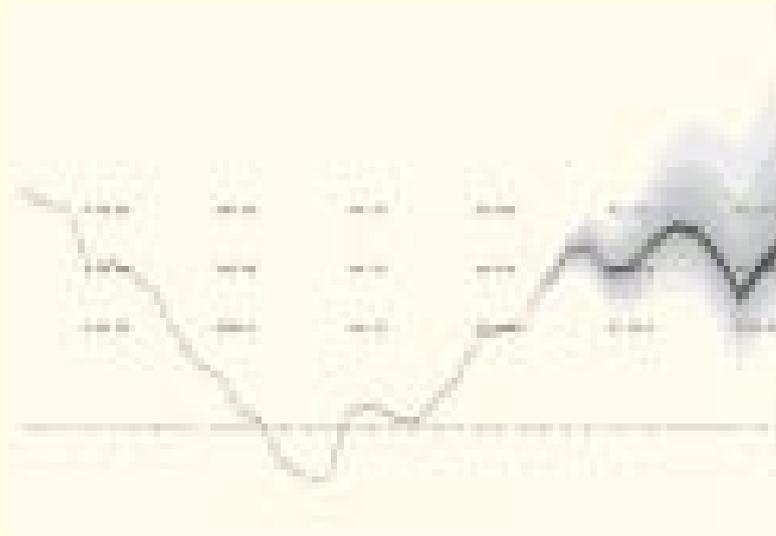




REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

Mayo 2006



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

Mayo 2006

Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 311-1400
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

CONTENIDO

PRÓLOGO	5
RESUMEN EJECUTIVO	7
I. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN	9
I.1 <i>Contribución ponderada a la inflación</i>	9
I.2 <i>Inflación subyacente</i>	11
I.3 <i>Inflación no subyacente</i>	14
I.4 <i>Inflación importada y otros indicadores de inflación</i>	16
II. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	18
III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO	21
IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	27
IV.1 <i>Tasas de interés del mercado bancario</i>	27
IV.2 <i>Mercado de renta fija</i>	29
IV.3 <i>Liquidez y crédito</i>	30
V. ENTORNO INTERNACIONAL	34
V.1 <i>Situación económica de socios comerciales</i>	34
V.2 <i>Términos de intercambio</i>	42
VI. DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA	52
VI.1 <i>Oferta y demanda</i>	53
VI.2 <i>Finanzas públicas</i>	67
VI.3 <i>Balanza de pagos</i>	75
VII. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	78
VII.1 <i>Expectativas de mercado</i>	78
VII.2 <i>Inflación</i>	79
VIII. BALANCE DE RIESGOS Y CONCLUSIÓN	81
ANEXO ESTADÍSTICO	84
RECUADROS	
1. <i>Fluctuaciones de precios de los alimentos e inflación</i>	11
2. <i>Indicadores alternativos de inflación subyacente</i>	12
3. <i>Evolución de las reservas internacionales</i>	25
4. <i>Desarrollos recientes en los mercados financieros internacionales</i>	43
5. <i>¿Fundamentos o burbuja especulativa en el mercado de commodities?</i>	44
6. <i>Aspectos del TLC con Estados Unidos de Norteamérica</i>	58
7. <i>Desarrollo del mercado de bonos en nuevos soles</i>	71
8. <i>Canje de deuda interna</i>	73
9. <i>Impacto del precio internacional de combustibles</i>	82

Este Reporte de Inflación se ha elaborado con información al mes de marzo del producto bruto interno; de la balanza de pagos y de las operaciones del sector público no financiero; al mes de abril de las cuentas monetarias, y al mes de mayo de la inflación y del tipo de cambio.

PRÓLOGO

- Desde el año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) se guía por un Esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación anual es 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. A partir de 2006 esta meta se mide de manera continua, utilizando como referencia la tasa de variación últimos 12 meses del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC). La inflación, o tasa de inflación, puede ubicarse transitoriamente fuera del rango meta de inflación en un período específico. En caso se observe una desviación de ésta fuera del rango meta, el BCRP evaluará las acciones necesarias para retornar a dicho rango, tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria.
- Uno de los elementos fundamentales del Esquema de Metas Explícitas de Inflación es la transparencia, por lo que el BCRP comparte con los agentes económicos la información relevante usada en la formulación de la política monetaria. Dentro de esta línea, el BCRP publica un Reporte de Inflación tres veces al año, documento en el cual se rinde cuentas al público sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria.
- Este segundo Reporte de Inflación del presente año contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en los primeros cinco meses de 2006 y las proyecciones macroeconómicas para los años 2006 y 2007.
- La decisión sobre la posición de política monetaria del BCRP se anuncia a través de una tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP están dirigidas a mantener

esta tasa de interés de corto plazo en el nivel de referencia anunciado, afectándose de esta manera al conjunto de variables económicas que determinan la tasa de inflación.

- Desde el año 2001, el BCRP publica el calendario de las sesiones del Directorio del BCRP que corresponden al primer jueves de cada mes, fecha en que se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria. Este calendario de reuniones se publica a inicios de cada año junto con la Nota de Prensa del Programa Monetario de enero. El calendario para el resto del año es el siguiente:

6 de julio	3 de agosto	7 de setiembre
5 de octubre	2 de noviembre	7 de diciembre

- El BCRP difundirá su siguiente Reporte de Inflación el 6 de octubre.

RESUMEN EJECUTIVO

- En el Reporte de Inflación de mayo de 2006 se presenta un análisis de la ejecución de la política monetaria durante los cinco primeros meses de 2006; las proyecciones macroeconómicas para los años 2006 y 2007 y una evaluación de los riesgos que afectarían estas proyecciones. El escenario central considera que durante el horizonte de proyección la inflación se mantendrá dentro del rango meta con una economía creciendo de modo sostenido.
- La inflación anual pasó de 1,5 por ciento en diciembre de 2005 a 2,2 por ciento en mayo de 2006. Este resultado obedeció a factores coyunturales de oferta, que incidieron en particular en 3 productos: azúcar, pollo y papa. La variación de precios de estos productos explicaron el 70 por ciento de la inflación del período de enero a mayo (1,5 por ciento). Conviene destacar que el incremento del precio internacional del petróleo (19 por ciento) en este período no se trasladó mayormente a los precios internos, debido a la adopción de medidas fiscales compensatorias.

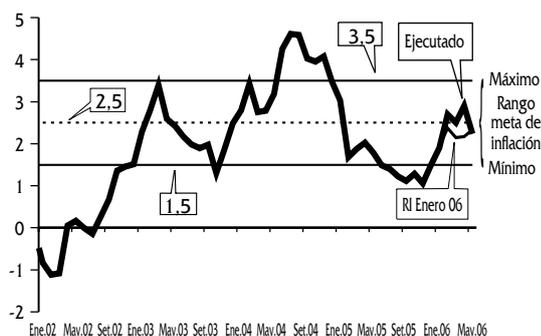
Por otro lado, la tasa de inflación subyacente se elevó de 1,2 por ciento en diciembre de 2005 a 1,3 por ciento en mayo.

- El mayor crecimiento de la actividad económica registrado en el segundo semestre de 2005 (6,8 por ciento en promedio) se mantuvo en el primer trimestre de 2006 (6,8 por ciento). Esta evolución viene siendo impulsada por la aceleración del crecimiento de la demanda interna (9,9 por ciento en el primer trimestre), explicada por el incremento del consumo privado (5,3 por ciento) e inversión privada (25,4 por ciento).
- El entorno internacional ha sido muy favorable en los últimos dos años en términos de alto crecimiento económico, creando las condiciones para el aumento del volumen y precios de nuestros productos de exportación. Asimismo, la coyuntura internacional se ha caracterizado por el mantenimiento de tasas de interés bajas en comparación con los registros históricos, lo cual ha favorecido la solidez financiera de la balanza de pagos y del fisco. Esta coyuntura mundial y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica han favorecido la aceleración del crecimiento desde el 2004.

- Durante el año 2006 continuaría la expansión de la actividad económica impulsada por el crecimiento de la inversión privada del orden de 13,5 por ciento y por el contexto internacional favorable, reflejado en un aumento de 16,5 por ciento en los términos de intercambio. Por ello, se ha revisado al alza la proyección del crecimiento del PBI del año 2006 de 5,0 en el Reporte de Inflación de Enero a 5,5 por ciento en el presente Reporte de Inflación. Para 2007 se prevé que el PBI crecería 5,3 por ciento.
- Las perspectivas de crecimiento económico mundial, tasas de interés internacional y precios de nuestros principales productos de exportación son menos favorables para 2007. Sin embargo, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, el mayor acceso de nuestros productos de exportación a los mercados internacionales y la adopción de políticas destinadas a mejorar el potencial de crecimiento de la economía, permitirán continuar con tasas de crecimiento superiores al 5 por ciento de manera sostenida, es decir, sin presiones inflacionarias o de financiamiento de la balanza de pagos.
- Desde diciembre el BCRP ha venido retirando parcialmente el estímulo monetario, totalizando un alza de 150 puntos básicos en la tasa de interés de referencia (4,5 por ciento). El BCRP continuará evaluando la información macroeconómica relevante para tomar las medidas necesarias que garanticen que la inflación se ubique dentro del rango meta.
- En los primeros cinco meses del año, el tipo de cambio ha presentado una mayor volatilidad (fluctuó entre S/. 3,26 y S/. 3,45 por dólar) y con un sesgo reciente a retomar una tendencia apreciatoria, ante lo cual el BCRP intervino en el mercado cambiario para atenuar dicha volatilidad. La volatilidad cambiaria asociada a la incertidumbre del periodo electoral estuvo prevista dentro de los escenarios de riesgos de los anteriores Reportes de Inflación.
- El escenario base de proyección presentado se considera como el más probable para 2006 y 2007. El análisis de la política monetaria se complementa con la evaluación de los riesgos en esta proyección. El balance de riesgos permite dilucidar la manera como el posible desarrollo de los principales determinantes de inflación podría afectar la proyección de inflación. Dada las actuales condiciones domésticas y externas se ha considerado como factores de riesgos la posibilidad de una mayor apreciación del nuevo sol, una mayor alza en los precios internacionales de los combustibles y un aumento del riesgo país.

I. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

Gráfico 1
INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



A mayo de 2006 la tasa de inflación últimos doce meses alcanzó 2,2 por ciento, ubicándose dentro del rango meta de inflación, con una tendencia transitoria al alza hasta abril por la evolución de precios de algunos alimentos (pollo, azúcar y papa).

1. Las fluctuaciones de la inflación de los últimos años provienen de choques de oferta, principalmente de alimentos (33,2 por ciento de la canasta del consumidor) y combustibles (3,9 por ciento de la canasta del consumidor). El aumento de la inflación de 1,5 por ciento en diciembre de 2005 a 2,2 por ciento en mayo de 2006 se explica por tres productos (azúcar, pollo y papa). La inflación promedio anual desde el inicio del esquema de metas explícitas de inflación (enero 2002) y mayo 2006 se ubica en 2,4 por ciento.

I.1 Contribución ponderada a la inflación

2. Los productos que en mayor medida contribuyeron a la inflación del periodo de enero a mayo de 2006 (1,5 por ciento) fueron el azúcar (31,2 por ciento), el pollo (11,6 por ciento) y la papa (14,0 por ciento).

Cuadro 1

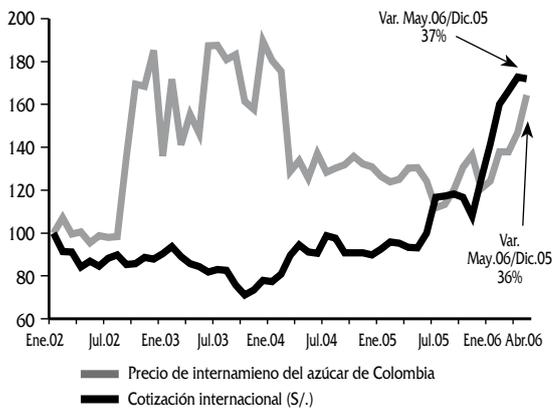
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - MAYO 2006

(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Azúcar	1,4	31,2	0,45	Electricidad	2,2	-6,9	-0,16
Carne de pollo	4,0	11,6	0,37	Cebolla	0,4	-22,9	-0,15
Papa	1,5	14,0	0,22	Papaya	0,2	-22,2	-0,10
Total			1,04				-0,41

Gráfico 2
COTIZACIÓN INTERNACIONAL Y PRECIO DE INTERNAMIENTO DEL AZÚCAR

(Índices enero 2002=100)

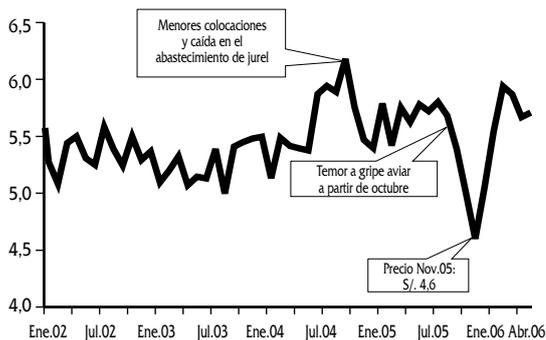


En el período enero-mayo el precio del azúcar registró una variación acumulada de 31,2 por ciento, principalmente en el mes de abril (29,0 por ciento) por la paralización debido a razones técnicas (mantenimiento de las plantas) de varias empresas azucareras. En mayo, la normalización del abastecimiento determinó una disminución promedio del precio de 6,5 por ciento, correspondiéndole la mayor caída a la variedad rubia (-8,7 por ciento), mientras que el precio de la variedad blanca disminuyó 6,2 por ciento.

3. La cotización internacional del azúcar (expresada en nuevos soles) ha venido incrementándose en forma sostenida, registrando al mes de mayo un alza de 37,3 por ciento con respecto a diciembre 2005 (en el año 2005 acumuló un alza de 39,4 por ciento). Las importaciones proceden principalmente de Colombia, cuyo precio de internamiento estimado a mayo de 2006 tendría un aumento de 36,2 por ciento con respecto a diciembre 2005.

Gráfico 3
PRECIO DEL POLLO

(Nuevos soles por Kg.)



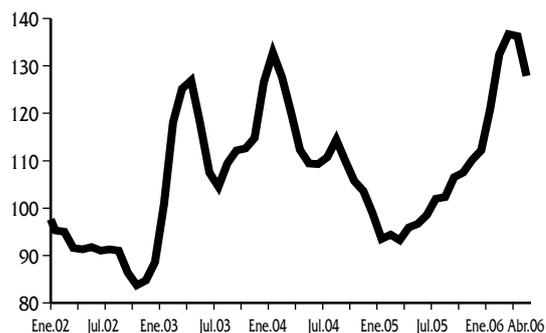
4. En el caso del precio del pollo, el alza (11,6 por ciento) responde a una recuperación del precio después de la fuerte caída registrada en octubre y noviembre de 2005 (-15 por ciento), resultado de una contracción en la demanda originada en el temor a la gripe aviar.

Desde 2002 el precio del pollo fluctúa en un rango de precios que tiene un valor mínimo de S/. 5,0/kg. (precio promedio menos una desviación estándar) y un valor máximo de S/. 5,9/kg. (precio promedio más una desviación estándar). Actualmente el precio es de S/. 5,7/kg. con lo que se ubica dentro de dicho rango.

En el mes de mayo el precio del pollo registró un ligero aumento (0,7 por ciento), debido principalmente al incremento de la demanda por el Día de la Madre. En las últimas semanas el precio continuó aumentando como resultado de una disminución de la oferta de carne, por efecto del descenso de la temperatura que afectó la productividad de las aves.

Gráfico 4
PRECIO DE LA PAPA

(Índices Dic. 2001 = 100)



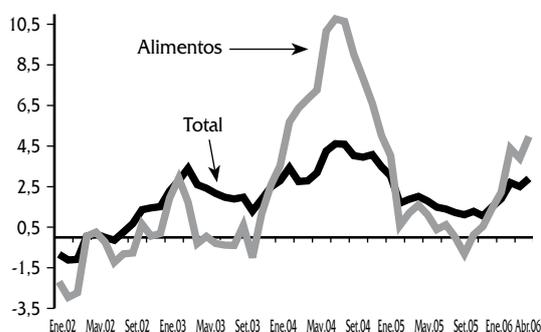
5. El aumento en el precio de la papa (14,0 por ciento) refleja el aumento de los precios hasta el mes de marzo, como resultado de una caída en la oferta causada por las menores siembras en la sierra central, principalmente en Huánuco y Pasco. En los meses de abril y mayo, el precio descendió en 0,2 y 6,2 por ciento como resultado de mayores siembras de las zonas abastecedoras de Lima, correspondientes a la producción de esos meses: aumentaron 1 por ciento luego de la caída de 10 por ciento en el período de enero a marzo. El precio de la variedad blanca en el Mercado Mayorista de Lima registró una disminución de 21 por ciento en mayo con respecto a abril.

RECUADRO 1 FLUCTUACIONES DE PRECIOS DE ALIMENTOS E INFLACIÓN

Entre noviembre de 2005 y abril 2006 la inflación total a 12 meses subió desde 1,1 hasta 2,9 por ciento. Este marcado incremento de la inflación es consecuencia de una serie de factores tanto de demanda como de oferta que afectan la evolución de los precios. El presente recuadro hace un análisis breve de la evolución del precio de los alimentos.

La variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) está compuesta por diversos rubros. El rubro que tiene mayor ponderación es el de alimentos, el cual representa el 33 por ciento. En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución de la inflación total junto a aquella de la inflación del rubro alimentos. Se aprecia que las subidas y bajadas de la inflación de alimentos imprimen un patrón similar sobre la inflación total.

VARIACIÓN PORCENTUAL A 12 MESES



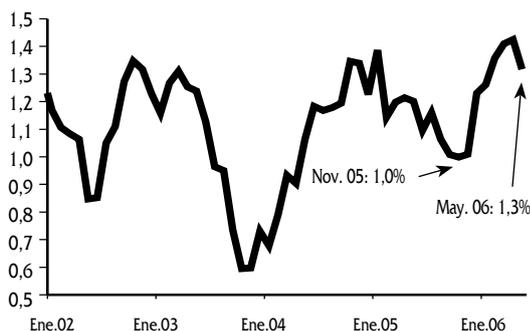
FLUCTUACIÓN DE PRECIOS DE ALIMENTOS 1999-2006

Período	Fechas	Duración (meses)	Magnitud (puntos porcentuales)
Subida	Set. 99 - Oct. 00	14	7,4
Bajada	Nov. 00 - Feb. 02	16	-4,9
Subida	Mar. 02 - Feb. 03	12	5,9
Bajada	Mar. 03 - Oct. 03	8	-3,9
Subida	Nov. 03 - Jul. 04	9	11,8
Bajada	Ago. 04 - Set. 05	14	-11,6
Subida	Oct. 05 - Abr. 06	7	5,8

Desde fines de 1999 se puede identificar 4 periodos de subidas más o menos prolongadas y 3 periodos de bajadas que se han estado intercalando en el tiempo. Destaca el periodo de choque de alimentos que va de noviembre 2003 a julio 2004 que tuvo una duración relativamente breve y que representó un aumento de la inflación de alimentos desde -1 por ciento en octubre 2003 hasta 10,8 por ciento en julio 2004. En el mismo lapso, la inflación total se elevó en 3,3 puntos porcentuales.

El reciente periodo de alzas de inflación de alimentos empezó en noviembre del año pasado. Hasta abril han transcurrido 7 meses y ha tenido un impacto de 5,8 puntos porcentuales (la inflación total se elevó en 1,8 puntos).

Gráfico 5
INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



1.2 Inflación subyacente

- La tasa de inflación subyacente últimos doce meses, indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios, aislando los componentes más volátiles del índice general, se ubicó en 1,3 por ciento en mayo. Este indicador continúa mostrando una tendencia creciente al pasar de 0,7 por ciento en diciembre de 2003 a 1,2 por ciento en diciembre de 2005 hasta llegar al nivel actual de 1,3 por ciento.

Cuadro 2

INFLACIÓN 2003-2006

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003	2004	2005			2006		Promedio anual 2002-2006
				Ene.-May.	Jun.-Dic.	Año	Ene.-may.	May.06/ May.05	
I. Subyacente	60,6	0,73	1,23	0,68	0,55	1,23	0,76	1,32	1,17
1. Alimentos	10,7	0,14	3,24	0,52	0,45	0,98	0,41	0,87	1,08
2. No alimentos	49,9	0,85	0,80	0,71	0,57	1,28	0,84	1,41	1,19
a. Bienes	23,3	0,08	-0,29	0,68	0,03	0,71	0,75	0,78	0,60
b. Servicios	26,6	1,53	1,75	0,73	1,03	1,77	0,91	1,94	1,71
II. No Subyacente	39,4	5,16	6,75	0,88	0,98	1,87	2,51	3,52	4,12
1. Alimentos	22,5	3,73	5,82	2,26	-0,62	1,62	5,02	4,36	3,71
2. No alimentos	16,9	7,00	7,90	-0,80	3,00	2,17	-0,52	2,46	4,66
a. Combustibles	3,9	8,94	17,77	0,59	6,26	6,89	1,15	7,47	11,28
b. Transporte	8,4	10,99	3,49	-0,18	1,47	1,29	0,06	1,52	3,52
c. Servicios públicos	4,6	-1,98	6,19	-3,67	2,03	-1,72	-3,85	-1,90	0,07
III. Total	100,0	2,48	3,48	0,76	0,73	1,49	1,49	2,23	2,37

RECUADRO 2

INDICADORES ALTERNATIVOS DE INFLACIÓN SUBYACENTE

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) es el utilizado comúnmente para medir la inflación, variable que incluye tanto componentes permanentes como transitorios. Para fines de política monetaria se requiere un indicador que considere sólo el componente permanente de la inflación: inflación subyacente.

