
 CC: Ingresos de cuenta corriente.  
 RIN: Reservas Internacionales  
 Servicio de deuda: (Intereses + principal)/Ingresos de Cuenta Corriente.  
 Vulnerabilidad externa: (DE-cp+DE-lp+Dep. no residentes a 1 año)/RIN.