Un buen indicador de inflación subyacente debe ser de fácil cálculo, y estar sujeto a pocas y pequeñas significativas revisiones, y en el largo plazo no debe subestimar ni sobrestimar la inflación. Asimismo, debe tener una variabilidad menor a la inflación y tener capacidad para predecir la inflación futura.

Indicador actual

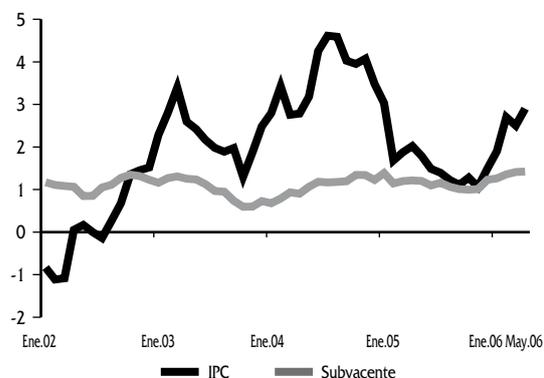
El indicador de inflación subyacente que actualmente se utiliza excluye del cálculo del IPC los rubros que presentan la mayor variabilidad en su variación porcentual mensual de precios en el período enero 1995 - diciembre 2005, además del pan, arroz, fideos, aceites, combustibles, servicios públicos y transporte. La canasta de productos de la inflación subyacente representa 61 por ciento del total.

El pan, el arroz, los fideos y el aceite se excluyen porque dependen de la evolución de las cotizaciones internacionales del trigo y del aceite de soya, así como de choques de oferta internos, como en el caso del arroz.

Los precios de los combustibles se excluyen porque se determinan independiente de la política monetaria, dado que dependen de la evolución del precio internacional del petróleo y de la política tributaria. Asimismo, los precios de los servicios públicos están sujetos a regulación, por lo que se consideró conveniente su exclusión. Las tarifas de transporte se excluyen debido a que se reajustan con muy poca frecuencia pero en forma significativa, por lo que generan distorsiones en la medición de la inflación.

Cabe precisar que en la selección de la canasta de la inflación subyacente se ha verificado que en plazos largos esta canasta no subvalúa ni sobrevalúa el resultado del índice general. La inflación subyacente presenta una variación acumulada entre enero de 1995 y mayo de 2006 de 62 por ciento (versus 66 por ciento del IPC). La diferencia con la variación acumulada del IPC se debe principalmente al fuerte incremento registrado en los precios de los combustibles (177 por ciento). La subyacente presenta una variabilidad 30 por ciento menor a la de la inflación del IPC. El indicador cumple con los requisitos de fácil comprensión para el público.

**INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación últimos 12 meses)**



Cabe señalar que el indicador de inflación subyacente, conocido como *core inflation*, es empleado ampliamente a nivel internacional para tener una mejor comprensión de las tendencias inflacionarias.

INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE DE PRINCIPALES PAISES: ABRIL 2006
(Variación porcentual últimos 12 meses)

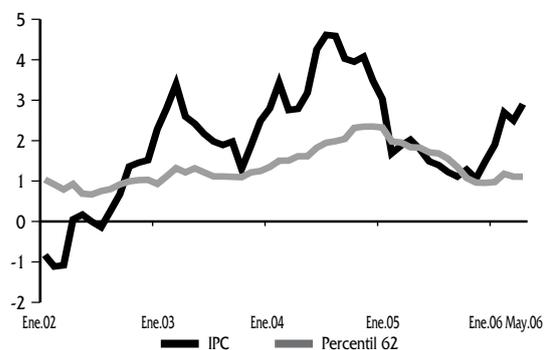
	Total	Subyacente
Estados Unidos	3,5	2,3
Japón	0,4	0,5
Reino Unido	2,0	1,3
Eurozona	2,4	1,5
Alemania	2,3	0,8
Francia	2,0	1,3
Perú	2,9	1,4

Fuente: Bloomberg.

Otros métodos

Adicionalmente, se hace seguimiento a diferentes indicadores de precios, algunos de los cuales se presenta a continuación. Cabe indicar que estos métodos no tienen como objetivo reemplazar la medida actual, sino más bien complementarla.

**MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN
(Variación últimos 12 meses)**

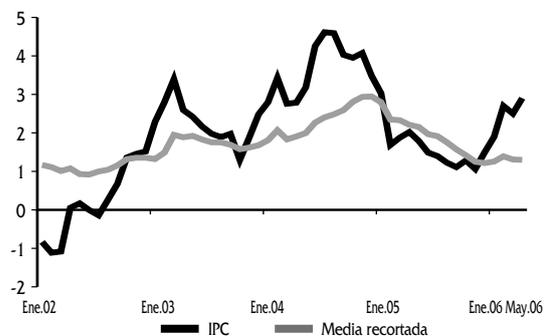


i. Método de Roger^{1/} (modificado)

La mediana, es decir el percentil 50, es un estimador insesgado de la tendencia central en el caso de una distribución simétrica (Bryan y Cecchetti^{2/}). Sin embargo, debido al sesgo hacia la derecha que presenta la distribución, será otro percentil superior al 50 el que nos proporcione una estimación insesgada. Rogers eligió el percentil que, en promedio, contenía la media aritmética. Para el caso peruano, se modificó este último método por cuanto tendía a subestimar la inflación, por lo que se seleccionó un percentil que registrara una variación acumulada igual a la inflación.

Para el periodo considerado, dicho percentil es el 62. El indicador calculado sobre la base de este percentil presenta una variación acumulada en el período de enero 1995 a mayo 2006 de 64 por ciento y una variabilidad 30 por ciento inferior a la de la inflación.

**MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN
(Variación últimos 12 meses)**



ii. Método de media recortada

Consiste en calcular la media aritmética de la canasta, excluyendo parte de las colas de la distribución.

Se probó excluyendo el 50 por ciento de la canasta. Para asegurar la no sobrestimación ni subestimación de la inflación se centró el corte en el percentil 58. La serie resultante muestra una variación acumulada de 65 por ciento y una variabilidad 34 por ciento inferior a la de la inflación.

1/ Roger Scott. Discussion Paper G95/5. September 1995. Reserve Bank of New Zealand.

2/ Bryan M. y S. Cecchetti. The consumer price index as a measure of inflation. NBER WP 4505. 1993.

MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN

(Variación porcentual últimos 12 meses)

% incluido	IPC	Actual	Percentil 62	Media recortada
	100,0%	60,6%		50,0%
Ene. 2004	2,80	0,68	1,35	1,81
Feb.	3,43	0,79	1,50	2,07
Mar.	2,76	0,93	1,51	1,83
Abr.	2,78	0,90	1,61	1,91
May.	3,18	1,06	1,61	1,99
Jun.	4,26	1,18	1,82	2,27
Jul.	4,61	1,17	1,95	2,40
Ago.	4,59	1,18	1,98	2,48
Set.	4,03	1,19	2,04	2,59
Oct.	3,95	1,35	2,32	2,81
Nov.	4,07	1,34	2,34	2,94
Dic.	3,48	1,23	2,35	2,94
Ene. 2005	3,03	1,39	2,32	2,80
Feb.	1,68	1,14	1,98	2,35
Mar.	1,88	1,20	1,95	2,33
Abr.	2,02	1,21	1,84	2,21
May.	1,79	1,20	1,83	2,16
Jun.	1,49	1,10	1,71	1,97
Jul.	1,40	1,16	1,69	1,92
Ago.	1,22	1,06	1,55	1,75
Set.	1,11	1,01	1,35	1,57
Oct.	1,28	1,00	1,08	1,42
Nov.	1,06	1,01	0,96	1,25
Dic.	1,49	1,23	0,95	1,22
Ene. 2006	1,90	1,26	0,98	1,25
Feb.	2,70	1,36	1,18	1,39
Mar.	2,50	1,41	1,11	1,31
Abr.	2,90	1,42	1,11	1,30
Var%. Acum. Ene.95-Abr.06	66,7	62,0	64,1	64,5
Desviación Estándar 1995-2006	0,44	0,32	0,31	0,29

Un indicador que nos brinda información acerca de si la tendencia de la inflación responde a una variación generalizada de precios o si se debe a la evolución de solo un grupo de precios es el porcentaje de rubros con variación porcentual mensual positiva. Tal como se observa en el gráfico, este indicador ha permanecido relativamente estable desde mediados de 2002.

PORCENTAJE DE RUBROS CON VARIACIÓN MENSUAL DE PRECIOS POSITIVA

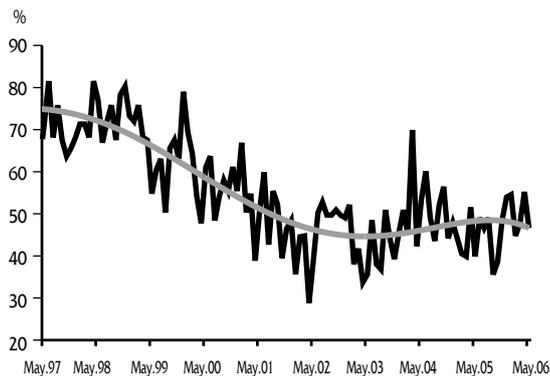
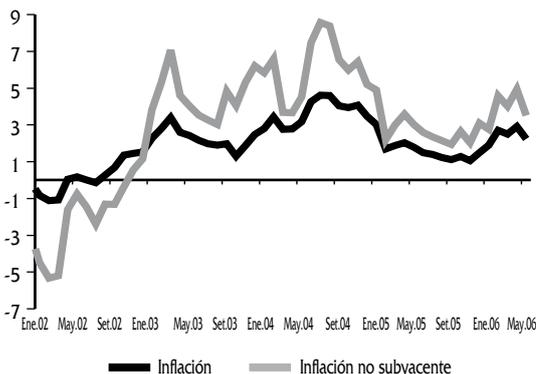


Gráfico 6
INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



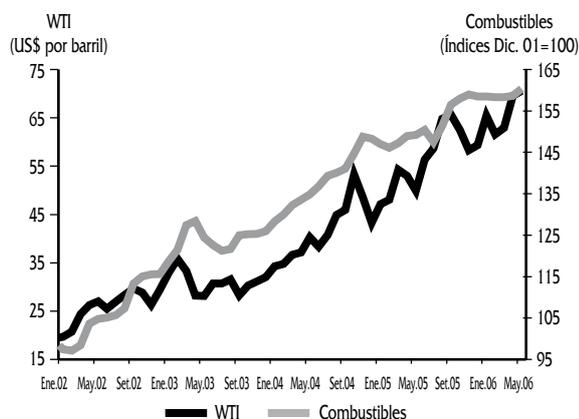
1.3 Inflación no subyacente

- La inflación no subyacente últimos 12 meses se ubicó en 3,5 por ciento. Esta representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados. Dentro de esta categoría resaltó el incremento en los precios de alimentos (4,4 por ciento) y combustibles (7,5 por ciento).

Combustibles

- La cotización internacional del petróleo, medida a través del precio del West Texas Intermediate (WTI), pasó de US\$ 59,4 a US\$ 70,6 por barril entre diciembre 2005 y mayo 2006 (19 por ciento). Esta evolución obedeció a problemas de seguridad en Medio Oriente, a la creciente demanda mundial, en particular China, y a movimientos especulativos. Sin embargo, estos mayores precios se trasladaron parcialmente a los precios internos debido a la aplicación de un conjunto de medidas fiscales y a la apreciación de la moneda local.

Gráfico 7
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI
Y PRECIOS DE LOS COMBUSTIBLES



9. Las acciones del gobierno para atenuar el incremento en el precio internacional de petróleo consistieron en la utilización del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles y en la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a las gasolinas y el kerosene. La apreciación de la moneda nacional registrada entre enero y abril de 2006 también favoreció al menor impacto del alza internacional en el precio del petróleo.

Así, se registró un alza promedio del precio de los combustibles de sólo 1,1 por ciento en el periodo de enero a mayo. Al interior de los combustibles se registraron incrementos de 1,4 y 1,3 por ciento en los precios de la gasolina y del kerosene, respectivamente. Asimismo, se registró un incremento en el precio del gas de 0,5 por ciento.

Cuadro 3

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES

(Variación porcentual mensual)

	2004	2005			2006	
		Ene.-May.	Jun.-Dic.	Año	Ene. - May.	12 meses
Combustibles	17,8	0,6	6,3	6,9	1,1	7,5
Gasolina	17,7	1,5	7,6	9,2	1,4	9,1
Gas	15,3	-2,9	-8,2	-10,9	0,5	-7,8
Kerosene	20,3	2,9	17,6	21,0	1,3	19,1
Cotización WTI						
Var%	34,9	22,5	12,1	37,2	18,9	41,5

Fuente: INEI, Bloomberg.

En el período de mayo 2005 a abril 2006, el gobierno destinó S/. 510 millones a mitigar el impacto del aumento del precio internacional del petróleo sobre los precios domésticos. Este monto incluye S/. 350 millones por la política de reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) y alrededor de S/. 160 millones por compensaciones generadas por el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles. Estos montos habrían sido cubiertos con mayor recaudación obtenido por efecto de los mayores precios del combustible, principalmente en Regalías, Impuesto a la Renta e Impuesto General a las Ventas (IGV).

Servicios públicos

10. Las tarifas de servicios públicos cayeron en promedio 3,9 por ciento en el periodo de enero a mayo de 2006. En el

caso de electricidad, las tarifas se redujeron 6,9 por ciento debido al efecto de la resolución de Osinerg N° 111-2006-OS/CD que fija las tarifas en barra para el período mayo 2006 - abril 2007. La disminución en las tarifas telefónicas (1,2 por ciento) obedece a la aplicación de los factores de aumento de productividad establecidos por Osiptel y corregidos por inflación.

Cuadro 4

TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

(Variación porcentual mensual)

	2004	2005		Año	2006	
		Ene.-May.	Jun.-Dic.		Ene. - May.	Últimos 12 meses
Servicios públicos	6,2	-3,7	2,1	-1,7	-3,9	-1,9
Electricidad	12,0	-5,9	3,6	-2,5	-6,9	-3,5
Teléfonos	-2,0	-2,4	-4,7	-7,0	-1,2	-5,8
Agua	3,0	0,0	5,2	5,2	0,0	5,2

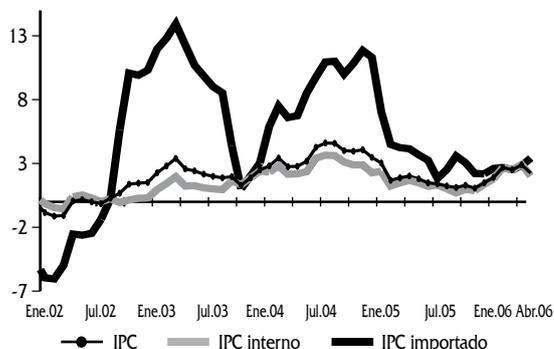
Fuente: INEI.

1.4 Inflación importada y otros indicadores de inflación

1.1. La **inflación importada** comprende los bienes de la canasta del consumidor que son afectados en forma directa o indirecta por las cotizaciones internacionales y el tipo de cambio. A mayo, la variación últimos 12 meses de la inflación importada alcanzó 3,4 por ciento, variación explicada principalmente por el aumento del precio de los combustibles (7,5 por ciento).

Gráfico 8
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO
Y COMPONENTE IMPORTADO

(Variación porcentual 12 meses)



Cuadro 5

INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2003 - 2006

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación 2003	2004	2005			2006		
			Ene-May	Jun-Dic	Año	Ene-May	Ult. 12 meses	
I. IPC IMPORTADO	12,1	3,0	11,3	0,0	2,2	2,2	1,2	3,4
Alimentos	5,4	-0,1	10,9	-0,7	-0,8	-1,5	1,8	1,0
Combustibles	3,9	8,9	17,8	0,6	6,3	6,9	1,1	7,5
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,9	-2,8	-1,6	0,4	-1,2	0,0	0,4
Otros	1,8	1,4	3,2	1,4	0,8	2,3	0,3	1,1
II. IPC INTERNO	87,9	2,4	2,3	0,9	0,5	1,4	1,5	2,0
III. IPC	100,0	2,5	3,5	0,8	0,7	1,5	1,5	2,2
Tipo de cambio		-1,2	-5,5	-0,7	5,1	4,4	-4,2	0,7

Índice de precios al por mayor

12. A mayo de 2006 se observa una variación últimos 12 meses de 3,8 por ciento del Índice de Precios al por Mayor (IPM). Dicho índice incluye bienes de consumo, intermedios y de capital, tanto de origen nacional como importado.

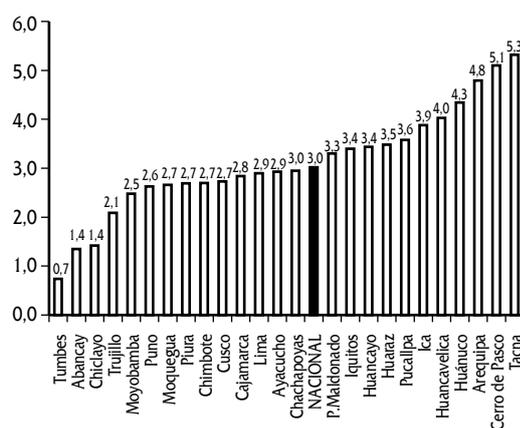
Entre enero y mayo, el IPM aumentó 0,9 por ciento, siendo los grupos con mayor variación agropecuario nacional y manufactura nacional (1,8 y 1,0 por ciento, respectivamente).

Cuadro 6

CONTRIBUCIÓN PONDERADA AL IPM: ENERO - MAYO 2006
(Puntos porcentuales)

Rubro	Var%	Contribución ponderada
IPM		1,1
de los cuales:		
Coque y productos de la refinación del petróleo	3,0	0,4
Otros productos alimenticios nacionales	6,0	0,3
Sector agropecuario nacional	1,8	0,2

Gráfico 9
INFLACIÓN NACIONAL ABRIL 2005 - ABRIL 2006
(Variación porcentual últimos 12 meses)



13. El índice agregado nacional de precios al consumidor es elaborado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) desde el año 2003, sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El incremento de precios acumulado entre mayo de 2005 y abril de 2006 fue 3,0 por ciento. En 16 ciudades se observó un incremento menor que el promedio, mientras que las restantes 9 tuvieron una inflación media mayor que el promedio.

Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Tacna (5,3 por ciento), Cerro de Pasco (5,1 por ciento) y Arequipa (4,8 por ciento). En contraste, las ciudades que registraron menor crecimiento de precios fueron: Tumbes (0,7 por ciento), Abancay y Chiclayo (ambas con 1,4 por ciento).

II. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

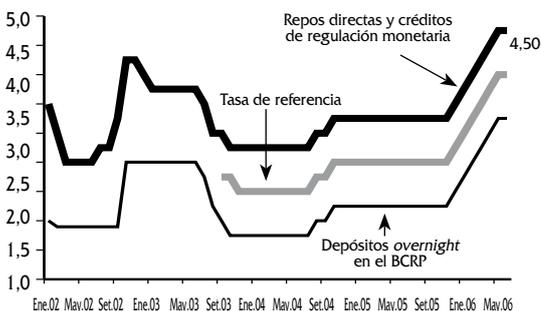
Desde diciembre de 2005, el BCRP ha elevado su tasa de interés de referencia en 150 puntos básicos (25 puntos básicos en cada mes), pasando de 3,0 por ciento en noviembre de 2005 a 4,50 por ciento en mayo de 2006. Esta reducción del estímulo monetario ha sido consistente con el continuo dinamismo de la actividad económica y con el cumplimiento de la meta de inflación. Asimismo, la elevación de la tasa de interés de referencia ha ayudado a prevenir situaciones de excesiva volatilidad al alza en el mercado cambiario, las que podrían generar efectos indeseados sobre la inflación y la actividad económica en general.

14. El BCRP establece su posición de política monetaria mediante una tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. Desde el inicio de la implementación del esquema de Metas Explícitas de Inflación en enero de 2002, se ha mantenido una posición de estímulo monetario. Dicha posición ha sido consistente con el cumplimiento de la meta de inflación y con la recuperación de la actividad económica, luego del período recesivo que precedió la puesta en práctica del esquema de metas explícitas de inflación.

La tasa de interés de referencia para el mercado interbancario se elevó a 3,0 por ciento en octubre de 2004, permaneció en ese nivel hasta noviembre de 2005. En mayo de 2006, la tasa de interés de referencia se ubica en 4,5 por ciento, luego de haberse ido incrementando gradualmente desde diciembre de 2005.

El aumento de la tasa de interés de referencia en 150 puntos básicos (25 puntos básicos en cada mes) entre noviembre de 2005 y mayo de 2006 refleja la menor necesidad de mantener el estímulo monetario, en vista del mayor dinamismo que viene registrando la actividad económica, en particular la demanda interna, desde el cuarto trimestre de 2005.

Gráfico 10
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL ^{1/}
(En porcentajes)

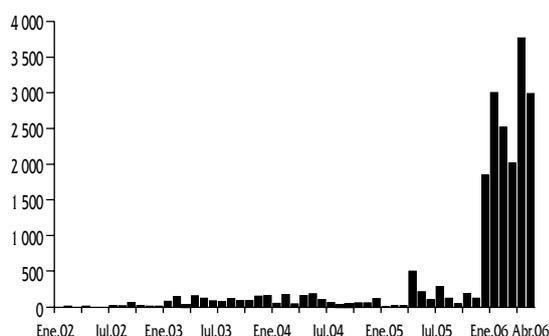


1/ Previo a setiembre de 2003, se indicaba la tasa de repos directos y créditos para regulación monetaria y de depósitos *overnight*.

La elevación de la tasa de interés de referencia también coadyuvó a prevenir situaciones de excesiva volatilidad al alza en el mercado cambiario, las que, dada la dolarización financiera de la economía, podrían generar efectos indeseados sobre la inflación y la actividad económica.

Cabe precisar que las decisiones respecto de la tasa de interés de referencia toman en cuenta el conjunto de información macroeconómica y financiera más amplio del que se disponga en la fecha. En este sentido, el efecto de la incertidumbre electoral sobre los mercados cambiario y financiero, así como la duración de la misma, hicieron necesario evaluar continuamente el nivel adecuado de la tasa de interés de referencia, período a período, de tal manera que se redujeran los riesgos sobre la economía, sin que ello implicara ex-ante una secuencia de alzas.

Gráfico 11
SALDO PROMEDIO DE REPOS
(En millones de soles)



- En cuanto al manejo monetario para lograr que la tasa de interés interbancaria se ubique en el nivel de referencia, el BCRP realizó operaciones repo en magnitudes significativas en abril, por ejemplo, el saldo de repos fluctuó entre S/. 3 236 millones y S/. 4 527 millones. Por estas operaciones, el BCRP adquiere temporalmente de las entidades financieras Certificados de Depósitos del BCRP (CDBCRP); Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) o títulos financieros del Tesoro Público.

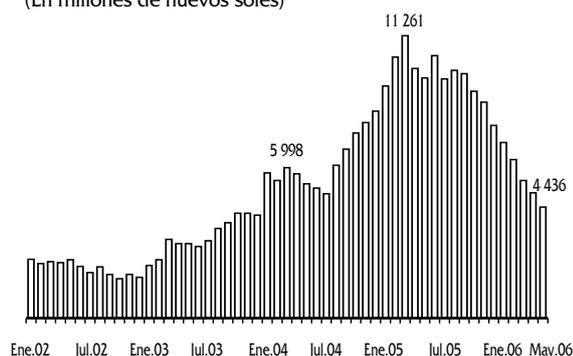
De esta manera, el monto de las repos se elevó considerablemente entre noviembre de 2005 y abril de 2006: el saldo promedio diario de este instrumento aumentó de S/. 121 millones en noviembre a S/. 1 848 millones en diciembre de 2005, y a S/. 2 989 millones en mayo de 2006.

Cuadro 7

OPERACIONES DE REPORTE
(En millones de nuevos soles)

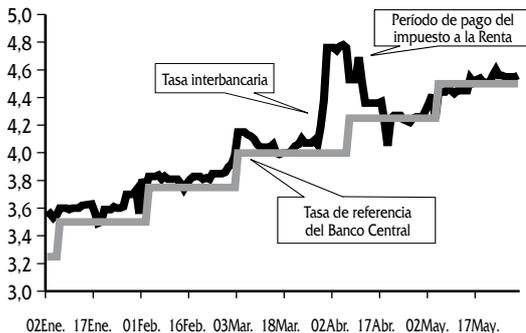
	Oct.05	Nov.05	Dic.05	Ene.06	Feb.06	Mar.06	Abr.06	May.06
Operaciones repo por día	149	102	1 828	2 166	1 069	809	535	282
Saldo promedio diario	185	121	1 848	3 002	2 517	2 018	3 766	2 989

Gráfico 12
SALDO DE CDBCRP A FIN DE PERÍODO
(En millones de nuevos soles)



Adicionalmente, a fin de cubrir la demanda de liquidez de los bancos, el BCRP dejó vencer sus certificados de depósitos (CDBCRP) con lo cual su saldo bajó de S/. 7 676 millones en diciembre de 2005 a S/. 4 436 millones en mayo de 2006.

Gráfico 13
TASAS DE INTERÉS EN SOLES
DE REFERENCIA E INTERBANCARIA - 2006



16. Los requerimientos de liquidez de la banca se explican por sus compras de dólares realizadas durante el período de mayor volatilidad cambiaria (entre octubre de 2005 y enero de 2006), lo que redujo su disponibilidad de moneda local. La regularización del pago del impuesto a la renta en abril de 2006 registró un monto sin precedentes (S/. 2,2 mil millones) mayor en 72 por ciento al pago del año anterior lo que intensificó la demanda de liquidez de la banca.

17. En este contexto de presiones al alza sobre la tasa de interés interbancaria (y sobre las demás tasas de interés de corto plazo en el mercado), el BCRP buscó reducirlas también con el empleo de repos a plazos mayores a un día: a una semana, dos semanas, un mes y tres meses. Con esto, el BCRP contribuyó a reducir la incertidumbre de la banca sobre la disponibilidad de fondos líquidos.

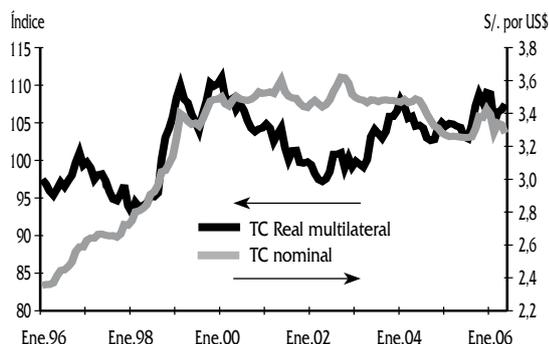
Adicionalmente, el BCRP incrementó el acceso de la banca a las repos (fondos líquidos) al permitir desde abril que los Certificados de Depósito Reajustables al tipo de cambio del Banco Central de Reserva del Perú (CDRBCRP) fuesen elegibles para ser empleados en las subastas de estos fondos. Asimismo, el BCRP coordinó con el Banco de la Nación para que éste otorgue préstamos interbancarios a la banca, lo que se realizó a través de subastas y a plazos principalmente de una semana. De esta manera, el Banco de la Nación reinyectó a la banca (alrededor de S/. 900 millones en promedio en abril y mayo) parte de los fondos que recibió de la misma como resultado de la regularización del pago del impuesto a la renta.

Las medidas adoptadas permitieron reducir las presiones al alza sobre la tasa de interés interbancaria y ésta volvió a situarse alrededor del nivel de referencia. Así, a fines de mayo la tasa de interés interbancaria se ubicó alrededor del nivel de referencia (4,5 por ciento).

III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Desde el cuarto trimestre de 2005, el comportamiento del tipo de cambio ha estado influenciado por la incertidumbre electoral. En este periodo, el tipo de cambio ha presentado una mayor volatilidad, con fluctuaciones entre S/. 3,27 y S/. 3,45 por dólar y con un sesgo a retomar la tendencia a la baja que registró entre 2003 y mediados de 2005. El BCRP realizó intervenciones cambiarias para moderar las fluctuaciones del tipo de cambio.

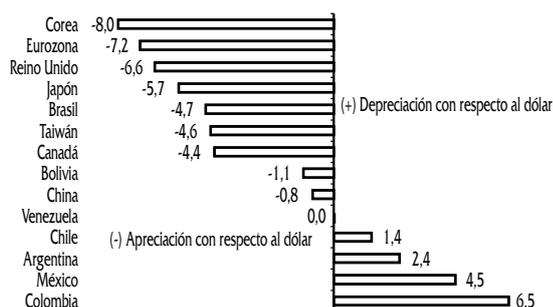
Gráfico 14
TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL



18. En lo que va del año, el nuevo sol se apreció en términos nominales respecto al dólar en 4,2 por ciento. En términos reales, el nuevo sol se apreció en 1,4 por ciento debido a que a la apreciación nominal mencionada se sumó el diferencial de inflaciones (4,5 por ciento de nuestros socios comerciales, frente al 1,5 por ciento local).

La inflación de nuestros socios comerciales estuvo afectada por la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Así, en lo que va del año, el dólar se ha depreciado 7 por ciento respecto al euro y 6 por ciento respecto al yen, debido a la perspectiva de un incremento en las tasas de interés en estos países.

Gráfico 15
VARIACIÓN % DE COTIZACIONES DE MONEDAS DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR (May.06/Dic.05)



Cuadro 8

MAYO 2006: TIPOS DE CAMBIO BILATERALES (S/. por U.M.)

	Peso *	Var. % Tipo de Cambio Nominal			Var. % Tipo de Cambio Real		
		May.06 Dic.04	May.06 May.05	May.06 Dic.05	May.06 Dic.04	May.06 May.05	May.06 Dic.05
EUA	25,1%	-0,1	0,7	-4,2	2,9	2,3	-3,2
Euro zona	20,1%	-4,6	1,4	3,2	-4,3	1,2	2,7
Japón	10,3%	-7,2	-3,7	1,6	-9,8	-5,8	0,3
Brasil	6,4%	24,8	13,5	0,5	30,6	16,1	1,0
Reino Unido	5,8%	-3,2	1,4	2,6	-2,5	1,7	2,5
Chile	4,8%	10,4	11,7	-5,6	12,8	13,3	-5,6
China	4,3%	3,2	4,1	-3,5	0,7	4,2	-6,0
Colombia	4,0%	-0,4	-2,9	-10,1	4,0	-1,2	-9,1
México	3,4%	0,9	-0,2	-8,4	2,0	0,7	-9,1
Argentina	3,4%	-3,9	-5,8	-6,5	9,8	3,1	-3,5
Corea	3,3%	11,6	7,3	4,1	13,2	7,6	4,5
Taiwan	2,5%	1,3	-0,8	0,3	1,3	-1,7	-0,4
Venezuela	2,5%	-10,7	0,7	-4,3	2,2	8,2	-2,8
Canada	2,4%	9,6	14,0	0,2	10,4	14,2	0,2
Bolivia	1,8%	1,1	2,5	-3,2	4,9	5,3	-2,7
Canasta	100,0%	0,3	1,9	-1,5	2,3	2,9	-1,4

* Peso con respecto al comercio del año 1994.

Gráfico 16
INDICADORES DE RIESGO PAÍS
(En puntos básicos)

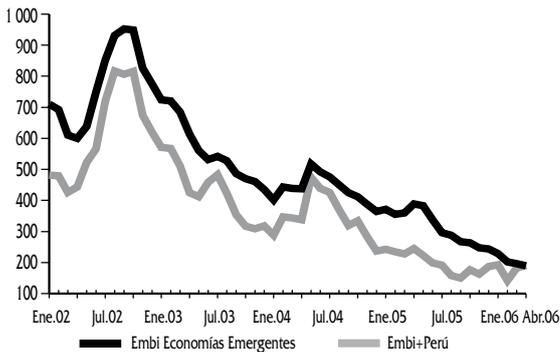


Gráfico 17
SALDO DE VENTA NETA DE FORWARDS (SVNF) Y TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO FIN DE PERÍODO (TC)

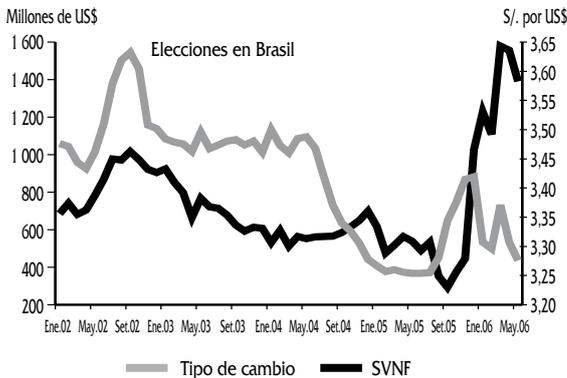
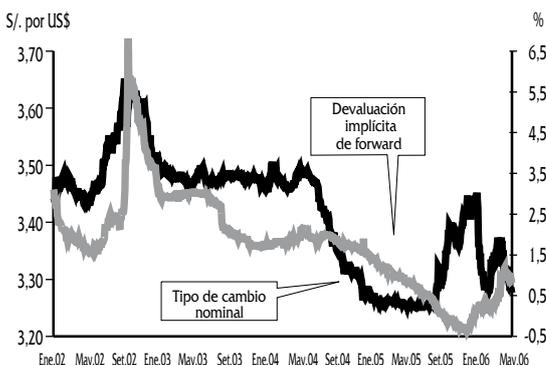


Gráfico 18
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO
Y DEPRECIACIÓN IMPLÍCITA FORWARD (3 meses)



19. Como resultado de la mayor incertidumbre electoral, entre fines de setiembre y diciembre de 2005 el nuevo sol se depreció en términos nominales 2,2 por ciento respecto del dólar norteamericano, y pasó de S/. 3,34 a S/. 3,42. En los primeros meses de 2006 también se observó esta mayor incertidumbre en determinados períodos, particularmente durante la primera quincena de enero y desde fines de marzo hasta la realización de la primera vuelta electoral (9 de abril), lo que presionó al alza al tipo de cambio. En los demás períodos de esta primera parte del año, la tendencia del tipo de cambio ha sido a la baja, revirtiéndose las alzas que había experimentado. La incertidumbre sobre el resultado del proceso electoral se vio reflejada en la evolución del riesgo país, desligándose temporalmente de la evolución del resto de la región cuando la incertidumbre fue mayor, como en la primera quincena de enero y semanas previas a la primera vuelta electoral. El 27 de febrero, uno de los momentos en los que la incertidumbre fue menor, el riesgo país alcanzó su mínimo nivel histórico: 128 pbs.

20. En línea con la evolución del riesgo país, la incertidumbre sobre el resultado del proceso electoral elevó las expectativas de depreciación del nuevo sol durante algunos períodos en los primeros meses de 2006. Estas mayores expectativas de depreciación del nuevo sol impulsaron la demanda del público de instrumentos de cobertura contra el riesgo cambiario a través de operaciones de ventas *forward* de dólares por parte de la banca. Así, el **saldo de ventas netas forward de moneda extranjera** de la banca al público pasó de US\$ 1 027 millones en diciembre de 2005 a US\$ 1 427 millones el 30 de mayo de 2006 (incremento de US\$ 400 millones), alcanzando un nivel máximo histórico de US\$ 1 650 millones el 17 de abril.

21. La evolución de la depreciación *forward* implícita en la diferencia entre la tasa de interés en nuevos soles y la tasa de interés en dólares se elevó durante el periodo enero-abril. Esta alza reflejó la mayor demanda por estos instrumentos de cobertura cambiaria y por fondeo en nuevos soles a los plazos de estas operaciones (entre 1 y 6 meses), presionando a su vez a las tasas de interés en nuevos soles del mercado monetario. En el caso de tres meses, el diferencial pasó de 6 puntos básicos a fines de 2005 a 118 puntos básicos al 19 de abril de 2006. Desde entonces se observa una caída del diferencial de alrededor de 20 puntos básicos (diferencial de 88 puntos básicos al 25 de mayo), coincidiendo con una reducción de la demanda por operaciones de cobertura contra riesgo de depreciación y la ampliación de los plazos de las operaciones de repo del BCRP.

Cuadro 9

MERCADO CAMBIARIO

(Millones de US\$)

Mes	Operaciones de la banca 1/		Flujo Posicion Cambio de la Banca	Operaciones del BCRP 1/		TC Fin del Periodo
	Mercado Forward	Mercado spot		Mercado spot	Colocación CDR	
2005						
Prom. Ene.-Jun.	58	297	3	-353	0	3,25
Jul.	361	452	49	-765	0	3,25
Ago.	211	-43	-46	-214	0	3,28
Set.	37	-35	-31	-33	0	3,34
Oct.	-105	67	45	34	50	3,38
Nov.	-107	122	68	53	-1	3,42
Dic.	-525	-78	40	345	300	3,42
2006						
Ene.	-310	-118	-69	355	4	3,31
Feb.	-130	262	74	-59	0	3,30
Mar.	-352	458	96	0	-10	3,37
Abr.	-59	103	44	0	0	3,31
May. 2/	-150	86	-64	1	0	3,30

1/ Demanda de dólares con signo negativo / oferta con signo positivo.

2/ Al día 29.

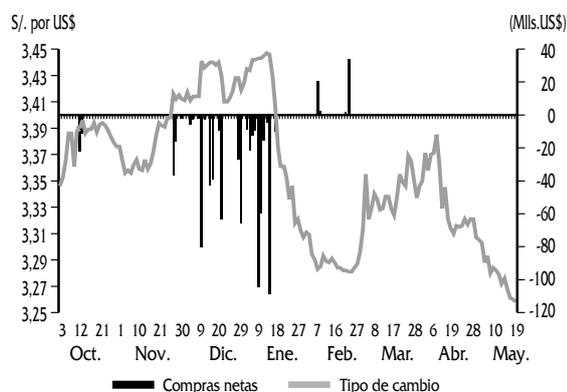
22. Por el contrario, cuando la incertidumbre fue menor, como en febrero y después de la primera vuelta electoral, la demanda de dólares en el mercado forward de moneda extranjera disminuyó significativamente, con lo que se disiparon las presiones al alza sobre el tipo de cambio. La significativa oferta de dólares en el mercado spot, explicadas por las necesidades de liquidez para el pago de regularización anual del Impuesto a la Renta, generó presiones cambiarias a la baja.

23. En este contexto de volatilidad cambiaria, el BCRP intervino a través de las compras o ventas de dólares y las colocaciones de Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP). Cuando la volatilidad cambiaria al alza fue significativa, como fue el caso entre octubre de 2005 y enero de 2006, el BCRP buscó moderarla mediante la venta de dólares a la banca y las colocaciones de CDRBCRP. Así, en este período se vendieron US\$ 786 millones de moneda extranjera y se colocaron US\$ 409 millones de CDRBCRP.

Por el contrario, cuando la volatilidad cambiaria a la baja fue mayor, como en febrero de 2006, el BCRP buscó moderarla a través de las compras de moneda extranjera en el mercado, que en este período ascendieron a US\$ 59 millones y que correspondieron a una demanda de dólares del fisco por similar monto. El fisco compró moneda extranjera a través del Banco de la Nación por US\$ 705 millones en lo que va del año para atender sus requerimientos en dicha moneda, concentrándose dichas compras en abril y mayo.

Gráfico 19
TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO
E INTERVENCIÓN DEL BCRP

Octubre 2005 - Mayo 2006



24. Las operaciones cambiarias que ha realizado el BCRP han buscado evitar que una excesiva volatilidad del tipo de cambio en un contexto de alta dolarización financiera afecte negativamente el dinamismo de la actividad económica. No se ha buscado eliminar completamente la variabilidad cambiaria dado que la percepción de un seguro cambiario del BCRP a los agentes económicos con descalce de monedas inhibe que los mismos interioricen los riesgos cambiarios e induce una mayor dolarización.

La intervención cambiaria del BCRP permite también que el mercado cambiario continúe operando en circunstancias en las que el volumen de oferta o demanda en dicho mercado se contrae significativamente, impidiendo la formación normal de precios.

En términos relativos a otros episodios de turbulencia cambiaria, actualmente la variabilidad del tipo de cambio se ha incrementado respecto a la de la tasa de interés interbancaria. Esto favorece la desdolarización financiera ya que el retorno real de los activos en nuevos soles son relativamente más estables que en dólares.

Cuadro 10

COEFICIENTES DE VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y LA TASA INTERBANCARIA

Año	Tasa interbancaria (a)	Tipo de cambio (b)	Ratio (%) (b) / (a)
1999	0,31	0,005	1,6
2000	0,21	0,003	1,7
2001	0,11	0,003	2,8
2002	0,15	0,004	2,8
2003	0,03	0,001	4,9
2004	0,03	0,003	12,2
2005	0,02	0,002	12,7
Abr.06	0,03	0,008	26,8

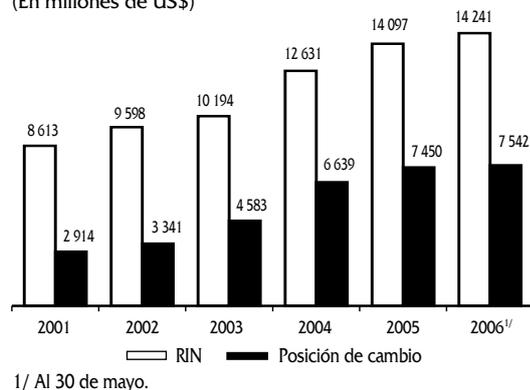
Gráfico 20
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



25. La posibilidad de que se presentara un episodio de volatilidad cambiaria al alza durante el proceso electoral había sido previsto en los Reportes de Inflación^{1/}. Por ello, y también por el riesgo que significaban los procesos electorales en el resto de América Latina, la elevación de las tasas de interés

1 / “Dada la cercanía al proceso electoral, podría presentarse también cierta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros. Frente a estos eventos, el Banco mantiene un nivel elevado de reservas internacionales.” (Reporte de Inflación de Agosto 2005).
“Durante el proceso electoral se podría presentar cierta volatilidad en los mercados financieros, frente a lo cual el Banco ha acumulado en forma preventiva un nivel elevado de reservas internacionales.” (Reporte de Inflación de Mayo 2005).

Gráfico 21
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
Y POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP
 (En millones de US\$)



internacionales y la posibilidad que el aumento de los términos de intercambio tuviera un importante componente transitorio, el BCRP acumuló preventivamente reservas internacionales entre febrero de 2003 y setiembre de 2005 a través de la compra de moneda extranjera al mercado cambiario.

Las compras netas de dólares del BCRP entre febrero de 2003 y setiembre de 2005 ascendieron a US\$ 3 674 millones (netas de las ventas de moneda extranjera que se realizaron para atender los requerimientos de moneda extranjera del sector público). Estas compras se dieron en un contexto en que se registraba un reacomodo por monedas en los portafolios de los agentes económicos, dado el proceso de desdolarización que se registraba. Asimismo, se atenuó la presión a la baja sobre el tipo de cambio asociadas al creciente flujo de dólares provenientes del resultado del comercio exterior (la balanza comercial pasó de US\$ 292 millones en 2002 a US\$ 5 163 millones en 2005) y el aumento de las remesas de los ciudadanos peruanos en el resto del mundo (de US\$ 705 millones a US\$ 1 440 millones entre 2002 y 2005).

Las compras de dólares en el mercado cambiario fueron esterilizadas para que la tasa de interés interbancaria no se desviara del nivel de referencia consistente con la meta de inflación.

RECUADRO 3

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

El BCRP ha acumulado reservas internacionales en los últimos 3 años por aproximadamente US\$ 4 mil millones, alcanzando un saldo de US\$ 14,2 mil millones a fines de mayo. Este nivel de cobertura contra contingencias macroeconómicas adversas es uno de los mayores de la región y reduce el riesgo de nuestra economía.

Asimismo, episodios de volatilidad en los mercados internacionales, como el observado en estas semanas (ver Recuadro 4), pone en relieve nuevamente la importancia de contar con una sólida posición de reservas internacionales - que las economías emergentes han venido consolidando.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

(en miles de millones de US\$)

	Saldos		Flujo
	1999	2005	2005
China	155	819	664
Malasia	31	71	40
Filipinas	15	18	3
Tailandia	34	52	18
Rusia	13	174	161
República Checa	13	30	17
Argentina	26	23	-3
Brasil	35	54	19
Chile	14	17	3
Colombia	7	14	7
México	31	73	42
Perú	9	14	5
Venezuela	12	23	11

Fuente: Bloomberg, FMI.

Los riesgos que se tomaron en cuenta para esta acumulación preventiva de reservas internacionales, en el caso peruano, fueron (i) la posibilidad de una reversión importante del alza que se viene registrando en el precio de nuestras exportaciones, (ii) el ciclo de alzas de tasas de interés en Estados Unidos de Norteamérica las cuales en el pasado han afectado negativamente a la región y (iii) la incertidumbre en los mercados cambiarios y financieros asociada a procesos electorales en la región.

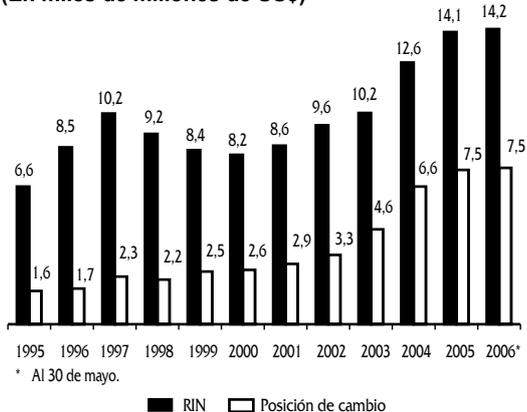
La vulnerabilidad de una economía emergente a choques adversos depende de una serie de condiciones macroeconómicas, entre las cuales se puede mencionar altos niveles de: (i) déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos; (ii) déficit fiscal; (iii) deuda pública; y (iv) dolarización de la economía (tanto sector público como privado).

La dolarización genera riesgos que el Banco Central busca reducirla, para lo cual ha implementado diversas medidas. Entre ellas se encuentran:

- mantener una tasa de inflación baja y estable,
- favorecer el desarrollo del mercado local de deuda en soles,
- promover la interiorización de los riesgos que causa la dolarización financiera a través de un alto requerimiento de encaje en dólares, y
- promover el restablecimiento del pleno uso del sol como medio de pago, en todas las transacciones económicas.

La desdolarización, sin embargo, toma tiempo. Por ello, adicionalmente se implementan medidas destinadas a asegurar que el Banco Central pueda proveer transitoriamente liquidez en dólares al sistema financiero en situaciones adversas, así como suavizar la trayectoria del tipo de cambio para evitar que una depreciación significativa del nuevo sol deteriore aceleradamente los balances de los agentes económicos.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP: 1995-2006
(En miles de millones de US\$)



Debido a esto es que es importante para el Banco Central mantener un elevado nivel de reservas internacionales. Por un lado, permiten actuar como prestamista de última instancia en dólares en situaciones de iliquidez de la banca en esta moneda, reduciéndose este riesgo.

Al mantenerse un elevado nivel de reservas internacionales, se reduce la probabilidad de que los mayores riesgos de insolvencia e iliquidez asociados a una economía parcialmente dolarizada lleguen a materializarse. De esta manera, se favorece una mejor calificación crediticia para la economía en los mercados internacionales, lo que incentiva la inversión y el desarrollo del mercado local de deuda en nuevos soles.

Por el contrario, un reducido nivel de Reservas Internacionales eleva la probabilidad de ocurrencia de crisis económicas y además reduce la capacidad de respuesta de la economía a dichos eventos. La evidencia en nuestro país y en otras economías emergentes es que los costos de crisis económicas causadas por choques macroeconómicos adversos son significativos en términos de pérdida de producción y empleo.

Actualmente, las reservas internacionales netas cubren más de dos veces el monto a pagar en los próximos doce meses por concepto de deuda con no residentes. Adicionalmente, cubren más del 70 por ciento de la liquidez total del sistema bancario. Se ha encontrado empíricamente una mayor probabilidad de crisis financiera en países con bajos niveles de reservas internacionales respecto a sus obligaciones externas de corto plazo.

INDICADORES DE VULNERABILIDAD*

	2002	2003	2004	2005
1. RIN / deuda a un año (Número de veces) ^{1/}	2,1	2,1	2,2	2,6
2. RIN / liquidez total (%)	65	67	73	72

1/ Deuda de corto plazo y compromisos de amortización de la deuda de mediano y largo plazo para el siguiente año. Para el ratio del año 2004 no se incluye el monto prepago para el año 2005.

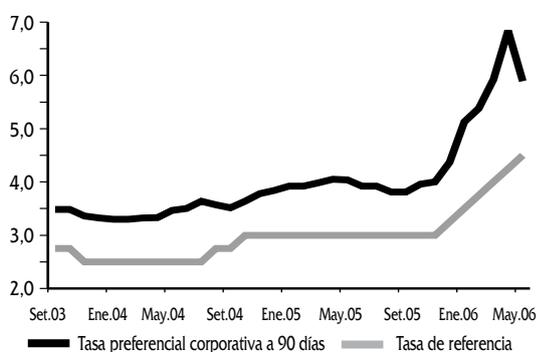
* D. Rodrick y A. Velasco (1999) "Short-Term Capital Flows". NBER.

IV. EVOLUCIÓN DE MERCADOS FINANCIEROS

IV.1 Tasas de interés del mercado bancario

Las tasas de interés en nuevos soles, tanto activas como pasivas para diferentes plazos, registraron alzas en lo que va de 2006. Las tasas de interés en dólares también se incrementaron, aunque en menor magnitud.

Gráfico 22
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En puntos porcentuales)



26. La tasa de interés activa preferencial corporativa a tres meses en nuevos soles registró un comportamiento ascendente durante los primeros meses de 2006, pasando de 4,37 por ciento en diciembre de 2005 a 6,84 por ciento en abril de 2006. Este incremento excedió al de la tasa de interés de referencia del BCRP durante el mismo período, con lo que la diferencia entre ambas alcanzó en promedio 1,4 puntos porcentuales en abril (alrededor de 2,2 puntos porcentuales al cierre de mes), cuando usualmente esta diferencia ha sido alrededor de un punto porcentual.

En esta situación, el BCRP implementó medidas para aliviar la sensación de iliquidez de la banca, con lo que la diferencia entre la tasa de interés activa preferencial corporativa a tres meses y la tasa de interés de referencia se ha vuelto a reducir, ubicándose el 15 de mayo en alrededor de 1,5 puntos porcentuales; la tendencia de esta diferencia es decreciente.

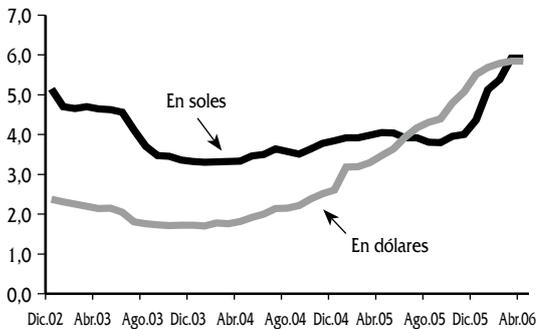
27. El diferencial entre las tasas de interés overnight en nuevos soles y dólares se ha incrementado en los primeros meses de 2006. Esto se encuentra relacionado con el hecho que la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica incrementó su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos desde diciembre de 2005, mientras que el BCRP aumentó su tasa de interés de referencia en 100 puntos básicos en el mismo período.

Cuadro 11

TASAS DE INTERÉS EN SOLES Y EN DÓLARES: 2005 - 2006
(En porcentajes)

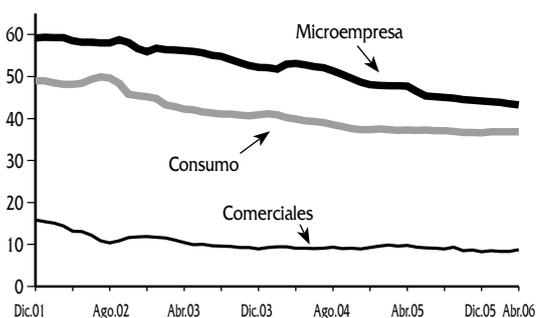
	(A) Soles					(B) Dólares					Diferencial (A) - (B)				
	Dic.	May.	Ago.	Dic.	Abr.	Dic.	May.	Ago.	Dic.	Abr.	Dic.	May.	Ago.	Dic.	Abr.
	2004	2005	2005	2005	2006	2004	2005	2005	2005	2006	2004	2005	2005	2005	2006
1. Tasa de referencia y tasa FED funds	3,00	3,00	3,00	3,25	4,25	2,25	3,00	3,50	4,25	4,75	0,8	0,0	-0,5	-1,0	-0,5
2. Depósitos hasta 30 días	3,1	3,3	3,2	3,6	5,5	2,1	2,8	2,9	3,6	4,0	1,0	0,5	0,2	-0,1	1,5
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,3	3,4	3,6	3,6	5,0	1,7	1,9	2,6	2,9	3,1	1,6	1,5	1,0	0,7	1,9
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,4	4,6	4,7	4,6	5,2	1,8	2,1	2,3	2,9	3,2	2,6	2,6	2,4	1,7	2,0
5. Activa preferencial corporativa	3,8	4,0	3,8	4,4	6,8	2,6	3,6	4,3	5,5	6,1	1,2	0,4	-0,5	-1,1	0,8
6. Activa promedio hasta 360 días	14,7	15,1	15,2	13,9	14,5	7,7	8,3	8,7	9,4	9,7	7,0	6,9	6,4	4,6	4,9
7. Activa promedio estructura constante	18,2	18,1	17,7	17,0	17,3	9,4	9,7	9,8	10,3	10,4	8,8	8,4	7,8	6,8	7,0

Gráfico 23
TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA A TRES MESES
(En porcentajes)



El aumento del diferencial entre las tasas de interés *overnight* en nuevos soles y dólares también se ha reflejado sobre las demás tasas de interés del mercado para distintos plazos, en especial sobre las de corto plazo, amplificado por la menor liquidez que experimentó la banca debido al pago del impuesto a la renta desde fines de marzo hasta mediados de abril.

Gráfico 24
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO
(En porcentajes)



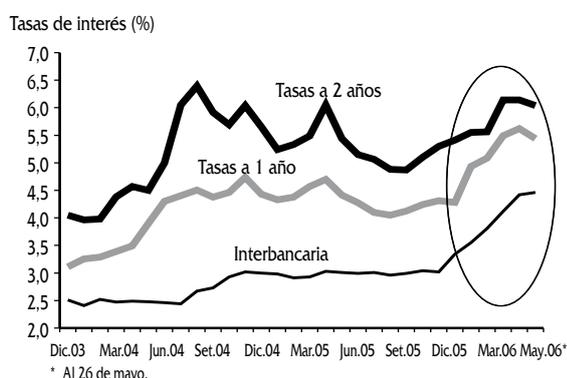
Así, las tasas de interés en nuevos soles que muestran el mayor incremento son la tasa de interés activa preferencial corporativa a tres meses de 4,4 a 6,8 puntos porcentuales y la tasa de interés de los depósitos a plazo hasta treinta días de 3,6 a 5,5 puntos porcentuales.

28. La mayor competencia en la provisión de créditos en los segmentos de consumo y microempresas se tradujo en una reducción de sus tasas de interés. La tasa de interés promedio que las empresas bancarias cobran por préstamos en nuevos soles a las microempresas, cayó de 44,2 por ciento en diciembre de 2005 a 43,3 por ciento en abril de 2006.

IV.2 Mercado de renta fija

En mayo de 2006 se colocó el primer bono a veinte años en nuevos soles nominales. Esta emisión busca continuar con la formación de la curva de rendimientos de bonos en nuevos soles nominales en el mercado local y sirve de referencia para las emisiones de títulos del sector privado a plazos cada vez mayores. La emisión de este bono será de especial relevancia para el sector hipotecario.

Gráfico 25
TASAS DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS EN NUEVOS SOLES



29. Entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, las tasas de rendimiento de los CDBCRP y de los bonos soberanos emitidos por el Tesoro Público (BTP) hasta un plazo residual menor a dos años mostraron, en promedio, una tendencia creciente. Este comportamiento siguió la elevación de la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario que establece el Banco Central y las presiones al alza en el mercado monetario por la mayor demanda de fondeo en nuevos soles de la banca para plazos cortos. En mayo se observó una reducción de dichas tasas junto con la corrección registrada en las tasas de corto plazo.
30. En el caso de las tasas de rendimiento de los títulos de más largo plazo, mayores a diez años, durante 2006 la tendencia ha sido a la baja, debido a la mejora en las perspectivas macroeconómicas.

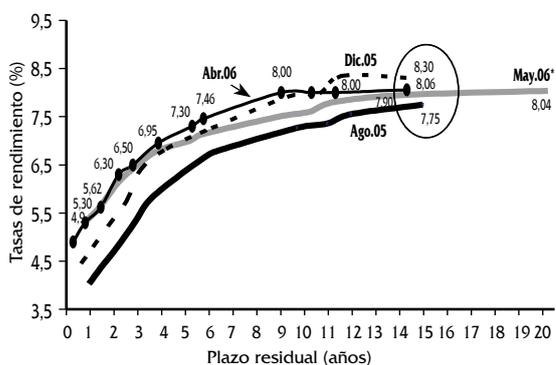
Cuadro 12

TASAS DE RENDIMIENTO EN EL MERCADO SECUNDARIO DE LOS BONOS SOBERANOS EN NUEVOS SOLES NOMINALES ^{1/}
(En porcentajes)

	12Ago.06	09Oct.07	09Jul.08	11Feb.09	10Mar.10	10Ago.11	31Ene.12	05May.15	12Ago.16	12Ago.17	12Ago.20	12Ago.26
2005												
Enero	4,89	5,87	6,40	6,97	-	8,70	-	-	-	-	-	-
Febrero	4,83	5,63	6,10	6,35	7,30	8,26	8,68	-	-	-	-	-
Marzo	5,03	5,69	6,36	6,79	7,68	7,79	8,59	-	-	-	-	-
Abril	5,15	6,07	6,44	6,95	7,80	8,25	8,63	-	-	-	-	-
Mayo	4,94	5,83	6,28	6,73	7,56	7,95	8,31	9,30	-	-	-	-
Junio	4,47	5,40	6,03	6,52	7,06	7,65	7,83	8,72	-	-	-	-
Julio	4,19	5,04	5,51	6,08	6,51	7,10	7,21	7,86	-	8,45	7,87	-
Agosto	4,00	4,80	5,36	5,69	6,31	6,76	6,96	7,34	7,36	7,65	7,86	-
Setiembre	4,01	4,79	5,24	5,53	6,11	6,44	6,47	7,15	6,92	7,28	7,45	-
Octubre	4,14	4,91	5,39	5,57	6,44	6,65	6,83	6,70	7,75	7,79	7,79	-
Noviembre	3,99	5,09	5,52	5,85	6,30	6,60	6,67	7,24	7,48	7,69	7,80	-
Diciembre	4,45	-	5,62	6,32	6,77	7,11	7,06	7,88	7,99	8,21	8,15	-
2006												
Enero	4,56	5,35	5,87	6,38	6,90	7,04	7,29	7,72	7,75	8,05	8,17	-
Febrero	4,67	5,38	5,75	6,03	6,63	6,79	6,89	7,33	7,27	7,59	7,67	-
Marzo	4,81	5,72	6,28	6,50	6,73	6,79	7,02	7,71	7,52	7,59	7,92	-
Abril	4,90	5,70	6,36	6,66	7,41	7,51	7,76	8,00	-	8,05	8,17	-
Mayo (2-26)	-	5,62	6,24	6,46	6,82	7,00	7,22	7,51	7,64	7,76	7,97	8,18

^{1/} Tasas de interés promedio para cada periodo.

Gráfico 26
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS
SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO 1/
 (En porcentajes)



* Al 26 de mayo.

1/ Tasas de rendimiento de los bonos soberanos registrados en la transacción en el mercado secundario más cercana al cierre del periodo.

31. El 2 de mayo se emitió, mediante oferta primaria, el primer bono soberano a veinte años. Esta emisión busca continuar con la formación de una curva de rendimientos del mercado de bonos que sirva de referencia para las emisiones en nuevos soles nominales del sector privado a plazos cada vez mayores. Asimismo, esta tasa de rendimiento servirá como referencia para los préstamos hipotecarios de más largo plazo en nuevos soles nominales y, dado el mayor plazo, permitirá una disminución de las cuotas a pagar por los prestatarios; esto favorecerá el dinamismo de este tipo de créditos y en nuevos soles nominales, coadyuvando a la desdolarización financiera.

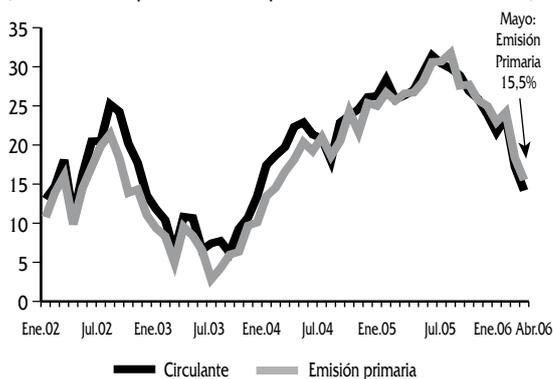
Las cotizaciones de dicho bono durante mayo confirman la tendencia decreciente de las tasas de rendimiento de los títulos de largo plazo observada en los meses anteriores, ya que su rendimiento fue de 8,04 por ciento, por debajo de la tasa de rendimiento que registró el bono a quince años en la última transacción efectuada en abril (8,06 por ciento).

De esta manera, Perú cuenta con el bono a plazo más largo en moneda local (en términos nominales) en la región, junto a México.

IV.3 Agregados monetarios

32. Durante los primeros cuatro meses de 2006 continuó el dinamismo de los agregados monetarios más amplios. Las tasas de crecimiento de la liquidez total del sistema bancario y del crédito al sector privado total del sistema financiero se ubicaron en 12,9 y 15,7 por ciento, respectivamente. Los depósitos en nuevos soles mostraron una ligera desaceleración en su evolución (21,0 por ciento). El crecimiento anual de los agregados monetarios menos amplios, como el circulante y la emisión primaria fueron también menores con tasas de 17,1 y 18,3 por ciento respectivamente.

Gráfico 27
CRECIMIENTO DE LOS SALDOS DE CIRCULANTE Y EMISIÓN
PRIMARIA EN MONEDA NACIONAL: Enero 2002 - Mayo 2006
 (Tasa de variación porcentual con respecto al mismo mes del año anterior)



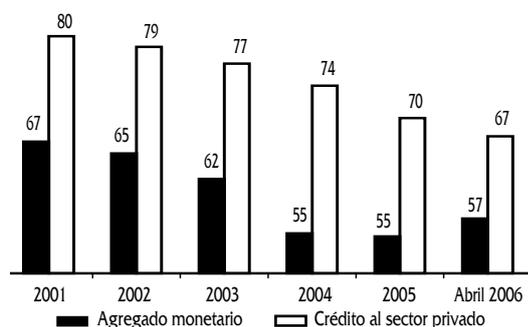
Cuadro 13

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DEL SISTEMA FINANCIERO

(Variación porcentual, fin del periodo)

	2003	2004	2005	2006 Abr.06
Circulante	13,4	26,3	25,8	17,1
Emisión primaria	10,1	25,3	25,7	18,3
Depósitos en soles	7,6	34,6	26,8	21,0
Liquidez total (sistema bancario)	1,0	8,2	18,4	12,9
Crédito en soles al sector privado	11,9	11,0	33,6	38,5
Crédito total al sector privado	-0,8	1,9	17,5	15,7

Gráfico 28
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)



33. Si bien la monetización de la economía reflejó el continuo dinamismo de la actividad económica para el periodo, la incertidumbre en el mercado cambiario influyó en una preferencia del público por activos en moneda extranjera. El coeficiente de dolarización de las obligaciones del sistema bancario mostró un ligero incremento, de 55 a 57 por ciento entre diciembre de 2005 y abril de 2006, cambiando temporalmente la tendencia de desdolarización que se observaba desde el año 2000. Sin embargo, el grado de dolarización del crédito al sector privado, tanto en el sistema financiero como en el sistema bancario, se redujo en 3 puntos porcentuales para el mismo período, debido al mayor financiamiento en moneda nacional en un contexto de un menor costo del crédito en nuevos soles de corto plazo respecto al de moneda extranjera.

Cuadro 14

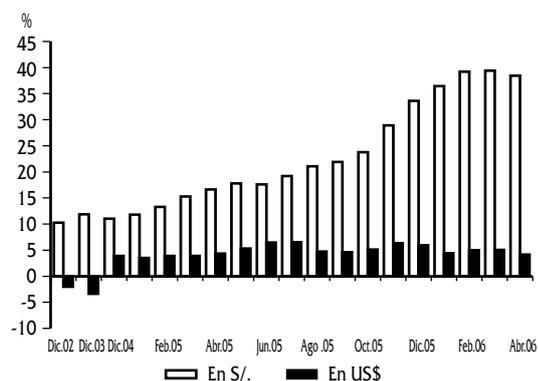
INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA

(En porcentajes del agregado monetario total)

Año	Liquidez del sistema bancario	Crédito al sector privado del sistema bancario	Crédito al sector privado del sistema bancario
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71
2005	55	70	67
2006 1/	57	67	64

1/ A abril de 2006.

Gráfico 29
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN SOLES Y EN DÓLARES
(Variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior)



34. El crédito al sector privado del sistema financiero - que incluye el financiamiento de las entidades financieras no bancarias a las empresas y familias - registró una tasa de crecimiento anual de 15,7 por ciento. Esta evolución correspondió principalmente a las empresas bancarias y las instituciones especializadas en microfinanzas, así como por la mayor participación de inversionistas institucionales.

35. Al igual que los años precedentes el crédito al sector privado fue liderado por el mayor crecimiento del componente en nuevos soles, que se expandió a una tasa anual de 38,5 por ciento al cierre de abril, superando la expansión del crédito en dólares que aumentó en 4,2 por ciento en el mismo período.

36. La expansión del crédito en nuevos soles en los últimos 12 meses (flujo de S/. 6 695 millones) fue liderada por las colocaciones de las empresas bancarias (S/. 3 981 millones), debido al mayor financiamiento de los segmentos de créditos comerciales y de consumo. En el primer caso, resaltaron los mayores flujos de créditos canalizados a los sectores de la industria manufacturera y de comercio. Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito en nuevos soles de los bancos se ubicó en 45,5 por ciento a abril de 2006, superior a la observada en diciembre de 2005 (37,1 por ciento).

Asimismo, se expandieron los créditos en nuevos soles de las instituciones especializadas en microfinanzas (S/. 1 597 millones) y los otorgados por inversionistas institucionales (S/. 773 millones) a través de la compra de valores de renta fija en soles.

Cuadro 15

**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones soles			Tasas de crecimiento	
	Abr.05	Dic.05	Abr.06	Abr.06/ Abr.05	Abr.06/ Dic.05
Empresas bancarias 1/	8 747	11 606	12 728	45,5	9,7
Banco de la Nación	1 162	1 277	1 384	19,1	8,3
Instituciones de microfinanzas	4 624	5 882	6 221	34,5	5,8
Bancos (créditos de microfinanzas)	1 206	1 545	1 657	37,4	7,3
Cajas municipales	1 496	1 848	1 981	32,5	7,2
Cajas rurales	274	348	383	39,9	10,2
Cooperativas	526	634	634	20,4	-
Edpymes	245	351	380	54,8	8,2
Empresas financieras	878	1 156	1 186	35,1	2,5
Inversionistas institucionales 2/	2 552	2 900	3 325	30,3	14,7
AFP	1 529	1 821	2 197	43,7	20,7
Empresas de seguros	821	751	806	-1,9	7,2
Fondos mutuos	202	328	322	59,5	-1,6
Empresas de leasing y otros	321	323	443	38,1	37,2
Total Sistema Financiero	17 406	21 988	24 101	38,5	9,6

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

37. El crédito al sector privado en dólares creció a una tasa anualizada de 4,2 por ciento al cierre de abril, lo que implicó un flujo de US\$ 510 millones con relación al mismo mes de 2005. Los mayores participantes fueron los inversionistas institucionales, que en conjunto registraron un flujo anual de US\$ 460 millones y que recoge las inversiones de las AFP y fondos mutuos en instrumentos de renta fija del sector privado.

Cuadro 16

**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US\$			Tasas de crecimiento	
	Abr.05	Dic.05	Abr.06	Abr.06/ Abr.05	Abr.06/ Dic.05
Empresas bancarias 1/	9 741	9 856	9 682	-0,6	-1,8
Banco de la Nación	22	22	22	-0,9	-0,1
Instituciones de microfinanzas	680	804	813	19,5	1,0
Bancos (créditos de microfinanzas)	134	177	170	27,4	-3,6
Cajas municipales	258	292	300	16,1	2,7
Cajas rurales	55	56	56	2,8	1,2
Cooperativas	152	188	188	24,0	0,0
Edpymes	50	55	53	6,9	-2,1
Empresas financieras	32	37	45	41,3	19,8
Inversionistas institucionales 2/	1 140	1 497	1 600	40,4	6,9
AFP	593	733	808	36,2	10,2
Empresas de seguros	97	151	155	60,6	2,8
Fondos mutuos	450	613	637	41,5	3,9
Empresas de leasing y otros	643	669	619	-3,6	-7,4
Total Sistema Financiero	12 226	12 848	12 736	4,2	-0,9

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

2/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

V. ENTORNO INTERNACIONAL

La economía mundial mantiene perspectivas de crecimiento, con mejoras importantes en algunas economías desarrolladas (como Japón y Europa) y en las principales economías emergentes (Rusia, China e India). Este escenario ha permitido mantener los precios de los commodities en niveles altos, y ha generado expectativas de un ajuste mayor en las tasas de interés. Se mantienen los riesgos asociados a los desequilibrios globales, a los elevados precios del petróleo y a una desaceleración del mercado inmobiliario norteamericano.

V.1 Situación económica de socios comerciales

38. El actual escenario de proyección considera una corrección al alza de las previsiones de crecimiento del conjunto de nuestros socios comerciales de Europa, Asia y América Latina, por lo que la proyección de 2006 se ha incrementado de 3,8 a 4,0 por ciento.

Cuadro 17

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/
En porcentaje

	Comercio 2004	2004	2005	Proyección		
				2006		2007
				RI Ene.06	RI May.06	RI May.06
Socios Comerciales 2/		4,8	4,0	3,8	4,0	3,6
Norteamérica	35%	4,1	3,5	3,4	3,4	2,9
Estados Unidos	33%	4,2	3,5	3,4	3,4	2,9
Canadá	2%	2,9	2,9	3,0	3,0	2,8
Europa	26%	2,5	1,9	2,2	2,4	2,2
Alemania	3%	1,6	0,9	1,6	1,8	1,1
Reino Unido	6%	3,1	1,8	2,1	2,3	2,5
Asia	15%	7,1	6,8	6,1	6,8	6,2
China	8%	10,1	9,9	8,7	9,6	8,8
Japón	4%	2,3	2,7	2,2	3,0	2,3
América Latina	23%	6,8	5,3	4,6	4,9	4,4
Argentina	2%	9,0	9,2	6,2	7,7	5,2
Brasil	5%	4,9	2,3	3,4	3,5	3,7
Chile	7%	6,1	6,3	5,5	5,6	5,3

1/ Datos del Concensus Forecast de mes respectivo.

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2004.

39. Las principales economías desarrolladas muestran, en forma simultánea, una evolución favorable. En **Estados Unidos de Norteamérica**, los indicadores de actividad económica muestran una evidencia mixta pero que confirma que la desaceleración del producto del cuarto trimestre de 2005 habría sido temporal. Se estima que el crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica estaría en 3,4 por ciento este año y en 2,9 por ciento en 2007, ligeramente inferior a lo proyectado a inicios de año.

Cuadro 18

PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento de PBI (en %)	1,6	2,7	4,2	3,5	3,4	2,9
Consumo Personal (var.% anual)	2,7	2,9	3,9	3,5	3,3	2,8
Inversión en negocios (var. % anual)	-9,2	1,3	9,4	8,6	9,1	6,7
Brechas						
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	-475	-520	-668	-805	-898	-892
Resultado Fiscal (US\$ miles de millones)	-158	-378	-413	-318	-351	-351
Indicadores de inflación						
Precios al consumidor (promedio)	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,4
Precios al productor (promedio)	-1,3	3,2	3,6	4,9	3,2	1,7
Costos Laborales (var. % anual)	3,6	3,8	3,7	3,3	3,3	3,5
Tasas de interés (en %)						
Notas del Tesoro a 3 meses	1,2	0,9	2,2	4,0	5,0	4,9
Bonos del Tesoro a 10 años	3,8	4,4	4,2	4,4	5,1	5,2
Diferencial entre tasas de corto y largo plazo (pbs.)	260	350	200	40	10	30

1/ Fuente Consensus Forecast de mayo de 2006.

Los precios, por su parte, se mantienen estables pero en niveles aún altos. La inflación anual del IPC a abril es de 3,5 por ciento (luego de alcanzar 4,3 en octubre de 2005 y 4,0 por ciento en enero de 2006); mientras que la inflación subyacente del IPC es sustancialmente menor, alcanzando a abril una tasa de 2,3 por ciento. Sin embargo, tal como señaló la FED, no se descarta que las presiones inflacionarias se acentúen en los próximos meses, debido a las tendencias recientes en el precio del petróleo y el elevado uso en la capacidad instalada que se encuentra en su mayor nivel desde julio de 2000.

El crecimiento de los países socios de **Europa** se estima en 2,4 por ciento, lo cual asume una recuperación en el primer trimestre de 2006 impulsada por la inversión. Este resultado se da en un contexto en que las presiones inflacionarias han ubicado a la inflación por encima del límite de 2,0 por ciento.

Gráfico 30
EUA: IPC TOTAL Y SUBYACENTE

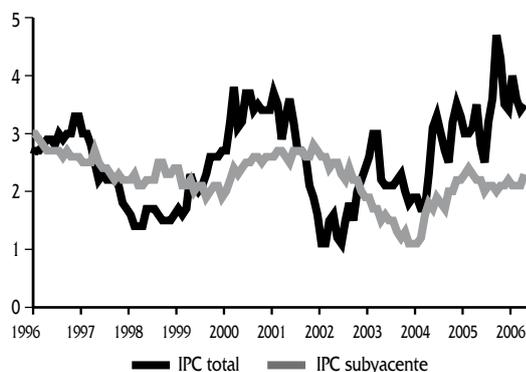
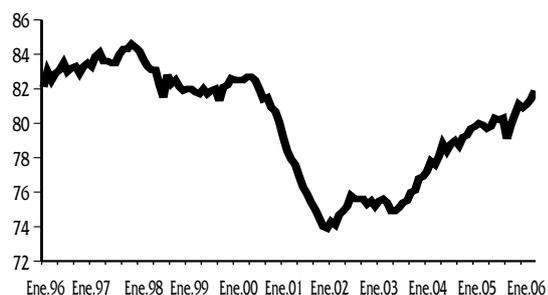


Gráfico 31
EUA: USO DE CAPACIDAD INSTALADA
(Porcentaje del total)



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 19

PRINCIPALES INDICADORES DE EURO ZONA 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento de PBI (en %)	1,0	0,7	1,8	1,4	2,1	1,8
Consumo Privado (var.% anual)	0,9	1,1	1,4	1,4	1,6	1,5
Formación bruta de capital fijo (var. % anual)	-1,4	0,8	1,9	2,5	3,4	3,3
Brechas						
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	37,5	31,2	75,2	2,5	-23,8	-1,4
Resultado Fiscal (miles de mill. de euros)	-183,0	-227,0	-213,0	-189,0	-204,0	-189,0
Indicadores de inflación						
Precios al consumidor (promedio)	2,3	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Precios al productor (promedio)	-0,1	1,4	2,3	4,1	3,5	1,8
Costos Laborales por hora (var. % anual)	3,7	3,3	3,5	2,6	2,4	2,4

1/ Fuente: Consensus Forecast de mayo de 2006.

Incluye todos los países de la Eurozona no necesariamente contemplados dentro de los principales socios comerciales del Perú.

En el caso particular de **Alemania y Francia** el componente más dinámico seguiría siendo el de las exportaciones que durante 2006 y 2007 crecería a tasas muy superiores al producto (entre 5,0 y 6,0 por ciento). En 2007, se espera que las economías socias de Europa crezcan, en promedio, 2,2 por ciento.

Cuadro 20

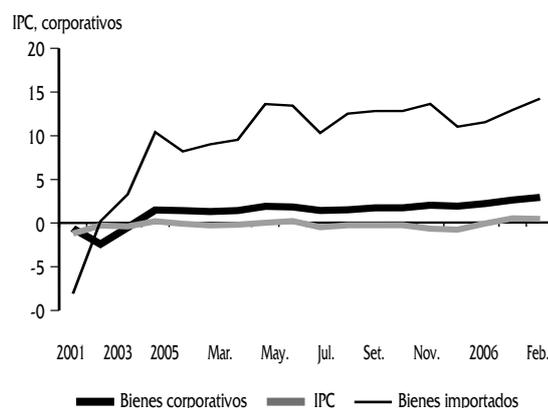
PRINCIPALES INDICADORES DE ALEMANIA 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento de PBI (en %)	0,1	-0,2	1,6	0,9	1,8	1,1
Consumo Privado (var.% anual)	-0,5	0,1	0,6	0,0	0,6	0,2
Inversión en maquinaria y equipo (var. % anual)	-7,5	-0,2	2,6	4,0	5,6	3,9
Brechas						
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	40,8	45,5	101,7	114,8	98,3	122,7
Resultado Fiscal (miles de mill. de euros)	-65,2	-74,1	-64,9	-72,0	-67,0	-54,9
Indicadores de inflación						
Precios al consumidor (promedio)	1,4	1,1	1,7	2,0	1,7	2,3
Precios al productor (promedio)	-0,6	1,7	1,6	4,6	4,3	2,1
Sueldos y Salarios negociados (var. % anual)	3,2	2,5	1,8	1,5	1,8	1,8
Tasas de interés (en %)						
Euros a 3 meses (var.% anual / fin per.)	2,9	2,1	2,2	2,5	3,0	3,3
Bonos del Gobierno a 10 años (var.% anual/ fin per.)	4,2	4,3	3,7	3,3	4,0	4,0
Diferencial entre tasas de corto y largo plazo (pbs.)	130	220	150	80	100	70

1/ Fuente: Consensus Forecast de mayo de 2006.

En **Japón**, el fin del proceso deflacionario tendería a acentuar las favorables perspectivas del mercado doméstico. El índice de precios al consumidor ha mostrado en los meses de enero y marzo variaciones anuales positivas entre 0,4 y 0,5 por

Gráfico 32
JAPÓN: DIVERSOS INDICADORES DE INFLACIÓN



ciento, influido por la evolución de los precios de los bienes importados. Sin embargo, el deflator del PBI sigue siendo negativo. De concretarse esta tendencia, Japón podría entrar en un círculo virtuoso donde las tasas de interés reales incentiven el consumo y la inversión con lo cual la recuperación económica reciente podría consolidarse. En este contexto, se elevó la proyección de crecimiento de este país de 2,2 a 3,0 por ciento para 2006, y de 2,1 a 2,3 por ciento para 2007.

Cuadro 21

PRINCIPALES INDICADORES DE JAPÓN 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento de PBI (en %)	0,1	1,8	2,3	2,7	3,0	2,3
Consumo Privado (var. % anual)	1,1	0,6	1,9	2,2	2,3	2,0
Inversión en negocios (var. % anual)	-5,2	6,2	4,6	7,9	6,5	5,6
Brechas						
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	112,6	136,2	172,1	163,9	140,2	133,6
Resultado Fiscal (Yenes billones)	-29,2	-35,3	-32,9	-29,4	-24,7	n.d.
Precios						
Inflación (promedio)	-1,0	-0,3	0,0	-0,3	0,4	0,6
Precios de bienes de corporaciones (Var. % anual)	-2,1	-0,8	1,2	1,7	1,9	0,5
Tasas de interés (en %)						
CD's a 3 meses	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8
Bonos del Gobierno a 10 años (Var. % anual/ fin per.)	0,8	1,4	1,4	1,5	2,0	2,2
Diferencial entre tasas de corto y largo plazo (pbs.)	70	130	130	140	170	140

1/ Fuente: Consensus Forecast de mayo de 2006.

40. Para 2006 se ha revisado al alza las proyecciones de crecimiento de China y otras economías que no están dentro de los 20 principales socios comerciales, como India y Rusia. Estos desarrollos, sumados a los de las economías desarrolladas, influyen sobre los términos de intercambio y la demanda por exportaciones de América Latina, donde las perspectivas de crecimiento se mantienen positivas. Dentro de las economías emergentes, la evolución ha sido también positiva.

41. **China** continúa creciendo a tasas significativas, lo que ha llevado a una revisión en las tasas de crecimiento del PBI para 2006 y 2007 (de 8,7 a 9,6 por ciento para 2006 y de 8,3 a 8,8 por ciento para 2007). En el primer trimestre, el PBI creció en 10,2 por ciento, debido a diversos factores como la mayor inversión, los altos niveles de consumo interno y un mercado externo dinámico (el superávit comercial de marzo alcanzó los US\$ 11,2 mil millones, el segundo récord histórico y US\$ 10,5 mil millones en abril).

La inflación, que alcanzó un máximo de 5,3 por ciento en agosto de 2004, ha venido disminuyendo, ubicándose en 1,2 por ciento en abril de 2006. Del mismo modo, los precios al productor han disminuido desde un máximo de 8,4 por ciento en octubre de 2005 hasta 1,9 por ciento en abril de este año. A pesar de esta evolución favorable en los precios existen temores por un posible sobrecalentamiento en algunos sectores. En este contexto, el Banco Central de China, luego de 18 meses, elevó su tasa de interés de referencia para préstamos en 27 pbs., ubicándola en 5,85 por ciento.

Cuadro 22

PRINCIPALES INDICADORES DE CHINA 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Indicadores de actividad						
Crecimiento de PBI (en %)	9,1	10,0	10,1	9,9	9,6	8,8
Brechas						
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	35,4	45,9	68,7	140,8	136,5	126,8
Precios						
Inflación (promedio)	-0,8	1,2	3,9	1,8	2,2	2,3
Tasas de interés						
Para capital de trabajo a 1 año	5,3	5,3	5,6	5,6	5,9	6,0

1/ Fuente: Consensus Forecast de mayo de 2006.

42. **América Latina** muestra también un crecimiento importante favorecido por el crecimiento mundial y por los elevados precios internacionales de los commodities. A nivel de países, existe un crecimiento generalizado, destacando **Chile y Colombia** donde el crecimiento de las exportaciones ha estado acompañado de una expansión de la demanda doméstica.

En **Chile** se estima que el crecimiento para el año 2006 sea de 5,6 por ciento, luego de crecer 6,3 por ciento en el 2005. Destaca la reducción del desempleo a niveles sin precedente y el superávit comercial de febrero. En el primer trimestre de este año la demanda interna habría moderado su tasa de crecimiento, en un contexto en que el Banco Central viene elevando gradualmente su tasa de interés hasta ubicarla en 5,0 por ciento. Asimismo, la inflación ha venido incrementándose hasta ubicarse en 3,8 por ciento, cerca del límite superior del rango meta de 4,0 por ciento.

Argentina y Venezuela también registran una expansión significativa, aunque con mayores tasas de inflación. En Argentina, considerando la evolución al primer trimestre, se estima

que la economía crecería 7,7 por ciento en 2006 y 5,2 por ciento en 2007. Venezuela, por su parte, creció un 7,9 por ciento durante el primer trimestre 2006, debido principalmente a la evolución en el sector no petrolero, en especial de la construcción. Se espera que su economía crezca en 7,4 por ciento en 2006 y 5,0 por ciento en 2007.

Por el contrario, **México y Brasil** presentarían menores tasas de crecimiento. Ambos países vienen flexibilizando la política monetaria, en un contexto de crecimiento modesto, elevados superávit comerciales y presiones inflacionarias moderadas. Así, el Banco Central de México redujo por novena vez su tasa de interés overnight a 7,0 por ciento (reducción de 25 pbs.) el 21 de abril desde un máximo de 9,75 por ciento en agosto 2005. Por su parte, en abril, el Banco Central de Brasil redujo la tasa de referencia en 75 pbs., por séptima vez consecutiva desde setiembre de 2005, hasta alcanzar una tasa de 15,75 por ciento, en línea con las expectativas del mercado.

Cuadro 23

PRINCIPALES INDICADORES DE LATINOAMÉRICA 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento de PBI (en %)						
Argentina	-10,9	8,8	9,0	9,2	7,7	5,2
Brasil	1,9	0,5	4,9	2,3	3,5	3,7
Chile	2,2	3,9	6,2	6,3	5,6	5,3
México	0,8	1,4	4,2	3,0	4,0	3,4
Consumo Privado (var.% anual)						
Argentina	-12,8	7,0	8,3	8,5	7,0	4,8
Brasil	-0,4	-1,5	4,1	3,1	3,9	3,9
Chile	2,4	4,2	6,1	8,2	6,4	5,5
México	1,6	2,2	4,1	5,4	5,0	4,3
Formación bruta de capital fijo (var. % anual)						
Argentina	-36,4	38,2	34,4	22,7	16,6	9,9
Brasil	-4,2	-5,1	10,9	1,8	5,6	6,6
Chile	1,5	5,7	11,7	24,7	11,2	8,4
México	-0,6	0,4	7,5	7,6	7,7	5,9
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)						
Argentina	8,6	7,7	3,3	5,4	4,4	3,0
Brasil	-7,6	4,2	11,7	14,2	9,1	4,0
Chile	-0,6	-1,0	1,6	0,7	2,0	0,2
México	-13,5	-8,6	-7,2	-5,7	-6,7	-10,9
Resultado del Sector Público (% del PBI) 2/						
Argentina	-1,5	0,5	2,6	1,8	1,7	1,6
Chile	-1,3	-0,4	2,2	4,8	5,7	3,2
México	-1,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Inflación (acumulada)						
Argentina	41,0	3,7	6,1	12,3	12,3	11,6
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,7	4,4	4,5
Chile	2,8	1,1	2,4	3,7	3,2	2,9
México	5,7	4,0	5,2	3,3	3,4	3,5

1/ Fuente: Latin American Consensus Forecast de mayo de 2006.

2/ Para Argentina es el Resultado del Sector Público no Financiero, para Chile es el Resultado del Gobierno General, para México es el Resultado del Sector Público incluyendo privatizaciones.

43. Consistente con los mejores fundamentos de las economías de la región, sus *spreads* disminuyeron respecto al Reporte Inflación anterior. Esta caída estuvo asociada también a la recomposición de la deuda externa hacia plazos más largos y orientada principalmente a la moneda doméstica. Cabe destacar que en el último año se ha observado un mejor manejo de deuda a través de recompras, canjes y extensión de la curva de rendimiento en moneda nacional.

Cuadro 24

SPREADS EMERGING MARKET BOND INDEX (EMBI+)

	Dic. 03 (1)	Dic. 04 (2)	Dic. 05 (3)	May. 06* (4)	Var. en pbs (4) - (2)
Economías Emergentes	418	356	245	215	-30
América Latina	521	466	283	239	-44
Brasil	463	382	311	273	-38
Colombia	431	396	238	207	-31
México	199	180	126	146	20
Argentina	5 632	4 703	504	369	-135
Perú	312	220	206	178	-28

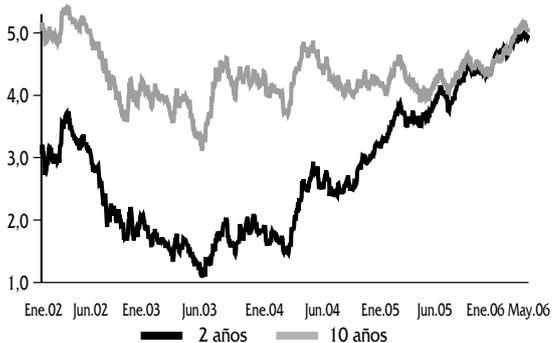
* Los datos son al cierre del 31 de Mayo de 2006.
Fuente : Reuters.

Evolución de las tasas de interés internacionales

44. Consistente con la evolución macroeconómica de Estados Unidos de Norteamérica, la **FED** elevó las tasas de interés, con lo que continuó el retiro gradual del estímulo monetario. Entre diciembre de 2005 y mayo de 2006 la tasa aumentó a un ritmo de 25 pbs. en tres ocasiones (enero, marzo y mayo), pasando de 4,25 a 5,00 por ciento.

La FED ha señalado que pueden existir alzas adicionales en caso se presenten presiones sobre la inflación, como consecuencia de los altos precios del petróleo y del alto uso de la capacidad instalada, por lo que se estima que la FED elevaría su tasa de interés hasta 5,25 por ciento en 2006. Las proyecciones asumen que esta tasa se mantendría en 2007, aunque no se descarta algún incremento adicional.

Gráfico 33
RENDIMIENTO DE TÍTULOS DEL TESORO EUA
(En porcentajes)



Fuente: Bloomberg.

45. Respecto a las tasas de largo plazo, en lo que va del año han mostrado un mayor incremento que las de corto plazo. Así las tasas de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años pasaron de 4,40 por ciento a fines de 2005 a 5,10 por ciento a fines de mayo, revirtiendo de este modo la tendencia observada a fines del año pasado cuando los rendimientos de estos títulos fueron incluso menores a las tasas de corto plazo. Esta tendencia al alza estaría influida por los temores de que los altos precios del petróleo tengan impacto sobre la inflación y, de este modo, afecten el retorno real de los títulos.

46. En Europa, el **Banco Central Europeo (BCE)** ha elevado dos veces su tasa de interés desde diciembre, en un entorno de cierta recuperación económica y de presiones inflacionarias. Sin embargo, en sus últimas reuniones no ha modificado su tasa, dejando entrever que ésta subiría en junio. El mercado descuenta una elevación en junio y en el segundo semestre, que ubicaría la tasa entre 3,0 y 3,5 por ciento, conforme se presenten mayores señales de presiones inflacionarias y de aceleramiento de la economía.

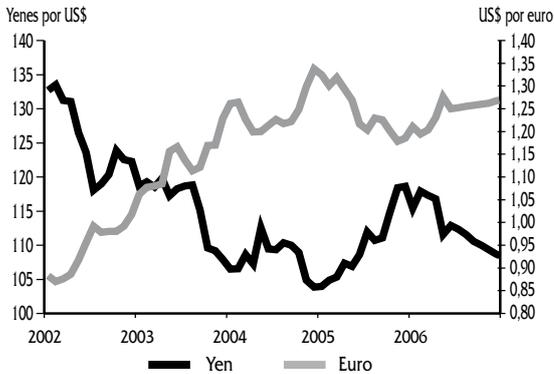
Cuadro 25

ULTIMAS DECISIONES DE LOS BANCOS CENTRALES (al 30 de mayo de 2006)

País	Tasa de interés	Última Reunión		
		Fecha	Direc.	Tasa
AMÉRICA				
Estados Unidos	Fondos Federales	10-May.-06	+	5,00
Canada	Overnight (Préstamos)	24-May.-06	+	4,25
Perú	Tasa Referencial	4-May.-06	+	4,50
Chile	Política Monetaria	11-May.-06	=	5,00
Mexico	Tasa overnight	26-May.-06	=	7,00
Colombia	Repo (reverse)	26-May.-06	=	6,25
Brasil	Selic	19-Abr.-06	-	15,75
EUROPA				
BCE	Subasta Mínima	4-May.-06	=	2,50
Reino Unido	Repo	4-May.-06	=	4,50
Rumania	Tasa base	11-May.-06	=	8,50
Islandia	Repo	18-May.-06	+	12,25
Hungría	Repo (2 sem)	22-May.-06	=	6,00
Rep. Checa	Repo (2 sem)	25-May.-06	=	2,00
Turquia	Overnight (Depósitos)	25-May.-06	=	13,25
Eslovaquia	Repo (2 sem)	25-Abr.-06	=	3,50
Polonia	Intervención (28d)	26-Abr.-06	=	4,00
Noruega	Tasa de Depósitos	26-Abr.-06	=	2,50
Suecia	Tasa Repo	28-Abr.-06	=	2,00
ASIA				
Japón	Meta liquidez (trills. de yenes)	19-May.-06	+	14,30
China	Tasa Prestamos (12 m)	27-Abr.-06	+	5,85
Australia	Cash Overnight	3-May.-06	+	5,75
Filipinas	Tasa Repo Reverse	4-May.-06	=	7,50
Indonesia	SB(1m)	9-May.-06	-	12,5
Corea del Sur	Overnight Call Rate	11-May.-06	=	4,00
Sri Lanka	Overnight (Depósitos)	15-May.-06	=	8,75
Malasia	Overnight	22-May.-06	=	3,50
Israel	Crédito de Corto Plazo	29-May.-06	=	5,25
Tailandia	Repo (14d)	10-Abr.-06	+	4,75
India	Repo (Reverse)	18-Abr.-06	=	5,50
Nueva Zelanda	Cash Oficial	27-Abr.-06	=	7,25
ÁFRICA				
Sudáfrica	Repo	13-Abr.-06	=	7,00

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 34
COTIZACIONES DE EURO Y YEN



Fuente: Bloomberg.

47. Asimismo, en línea con las mejores condiciones económicas y con la reversión del proceso deflacionario, el **Banco de Japón (BOJ)** anunció la reducción del monto de efectivo en las cuentas corrientes de los bancos de un rango de 30 a 35 trillones de yenes a 6,0 trillones de yenes, la misma que sería gradual y culminaría en junio de 2006. Asimismo, se espera que el BOJ eleve su tasa durante el segundo semestre de este año.

Evolución del dólar en los mercados internacionales

48. En lo que va del año, el dólar se ha depreciado 3,6 por ciento con respecto al euro y 1,6 por ciento con respecto al yen. Las perspectivas de un menor diferencial de tasas a favor del dólar y la mejora en las perspectivas macroeconómicas de Japón y la Eurozona habrían influido en esta evolución. Para lo que resta del año se prevé que continúe la tendencia depreciatoria del dólar versus las principales monedas.

V.2 Términos de intercambio

En lo que va del año, los términos de intercambio han mostrado un crecimiento significativo, debido a la favorable evolución del precio de la mayoría de los commodities que han superado las proyecciones iniciales. Para lo que resta de 2006, la perspectiva es aún favorable pero con una corrección a la baja respecto a los niveles actuales, básicamente por una desaceleración de la demanda industrial asociada al menor crecimiento, en particular de Estados Unidos de Norteamérica y de China. Esta corrección de precios continuaría en 2007, pero con niveles promedio que estarían aún por encima de los registrados en 2005.

49. En el primer trimestre del año, los términos de intercambio alcanzaron un incremento de 17 por ciento con respecto a similar período de 2005, reflejando el alza generalizada de los principales *commodities*, que en algunos casos registraron niveles sin precedentes, como el petróleo, cobre, zinc y oro (este último en 26 años).

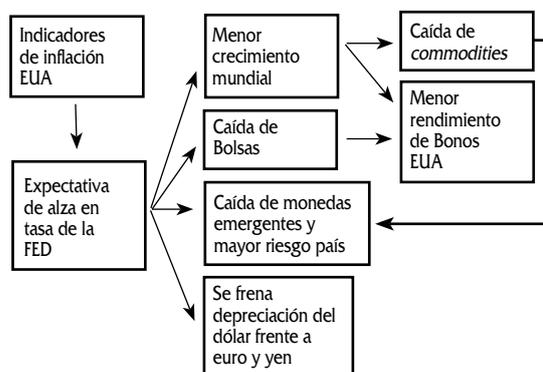
Esta alza generalizada se explica por los problemas de restricción de oferta de corto plazo en el mercado de metales básicos de cobre y zinc, y en el de petróleo, así como la elevada demanda mundial, la cual viene siendo exacerbada por los bajos niveles de inventarios.

RECUADRO 4 DESARROLLOS RECIENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En las últimas semanas de mayo, los mercados financieros han registrado una elevada volatilidad, en parte motivada por la probabilidad de que la FED incremente sus tasas de interés. La probabilidad de un ajuste adicional para la reunión de junio, ha aumentado desde 32 por ciento, a inicios de mayo, hasta 54 por ciento a fines del mes.

Ello, entre otros efectos, ha llevado a reducir las expectativas de crecimiento afectando los precios de los commodities (el cobre registró caídas de hasta 14 por ciento). También ha implicado cierta reversión de los flujos financieros con las consecuentes caídas de las bolsas, elevación de los spreads de los títulos de economías emergentes, depreciación de la mayoría de monedas y caída en el rendimiento de los bonos del Tesoro.

Aunque esta volatilidad se redujo en la última semana, no se puede descartar que, en el futuro, estos canales de transmisión puedan mantenerse. Ello considerando que las perspectivas mundiales apuntan a una reducción de los estímulos monetarios en la mayoría de economías desarrolladas (en particular en la Eurozona y Japón). Asimismo, existen otros factores, como la posible desaceleración de China, el mantenimiento de altos precios de petróleo, o el incremento a la aversión al riesgo - que podrían acentuar un escenario como el señalado.



Por ello, son importantes las implicancias que este escenario podría tener sobre las economías emergentes. En el caso del canal **comercial**, existe la posibilidad de un ajuste, mayor al previsto por el mercado, en el precio de los commodities, en particular en aquellos productos (como el cobre y el zinc) cuyo precio está fuertemente vinculado a la evolución de la actividad económica mundial. En el caso peruano, la caída en el precio de estos productos podría ser parcialmente compensada con la mejora en el precio del oro, que suele verse presionado al alza en escenarios de mayor inflación y de incremento en la aversión al riesgo.

En el plano **financiero**, la menor liquidez mundial y una mayor aversión al riesgo podría llevar a presiones adicionales sobre los spreads y las monedas de economías emergentes. Las presiones sobre las monedas de algunas economías con elevado déficit en cuenta corriente (Islandia, Nueva Zelanda, Turquía y Hungría) hacen prever que aquellas economías con un desequilibrio externo mayor estarían en una posición menos ventajosa, la cual además puede ser agravada por una posición fiscal débil o por la posición larga en moneda local de no residentes que registran alguno de dichos países.

SALDO EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PBI*

(Ratios)

Pais	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Islandia	-6,9	-10,3	-4,4	1,5	-5,0	-9,4	-16,6	-13,8	-8,6
Nueva Zelanda	-6,2	-5,2	-2,8	-4,0	-4,3	-6,6	-8,8	-8,9	-7,6
Tailandia	10,2	7,6	5,4	5,5	5,6	4,2	-2,3	-2,0	-2,1
Turquía	-0,7	-5,0	2,4	-0,8	-3,3	-5,2	-6,3	-6,5	-6,1
Hungría	-7,9	-8,5	-3,2	-4,6	-7,2	-8,8	-8,7	-9,1	-8,9

* Fuente: World Economic Outlook, abril 2006.

En tal sentido, es de destacar que la economía peruana ha presentado en los últimos años una mayor fortaleza en sus cuentas externas y fiscales, factores que han influido en la menor volatilidad cambiaria y en la moderada caída bursátil que enfrentó Perú en relación con otras economías emergentes en la reciente turbulencia de los mercados.

Cabe señalar que estos factores están incentivando la toma de posiciones netas de compra de especuladores en los mercados de futuros de commodities, inclusive en productos como el petróleo donde la posición neta compradora prácticamente se había revertido a fines de 2005. Según algunas estimaciones, los fondos de inversión han incrementado su participación en commodities, de US\$ 45 mil millones en 2004 a US\$ 70 mil millones en 2005.

RECUADRO 5

¿FUNDAMENTOS O BURBUJA ESPECULATIVA EN EL MERCADO DE COMMODITIES?

En lo que va del año, los commodities han registrado un alza generalizada de precios que ha venido acompañada de un incremento significativo de la volatilidad. En los dos últimos meses, se han registrado niveles récord en casi todos los precios, como en el cobre, petróleo y oro (en este caso en 26 años), aunque en las últimas semanas los precios registraron un fuerte retroceso. Existe el debate sobre si el rápido crecimiento, y su posterior corrección, es reflejo de factores de oferta y de demanda o si, por el contrario, responden más bien a una burbuja especulativa.

Existen analistas que indican que el incremento de precios no está en línea con la evolución de los fundamentos. Así, Roach (2006) ^{1/} señala que un crecimiento mundial de 4 por ciento no es significativamente distinto de otros episodios de crecimiento en las tres últimas décadas. Sin embargo, el índice de commodities industriales se ha incrementado 53 por ciento en los últimos cuatro años, 42 por ciento en términos reales, casi el doble de lo observado en el boom de los setentas. China tampoco estaría en capacidad de sostener la demanda actual de commodities ya que tiene como meta reorientar su crecimiento hacia el mercado interno y promover tecnología que reduzcan el consumo de commodities. Esta evaluación es consistente con proyecciones que ex ante, preveían correcciones graduales en los precios.

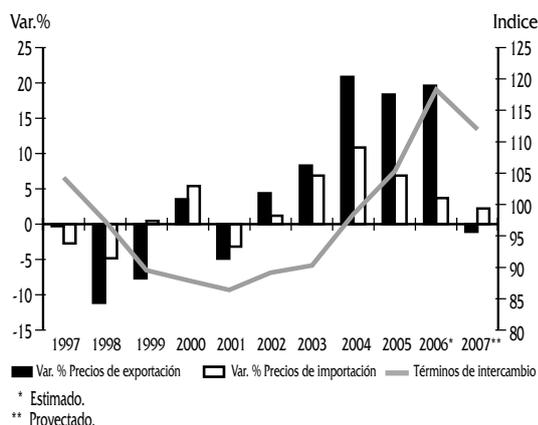
Otros analistas (Roubini ^{2/} y otros) indican que los precios actuales, además de responder al sostenido crecimiento de la economía mundial, a la demanda de China e India y a restricciones en la oferta (con escasa posibilidad de incrementos en el corto plazo), responden también a otros factores. Entre estos factores se encuentran las favorables condiciones en la liquidez mundial y bajas tasas de interés, que han propiciado la menor aversión al riesgo. A ello se suma la mayor participación de posiciones no comerciales en los mercados de commodities; existiendo evidencia de una alta correlación entre el aumento de los contratos - que, por ejemplo, pasaron de representar el 25 por ciento del total de operaciones de futuro en el cobre en el 2002 a 47 por ciento en el 2005- y la evolución en el precio de los commodities. Se estiman que las posiciones no comerciales habrían aumentado de US\$ 45 000 millones a US\$ 75 000 millones en el 2005 y que para el año 2006 alcanzarían los US\$ 110 000 millones.

El debate reside básicamente en determinar qué parte de la demanda, incluyendo estas posiciones no comerciales, han ido más allá de los fundamentos asociados a la liquidez y las bajas tasas de interés y han posibilitado la creación de una burbuja; y qué parte está respondiendo a la reversión del ciclo de abundante liquidez y al retiro del estímulo monetario.

1/ Stephen S. Roach, Commodity Bubble, Morgan Stanley, may 15, 2006.

2/ Roubini, Nouriel. Commodity Prices Sharp Rise. and Recent Sharp Fall: Bubbles of Fundamentals? (página del RGE monitor).

Gráfico 35
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



50. La evolución observada en lo que va del año, junto con los problemas de oferta en los mercados de commodities, han generado una corrección al alza en las expectativas de precios para este año, a diferencia de lo que se esperaba a fines de 2005.

Se estima que los precios de los principales commodities aún se mantendrían por encima de los niveles del año previo, pero registrándose una corrección paulatina en lo que resta del año, que se prolongaría hasta 2007, consistente con el menor crecimiento mundial proyectado. Cabe señalar que en el contexto del debate sobre la evolución de los precios por encima de sus fundamentales (ver recuadro), una corrección significativa de los precios no está totalmente descartada por el mercado.

Cuadro 26

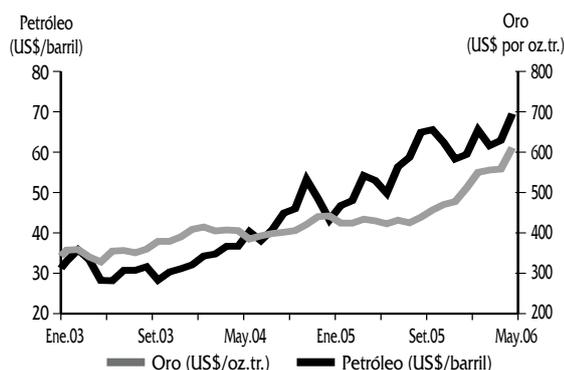
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(Variación anual)

	Ejecutados		Proyecciones			
	2005		2006	2006		2007
	I Trim	Año	I Trim	RI Ene.06	RI May.06	RI May.06
Términos de intercambio	1,5	7,0	16,6	0,5	16,5	-4,9
Índice de precios de exportación	11,8	18,4	23,6	4,6	25,4	-0,6
del cual cotizaciones internacionales:						
- Oro (US\$ / Oz.Tr.)	428	445	555	521	608	649
- Cobre (cUS\$ / Lb)	148	167	224	181	271	256
- Zinc (cUS\$ / Lb)	60	63	100	80	124	114
Índice de precios de importación	10,2	10,6	5,9	4,1	7,7	4,6
del cual cotizaciones internacionales:						
- Petróleo (US\$ / barril)	50	57	63	61	70	73
- Trigo (US\$ / TM)	125	130	153	142	165	173

Fuente: BCRP.

Gráfico 36
COTIZACIÓN DEL ORO Y DEL PETRÓLEO



Oro

51. En lo que va del año la cotización del oro ha registrado un incremento significativo, alcanzando niveles no observados en 26 años, llegando a cotizar US\$/oz.tr. 721 el 11 de mayo. El alza de la cotización se asocia a las características del oro como depósito de valor, por lo que factores como el incremento de los temores inflacionarios por las nuevas alzas de la cotización del petróleo, la incertidumbre geopolítica y la debilidad del dólar frente al euro, habrían influido en esta evolución.

GRÁFICO 37
PRECIOS PROMEDIO DEL ORO Y EL DÓLAR

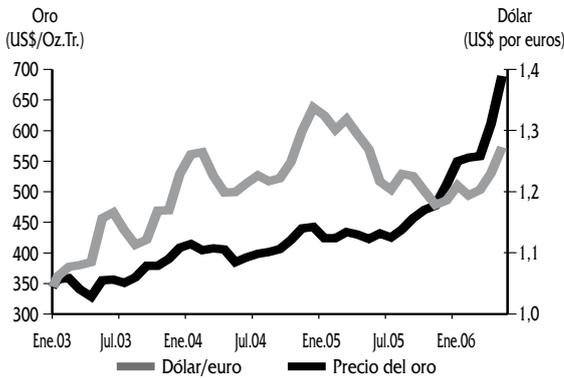


GRÁFICO 38
COTIZACIÓN DEL ORO E INFLACIÓN EUA

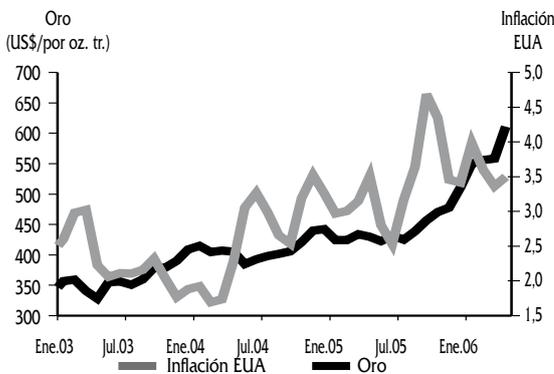


Gráfico 39
ORO: CONTRATOS ESPECULATIVOS (NO COMERCIALES)

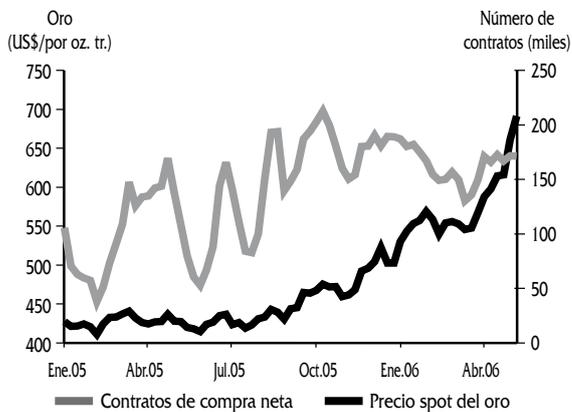
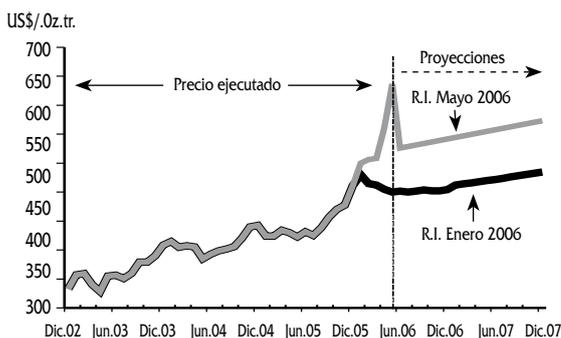


Gráfico 40
PRECIO DEL ORO



Asimismo, estos factores estarían incentivado la demanda de los fondos de inversión y de otros fondos especializados en *commodities*. Respecto a estos últimos, sus posiciones de compra neta en el mercado de futuros se han recuperado a partir de marzo, a diferencia de lo observado en otros mercados como el del cobre.

52. Para lo que resta del año 2006 y para 2007, las perspectivas del precio son favorables. Si bien se espera una corrección a la baja respecto a los altos niveles actuales, la cotización promedio para 2006 ascendería de US\$ 521 a US\$ 608 por onza troy, y para 2007 a US\$ 649 por onza troy.

Con respecto al balance de oferta y demanda mundial mencionado en el "Reporte de Inflación" de enero de 2006 (que mostraba niveles muy similares a los observados en 2005), no se registraría un cambio significativo, aunque el factor de volatilidad atribuido a la demanda por inversión ha sido un factor importante que ha empujado la cotización en lo que va del año. En la medida que persistan los temores inflacionarios (asociados con la evolución del petróleo), esta demanda seguiría sosteniendo los niveles del oro. Asimismo, la depreciación del dólar (atribuida a la reducción prevista en el diferencial de tasas con la Eurozona) favorecería esta tendencia.

Cuadro 27

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA DE ORO
(En TM)

	2003	2004	2005
Oferta Minera	2 322	2 037	2 355
Ventas Sector Oficial	617	471	663
Chatarra	939	834	841
Total Oferta	3 878	3 342	3 859
Fabricación (industrial y joyera)	2 858	3 028	3 155
Inversión (monedas y barras)	310	391	425
Otras inversiones al por menor	- 18	- 48	- 29
Fondos Especializados	39	133	203
Total Demanda	3 189	3 504	3 754
Balance	690	-162	105

Fuente: World Gold Council.

Gráfico 41
PRECIO PROMEDIO DEL COBRE E INVENTARIOS TOTALES
(Al 15 de mayo de 2006)

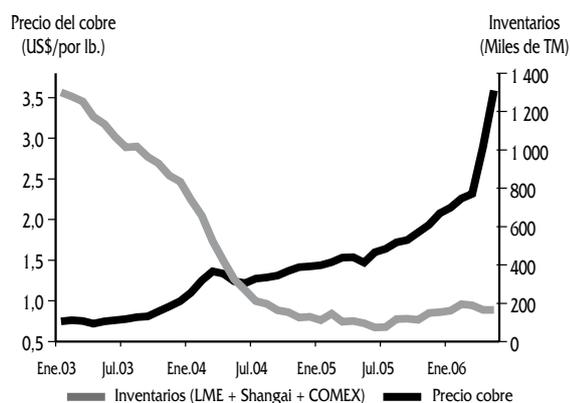
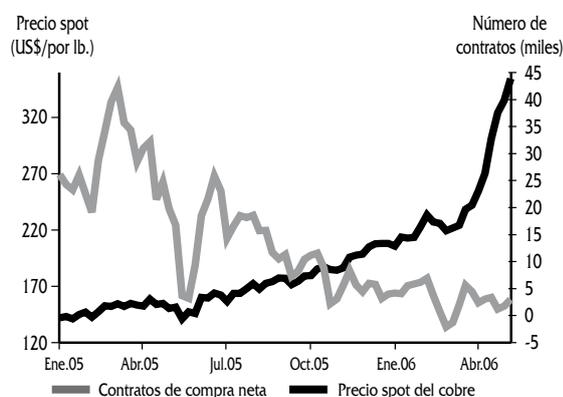


Gráfico 42
COBRE: CONTRATOS ESPECULATIVOS (NO COMERCIALES)



Cobre

53. En lo que va del año la cotización del cobre ha registrado un incremento significativo, alcanzando niveles récord en mayo (llegó a cotizar US\$/lb. 3,99 el 12 de mayo).

Esta alza se explicaría en primer lugar por la continuidad de los problemas de restricciones de oferta de corto plazo, las que se han reflejado en los bajos niveles de inventarios globales. Asimismo, el mayor crecimiento de la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes impulsaron la demanda del metal. Cabe señalar además que la reciente depreciación del dólar frente al euro y yen habría incentivado el consumo en Europa y Asia.

54. Una de las principales fuentes de las restricciones de oferta fueron los problemas sociales -huelgas- en países como Indonesia (mina Grasberg de Freeport-MCMoran Cooper & Gold) y en México (Mina La Caridad y Cananea del Grupo México). Asimismo, Codelco (Chile) anunció una menor producción para este año y el próximo respecto a lo registrado en el 2005. Todos estos eventos han incidido negativamente en la producción esperada para este y el próximo año.

Asimismo, los altos niveles de la cotización observados se explicarían por la mayor demanda comercial (no especulativa) estacional que caracteriza al segundo trimestre en los mercados de productos básicos, ya que, a diferencia del caso del oro y petróleo, la demanda neta especulativa en el mercado de futuros se ha mantenido en niveles muy bajos (como hacia finales del 2005).

55. Para lo que resta del año 2006, las perspectivas son aún favorables a pesar de que el mercado mantiene su proyección de que este año y el próximo la oferta superaría a la demanda, revirtiéndose así tres años continuos de déficit.

Cuadro 28

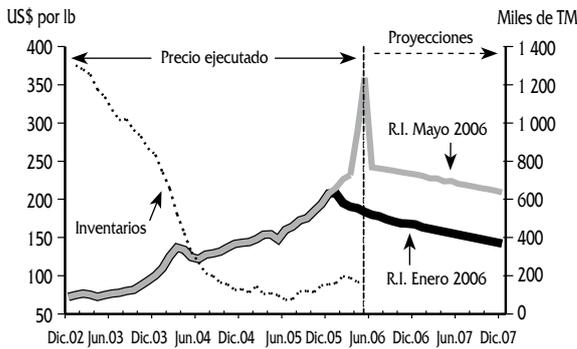
BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE COBRE
(Miles de TM)

	2003	2004	2005	2006*
Producción Minera	11 076	11 933	12 133	12 903
Producción Refinados Total (1)	11 506	11 689	11 891	13 003
Consumo Refinado total (2)	11 840	12 537	11 929	12 948
Balance de mercado (1) - (2)	- 334	- 848	- 38	55
Inventarios totales reportados	1 336	488	451	506
Como días de consumo	6,0	2,1	2,0	2,1

*Proyección.

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, May 2006).

Gráfico 43
PRECIO DEL COBRE



Estos estimados están en línea con las últimas proyecciones del *International Copper Study Group* (ICSG) que ha estimado que la demanda de refinados para 2006 y 2007 crecería en aproximadamente 5 por ciento, mientras que la oferta de refinados lo haría en casi 7 por ciento este año y casi 4 por ciento el próximo. Con ello, en 2006 el superávit de mercado sería de 244 mil TM este año y de 55 mil TM el próximo.

Con estos balances estrechos, bajo una coyuntura en la que se mantienen las restricciones de oferta de corto plazo, y una alta volatilidad por la participación de los fondos especulativos, las expectativas de precios promedio para este año se han corregido al alza. Se proyecta que la cotización promedio para 2006 ascendería de US\$ 1,81 a US\$ 2,71 por libra, y para 2007 descendería a US\$ 2,56 por libra.

Zinc

56. En lo que va del año, la cotización del zinc ha registrado un incremento significativo, alcanzando niveles récord, llegando a cotizar US\$ 1,81 por libra el 11 de mayo.

Como en el caso del cobre, esta alza se explica por las restricciones de oferta de concentrados, lo que ha generado un mayor cierre de fundidoras y por lo tanto escasez de refinados. En China, México y Corea, principalmente se han cerrado diversas refinerías que han generado una mayor presión de precios. Esta menor oferta se ha reflejado en los bajos niveles de inventarios de la London Metal Exchange (LME), los cuales al 15 de mayo han caído en 36 por ciento respecto al cierre de 2005, y a niveles más bajos en 4 años.

Además el crecimiento de la demanda del principal consumidor (China) durante el primer trimestre y la reciente depreciación del dólar con respecto al yen, habría impulsado la demanda del metal. En el caso del zinc, el mercado tiene la percepción de que la demanda global de refinados de zinc no se vería impactada negativamente por el alza de las tasas de interés en China, ya que considera que se requeriría de medidas más importantes que impacten el consumo de automóviles y construcción, principales industrias consumidoras de zinc.

También estaría impactando la expectativa de que los mercados de *commodities* registrarían un mayor rendimiento este año, lo que incentiva a los fondos especulativos a elevar su participación en este mercado.

Cuadro 29

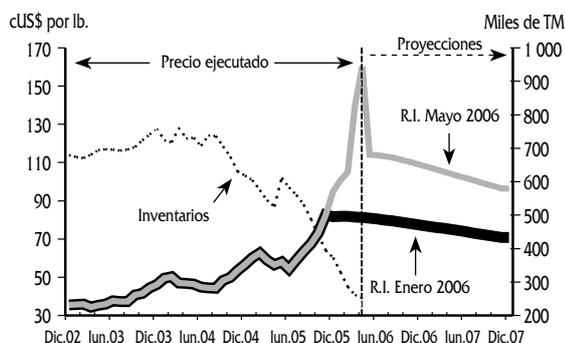
BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE ZINC
(Miles de TM)

	2003	2004	2005	2006*
Producción Minera Total	6 706	6 545	6 646	7 026
Producción Refinados Total	6 651	6 677	6 566	6 759
Oferta Total de refinados (1)	7 429	7 304	7 102	7 315
Consumo Total Refinados (2)	7 202	7 579	7 501	7 812
Balance de mercado (1) - (2)	227	- 275	- 399	- 497
Inventarios totales reportados	1 322	1 047	648	151
Como días de consumo	9,7	7,3	4,6	1,0

*Proyección.

Fuente: Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, May 2006).

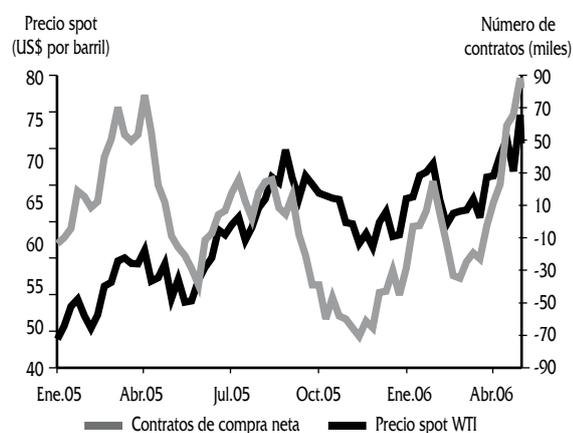
Gráfico 44
PRECIO DEL ZINC E INVENTARIOS LME



57. Para lo que resta del año 2006 las perspectivas son muy favorables. En el reporte de inflación de enero se señaló que a diferencia de otros metales básicos, el mercado de zinc mantendría un déficit de oferta este año por tercer año consecutivo.

Esta perspectiva es corroborada por el *International Lead and Zinc Study Group* (ILZSG), que en su último reporte estima que la demanda de refinados registraría un incremento de 4,8 por ciento básicamente por el mayor crecimiento de China, India, Corea y Japón; mientras que la oferta de refinados lo haría en 4,3 por ciento. Con ello, en 2006 el déficit de mercado sería de 437 mil TM este año. Así, se proyecta que la cotización promedio para 2006 ascendería de US\$ 0,80 a US\$ 1,24 por libra, y para 2007 descendería a US\$1,14 por libra.

Gráfico 45
PETRÓLEO: NÚMERO DE CONTRATOS ESPECULATIVOS (NO COMERCIALES)



Fuente: Bloomberg.

Petróleo

58. En lo que va del año la cotización del petróleo ha registrado un incremento significativo, alcanzando niveles sin precedentes en mayo (llegó a cotizar -al cierre- US\$/b. 74,6 el 2 de mayo).

La evolución del precio del petróleo se explica por los temores de interrupción de oferta en el Medio Oriente debido a las tensiones geopolíticas en Irán (cuarto producto mundial), Irak y Nigeria (octavo productor mundial). Por otro lado, también influyeron las nuevas operaciones militares de Estados Unidos de Norteamérica en Irak en el mes de marzo y las tensiones en Nigeria, lo que ha hecho caer en 9 por ciento la producción de dicho país, debido a las huelgas y sabotajes. Asimismo, en marzo los ataques terroristas se extendieron a Arabia Saudita, lo que afectó la producción de importantes empresas como la *Royal Dutch Shell*.

Gráfico 46
INVENTARIOS DE COMBUSTIBLES EN EUA

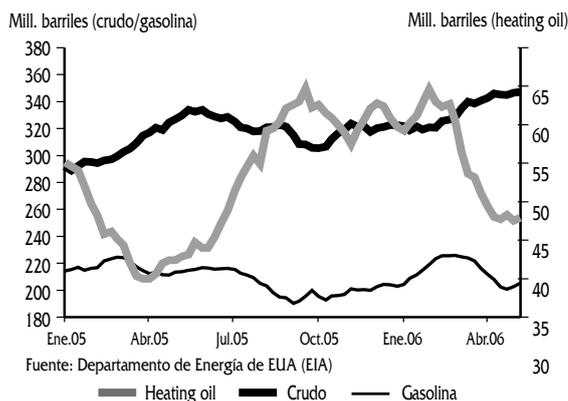
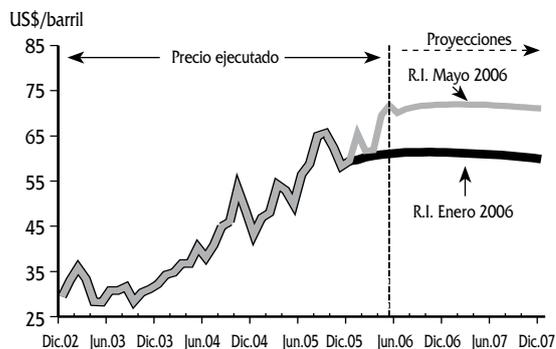


Gráfico 47
PRECIO DEL PETRÓLEO



59. Cabe mencionar que estos factores de oferta han sido parcialmente compensados con la favorable evolución de los inventarios de crudos y derivados en Estados Unidos. Así, al 10 de mayo, según el Departamento de Energía de Estados Unidos, los inventarios de crudo se habrían incrementado en 24,4 millones de barriles (8 por ciento), respecto al cierre de 2005.

El acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener su producción en 28 millones de barriles diarios (cerca de su capacidad máxima), contribuyó también a frenar el precio del petróleo. Asimismo, el recorte de la estimación de demanda mundial de la Agencia Internacional de Energía para este año en 200 mil barriles por día (a 84,83 millones de barriles por día) tuvo similar impacto.

Todos estos factores han favorecido una ligera corrección a la baja en la cotización del petróleo. Aunque aún persisten los temores geopolíticos, básicamente respecto a Irán, cualquier incremento de las tensiones entre Estados Unidos de Norteamérica e Irán impulsarían la cotización por encima de los niveles ya observados.

60. Respecto a las proyecciones para el año se ha realizado una corrección al alza para 2006 y 2007. La cotización del petróleo ascendería de US\$ 61,0 a US\$ 70 por barril en 2006, y a US\$ 73 por barril en el año 2007.

Estos incrementos en los precios, reflejarían la mayor demanda mundial (crecimiento del orden de 1,5 por ciento), y la mayor incertidumbre en las proyecciones de oferta para el caso de los países de la OPEP (asociado a la crisis geopolítica de Medio Oriente). Según los especialistas del mercado, este año se registraría un déficit de oferta, que no se llegaría a corregir en el siguiente año.

Cuadro 30

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO
(Millones de barriles por día)

	2003	2004	2005
Demanda OECD	48,6	49,5	49,6
China	5,6	6,4	6,6
Total Demanda	79,4	82,5	83,6
Oferta OECD	21,6	21,3	20,3
Federación Rusa	10,3	11,2	11,6
Total OPEC	30,7	33,0	34,0
Total Oferta	79,7	83,1	84,1
Var. Inventarios	0,4	0,5	0,5

Fuente: OECD/Agencia Internacional de Energía.

Cuadro 31

CUADRO RESUMEN DE PRINCIPALES FACTORES (enero-mayo 2006)

Metal	Factores de demanda	Factores de oferta
Oro Máximo en 26 años en mayo (US\$/oz.tr. 721)	alza por: temores inflacionarios (precio del petróleo) depreciación del dólar (respecto al euro) demanda especulativa de fondos especializados	alza por: posible recorte de producción de principal mina de Sudáfrica
Cobre Máximo en mayo (US\$/lb 3,99)	alza por: demanda no especulativa por crecimiento económico mundial (China) y en previsión a la estacionalidad del segundo trimestre	alza por: interrupción de producción (Indonesia, Chile y México). reducción de los inventarios totales
Zinc Máximo en mayo (US\$/lb 1,81)	alza por: mayor demanda no especulativa por crecimiento económico mundial (China) y en previsión a la estacionalidad del segundo trimestre	alza por: restricción de concentrados y refinados (cierre de más fundidoras) reducción de los inventarios totales
Petróleo Máximo en mayo (US\$/b 74,6)	baja por: recorte en la estimación de la demanda mundial por parte de la Agencia Internacional de Energía. incremento de inventarios de Estados Unidos de Norteamérica alza por: demanda especulativa de fondos especializados	alza por: interrupción de oferta en Medio Oriente (Irán, Irak y Nigeria)

Alimentos

61. Respecto a los *alimentos*, se espera que en 2006 se incrementen los precios en 13 por ciento y en 2007 en 8 por ciento. Ello se daría en un contexto en el que se espera que la oferta mundial disminuya 0,5 por ciento respecto del año anterior, luego de que el Departamento de Agricultura de Estados Unidos de Norteamérica (USDA), anunciara que la producción mundial de granos básicos para el año 2005/2006 (trigo, granos forrajeros y arroz pulido) podría ubicarse en 1 983 millones de TM, lo que sumada a los inventarios finales del año anterior arrojaría una oferta mundial de 2 384 millones de TM. Asimismo, para el campaña 2006/2007, la USDA proyecta que se darían ajustes de producción mundial en trigo y maíz, principalmente, registrándose además incrementos en el consumo de soya, maíz y azúcar, principalmente de los países asiáticos.

VI. DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

62. Uno de los determinantes que explica la evolución de la inflación es el balance de demanda y oferta de bienes y servicios. Durante el primer trimestre de 2006, la actividad económica registró un crecimiento de 6,8 por ciento consistente con un importante dinamismo de la demanda interna (9,9 por ciento), en especial de la inversión privada (25,4 por ciento) y el consumo privado (5,3 por ciento). Durante este trimestre los indicadores de demanda, en particular los de confianza de los consumidores, mostraron un ritmo continuo de expansión de la actividad económica, mayor al previsto en el reporte de enero y a pesar de la incertidumbre típica de un proceso electoral.
63. Aunque las exportaciones reales mostraron una desaceleración en el primer trimestre (principalmente en el sector minero), la tendencia creciente del superávit comercial se viene consolidando en un contexto internacional favorable, con términos de intercambio creciendo a un ritmo de 17 por ciento anual. Ello ha permitido un aumento del ingreso nacional disponible y ha sido en uno de los factores que explica la evolución de la demanda interna.
64. Para lo que resta del año 2006 se espera que continúe la expansión de la actividad económica, alcanzando una tasa de 5,5 por ciento impulsada principalmente por el crecimiento de la inversión privada (13,5 por ciento), y el favorable contexto internacional, con términos de intercambio en promedio superiores en 16,5 por ciento a los del año previo y altas tasas de crecimiento mundial.
65. Las previsiones para la evolución de la actividad económica a partir 2007 asumen que continuará un importante dinamismo de la inversión privada y se darán incrementos en la productividad y mayor acceso de nuestros productos a los mercados internacionales. Esto permitiría alcanzar una senda de crecimiento sostenible sin presiones inflacionarias ni restricciones al financiamiento de la balanza de pagos.

Gráfico 48
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

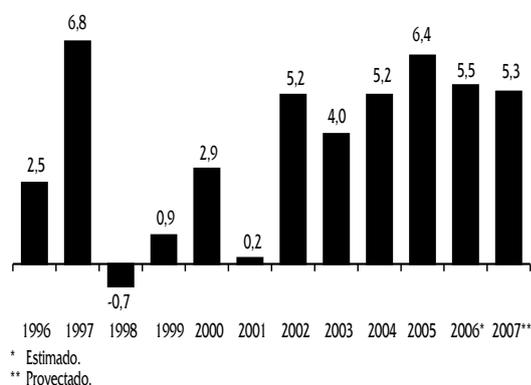
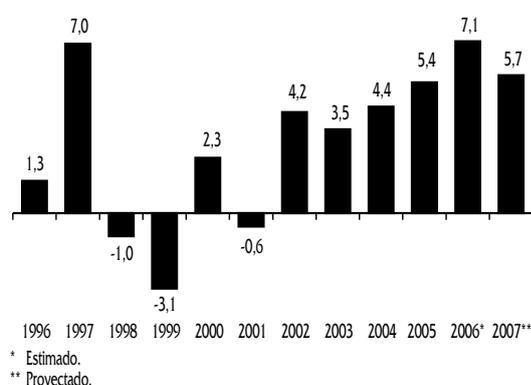


Gráfico 49
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)



Para 2007 se espera un entorno internacional menos favorable con una reversión moderada en la tendencia de los términos de intercambio y un crecimiento mundial algo menor en un contexto de mayores tasas de interés internacionales. Dado este contexto, se prevé una ligera desaceleración de la actividad económica (5,3 por ciento) manteniéndose esta tasa por encima de la tendencia de los últimos años.

VI.1 Oferta y demanda

66. Para los años 2006 y 2007 se proyectan tasas de crecimiento de la actividad económica de 5,5 y 5,3 por ciento, respectivamente. Por el lado del gasto, la demanda interna mantendría un dinamismo importante, con tasas de incremento del consumo e inversión privada superiores a 4 y 12 por ciento, respectivamente. Por el lado sectorial, los sectores primarios registrarían una desaceleración en 2006, recuperándose el año siguiente; mientras que los sectores no primarios mantendrían una dinámica más estable, en línea con la evolución de la demanda interna.

Demanda agregada

67. El **producto bruto interno** creció 6,8 por ciento durante el **primer trimestre**, impulsado por el incremento de 25,4 por ciento de la inversión privada y de 5,3 por ciento del consumo privado. Ello, en un contexto en el que los precios de la mayoría de nuestros principales productos de exportación, particularmente los mineros, continuaron creciendo y en un ambiente con condiciones macroeconómicas estables y con crecimiento continuo del producto por quinto año consecutivo que favoreció la confianza de los inversionistas.

Cuadro 32

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

(Variaciones porcentuales reales anuales)

	2004	2006	2006		2007	
			I Trim.	RI Enero 2006 RI Mayo 2006		
I. Demanda global (1+2)	6,0	6,9	8,3	5,3	6,4	6,0
1. Demanda interna 1/	4,4	5,4	9,9	5,4	7,1	5,7
a. Consumo privado	3,5	4,4	5,3	4,2	4,8	4,3
b. Consumo público	4,0	9,8	8,4	3,5	6,2	4,2
c. Inversión privada	9,1	13,9	25,4	10,6	13,5	12,0
d. Inversión pública	5,7	12,3	7,8	10,3	20,5	9,9
2. Exportaciones	14,7	14,2	0,0	5,1	2,9	7,6
II. Oferta global (3+4)	6,0	6,9	8,3	5,3	6,4	6,0
3. PBI	5,2	6,4	6,8	5,0	5,5	5,3
4. Importaciones	10,6	9,9	16,6	7,5	11,3	10,0

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: INEI.

Gráfico 50
EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Variación porcentual anual)

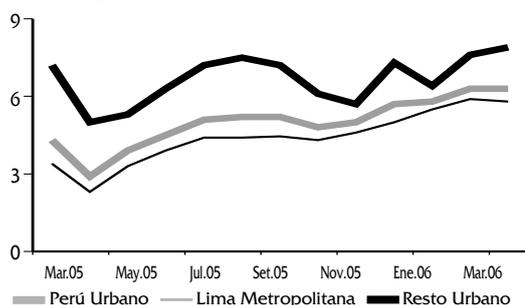


Gráfico 51
EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES: Marzo 2006
(Variación porcentual anual)

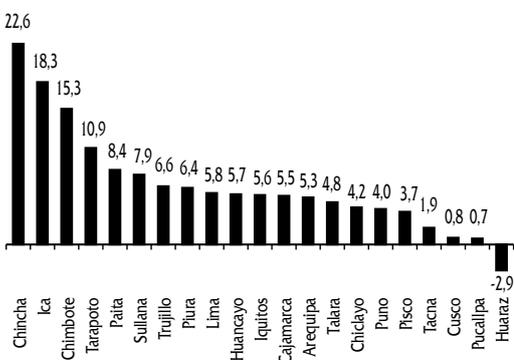
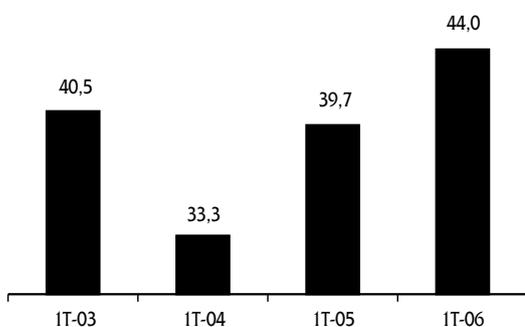
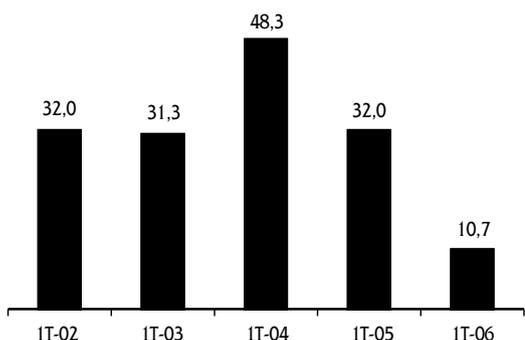


GRÁFICO 52
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA



Fuente: Apoyo.

¿ESTARÁ PEOR SU SITUACIÓN ECONÓMICA DENTRO DE 12 MESES?



Fuente: Apoyo.

68. El **consumo privado** aumentó 5,3 por ciento durante el primer trimestre impulsado por el mayor ingreso de los hogares, al crecimiento del empleo, al incremento del crédito de consumo, y a la mejora de la confianza de los consumidores.

69. El **ingreso nacional** disponible se incrementó 8,1 por ciento durante el primer trimestre, reflejando el impulso dado por el incremento de los términos de intercambio.

Cuadro 33

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

	2004	2005	2006		2007	
			RI Enero			
			I Trim 2006	RI Mayo 2006		
Producto bruto interno (PBI)	5,2	6,4	6,8	5,0	5,5	5,3
Producto nacional bruto (PNB) 1/	3,6	4,6	4,4	4,3	2,5	6,4
Ingreso nacional bruto (IN) 2/	5,8	6,2	7,8	4,4	7,0	5,0
Ingreso nacional disponible (IND) 3/	5,9	6,5	8,1	4,6	7,1	5,0

* Estimado

1/ Excluye del PBI la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

2/ Incluye las ganancias o pérdidas producidas por cambios en los términos de intercambio.

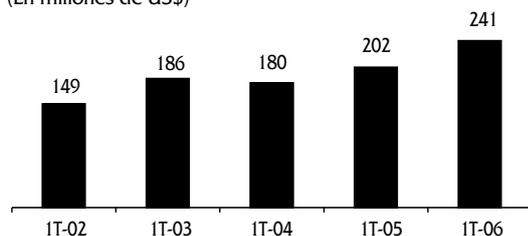
3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes.

Fuente: INEI y BCRP.

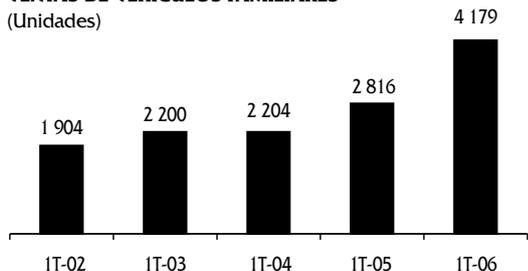
70. En marzo 2006, según la Encuesta de Variación Mensual de Empleo Urbano del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, el **empleo en empresas de 10 y más trabajadores** en el área urbana creció 6,3 por ciento respecto a marzo del año anterior, registrándose el mayor incremento en el interior del país -resto urbano- (7,9 por ciento), mientras que el empleo en Lima Metropolitana aumento en 5,8 por ciento. Este resultado está en relación con el dinamismo observado en las actividades extractivas como agricultura y minería, en la agroindustria orientada a la exportación y en el sector servicios.

Con respecto a las 21 ciudades más grandes del país, destacó el incremento del empleo en Chincha (22,6 por ciento), debido a la mayor cosecha de espárrago y alcachofa, así como al aumento de la producción de pollos. Le siguió en importancia el incremento del empleo en Ica (18,3 por ciento), impulsado principalmente por el mayor procesamiento de espárrago y alcachofa para el mercado externo.

Gráfico 53
IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(En millones de US\$)

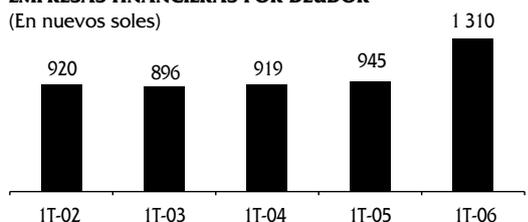


VENTAS DE VEHÍCULOS FAMILIARES
(Unidades)



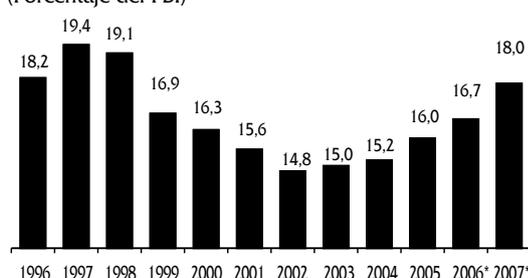
Fuente: ARAPER.

CRÉDITOS DE CONSUMO DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS POR DEUDOR
(En nuevos soles)



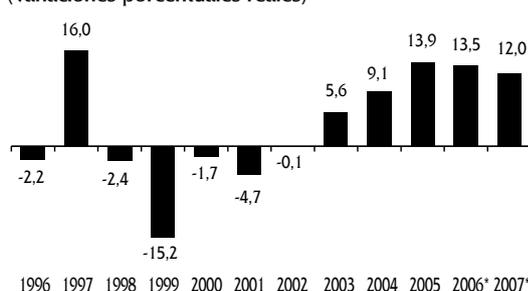
Fuente: SBS.

GRÁFICO 54
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

GRÁFICO 55
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Variaciones porcentuales reales)



* Estimado.
** Proyectado.

71. Los resultados de los índices de confianza de los consumidores han mejorado notablemente durante el primer trimestre del año. De acuerdo a la encuesta de la empresa Apoyo Opinión y Mercado, el índice de confianza de los consumidores respecto a su situación económica futura es el mayor en los últimos tres años. Asimismo, la percepción de una peor situación económica familiar mantiene una tendencia decreciente desde el primer trimestre de 2004 e incluso el resultado del primer trimestre alcanza el mínimo histórico de los últimos cinco años.

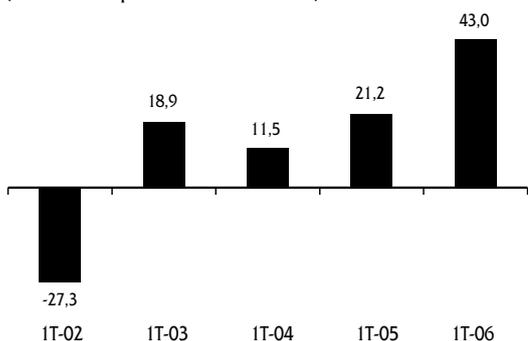
El aumento del consumo se reflejó también en diversos indicadores como el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, tanto duraderos como no duraderos, con tasas de dos dígitos en ambos casos. Destaca el incremento en las ventas de vehículos nuevos en 45 por ciento, en un contexto de mejores condiciones y nuevas modalidades de acceso al crédito, además de la participación de nuevos concesionarios automotrices.

La mayor producción de algunos grupos de la manufactura no primaria asociados al consumo masivo como cerveza y malta (24,7 por ciento), jugos y refrescos diversos (78,4 por ciento), margarina (13,0 por ciento) y ceras para pisos (6,8 por ciento), reflejaron el mayor dinamismo del consumo privado.

72. La **inversión privada** creció 25,4 por ciento durante el primer trimestre, tasa no registrada desde el segundo trimestre de 1995. Las mayores ventas y utilidades en una economía que crece casi 5 años de manera consecutiva, y la mejora en las expectativas empresariales, motivaron a las empresas a efectuar proyectos de renovación tecnológica y ampliaciones de planta para responder a los mayores niveles de demanda.

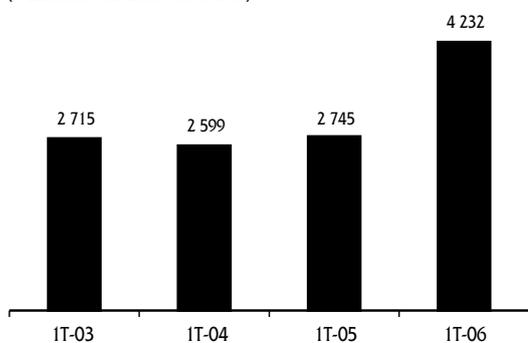
Cabe destacar que empresas del sector manufacturero, eléctrico, comercial, hotelero y de servicios llevaron a cabo inversiones tanto en construcción no residencial (ampliaciones de planta y construcción de locales nuevos) como en adquisición de maquinaria nueva. Esto último se vio reflejado en el aumento de 43 por ciento de las importaciones de bienes de capital, entre las que destacan equipos de telecomunicaciones, otras máquinas y equipos especiales para la industria, maquinaria de procesamiento automático de datos entre otros.

GRÁFICO 56
IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL ^{1/}
(Variaciones porcentuales anuales)



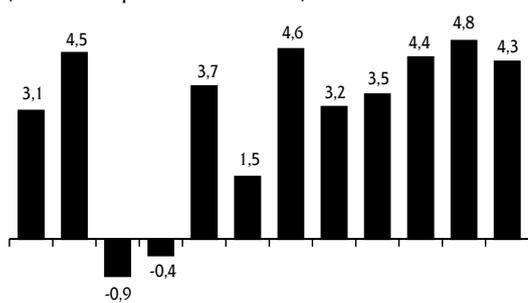
^{1/} No incluye materiales de construcción.
Fuente: BCRP.

GRÁFICO 57
ARRENDAMIENTO FINANCIERO TOTAL
(Millones de nuevos soles)



Fuente: SBS.

GRÁFICO 58
TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)



* Estimado.
** Proyectado.

Los contratos de arrendamiento financiero o leasing^{2/}, de acuerdo a información de la Superintendencia de Banca y Seguros, mantienen la tendencia creciente iniciada desde fines de 2004. Las actividades ligadas a los sectores de minería, manufactura, electricidad, gas y agua continuaron con el ritmo de crecimiento durante el primer trimestre de 2006.

73. En el primer trimestre, el **consumo público** aumentó 8,4 por ciento debido al mayor gasto en planilla por parte del gobierno central. Tales desembolsos estuvieron acompañados por mayores compras de bienes y servicios del gobierno central. Por su parte, la **inversión pública** registró un aumento de 7,8 por ciento en el primer trimestre por los mayores desembolsos del gobierno central, mayores inversiones de los gobiernos locales y EsSalud así como por proyectos desarrollados por Petroperú.

74. En el primer trimestre, las **exportaciones** no registraron variaciones con respecto al primer trimestre de 2005. La menor disponibilidad de volúmenes de algunos productos mineros como zinc, cobre, molibdeno y plomo así como harina de pescado y café fueron compensados por mayores envíos de oro. Asimismo, las exportaciones no tradicionales crecieron 14 por ciento, destacando las químicas, agropecuarias y mineros no metálicos.

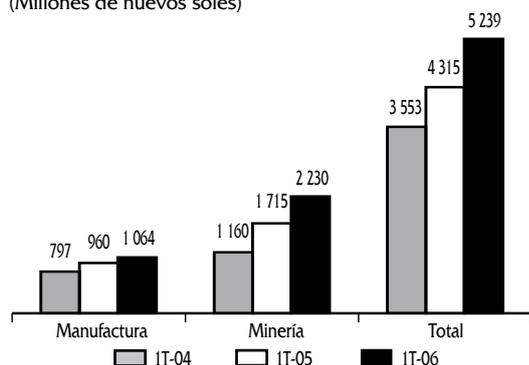
75. Las **importaciones** aumentaron 16,6 por ciento en el primer trimestre de 2006 respecto a similar período del año anterior, debido al incremento en términos nominales en la compra de bienes de consumo (14,7 por ciento) y en la importación de insumos y de bienes de capital (23,8 y 45,7 por ciento, respectivamente). Los insumos para la agricultura crecieron 50,5 por ciento, en tanto que los bienes de capital para la industria y transporte lo hicieron en 43,0 y 46,7 por ciento, respectivamente.

76. En 2006 el **consumo privado** crecería 4,8 por ciento, considerando el incremento previsto en el ingreso nacional disponible (7,1 por ciento) y la mayor confianza observada del consumidor.

Por su parte, el incremento de 13,5 por ciento previsto para el año 2006 para la inversión privada considera los resultados al primer trimestre y se explica por la estabilidad macroeconómica y las mayores utilidades de las empresas, sumadas a las expectativas de crecimiento de la economía.

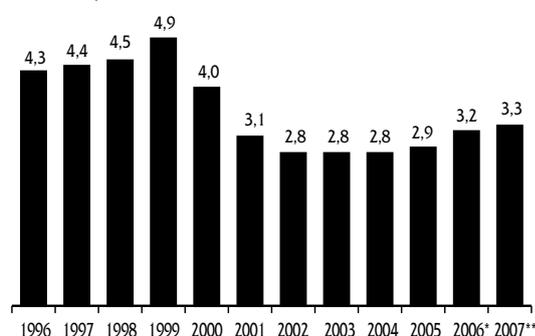
2/ Es un contrato mediante el cual la arrendadora se compromete a otorgar el uso o goce temporal de un bien al arrendatario, ya sea persona natural o jurídica obligándose este último a pagar una renta periódica que cubra el valor original del bien, más la carga financiera, y los gastos adicionales que contemple el contrato.

Gráfico 59
UTILIDAD BRUTA DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS
(Millones de nuevos soles)



Fuente: Economática.

GRÁFICO 60
INVERSIÓN PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

77. La previsión de crecimiento de 6,2 por ciento del **consumo público** para el año 2006 considera la disponibilidad de ingresos fiscales así como el aumento de remuneraciones en el gobierno central y mayores gastos de los gobiernos regionales y locales; en tanto que el incremento de 20,5 por ciento de la inversión pública obedecería también a mayores gastos del gobierno central y de los gobiernos sub nacionales.
78. En 2006 las **exportaciones** crecerían 2,9 por ciento debido principalmente al incremento de las exportaciones no tradicionales, como los productos agropecuarios y textiles, sidero-metalúrgicos y de joyería. Por su parte, las **importaciones** aumentarían 11,3 por ciento considerando la continuación del ritmo de crecimiento de las importaciones de insumos y de bienes de capital destinados principalmente a la industria.
79. Para el año **2007** se prevé un escenario internacional menos favorable debido a la reversión de las cotizaciones internacionales, lo cual causaría una reducción de los términos de intercambio, y un menor crecimiento de la economía mundial. El **PBI** crecería a una tasa de 5,3 por ciento, resultado al que contribuirían la recuperación de los sectores primarios y el dinamismo de la inversión privada.
80. Se prevé que dada la reversión en la tendencia de los términos de intercambio, el **consumo privado** registraría una disminución en su ritmo de crecimiento (4,3 por ciento) como resultado del menor dinamismo del ingreso nacional disponible (5,0 por ciento).
81. Por su parte, la **inversión privada** mantendría su dinamismo con un aumento de 12,0 por ciento, lo que supone un mayor acceso de nuestros productos a mercados externos. Asimismo, se proyecta también un aumento del consumo público (4,2 por ciento) y de la **inversión pública** (9,9 por ciento).
82. En el año 2007 el ritmo de crecimiento de las **exportaciones** aumentaría, con lo que se registraría una variación real de 7,6 por ciento, como consecuencia del incremento de los volúmenes exportados de cobre y zinc, favorecidos por el inicio de operaciones de los proyectos Cerro Verde y Cerro Lindo, y de la continuación del dinamismo de las exportaciones no tradicionales. Por su parte, las importaciones tendrían un ritmo de crecimiento menor al de 2006, en torno al 10,0 por ciento, dada la desaceleración mencionada del ingreso nacional disponible.

RECUADRO 6
ASPECTOS DEL TLC CON ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉ
RICA

El 7 de diciembre de 2005 se cerraron las negociaciones entre Perú y Estados Unidos en torno al Tratado de Libre Comercio (TLC), luego de realizadas 13 rondas de negociación en un período de 19 meses. Queda pendiente la ratificación de este acuerdo por parte de los respectivos congresos. El texto negociado comprende 21 capítulos que no se limitan al plano comercial sino que abarcan, entre otros, temas laborales, de medio ambiente, de transparencia y propiedad intelectual.

TLC CON EE.UU.: CAPÍTULOS COMPRENDIDOS EN EL TEXTO DEL TLC

Vinculados al comercio de bienes y servicios

Bienes	Servicios	Otros temas
<ul style="list-style-type: none"> • Procedimientos aduaneros • Agrícola • Obstáculos técnicos al comercio • Compras públicas • Textil - confecciones • Reglas de origen • Medidas sanitarias y fitosanitarias • Acceso al mercado de bienes industriales 	<ul style="list-style-type: none"> • Comercio electrónico • Servicios transfronterizos • Telecomunicaciones • Servicios financieros 	<ul style="list-style-type: none"> • Asuntos institucionales • Inversiones • Medio ambiente • Laboral • Propiedad intelectual • Políticas de competencia • Solución de controversias • Salvaguardias y defensa comercial • Fortalecimiento de capacidades comerciales

Fuente: MINCETUR.

En el ámbito comercial, el acuerdo consolida el desgravamen arancelario obtenidos a través de la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA, por sus siglas en inglés) y los extiende a más productos. En el sector agrícola, se asegura el ingreso libre de aranceles para 1 629 partidas, que representan 90 por ciento del universo de productos agrícolas y el 99 por ciento del valor de nuestras exportaciones agropecuarias a los Estados Unidos, las que gozarán de acceso inmediato sin aranceles al mercado norteamericano. Por su parte, en el sector textil se ratifican los términos del ATPDEA, ampliándose además a otras partidas, y se incorpora dentro de la liberalización a otras actividades de la cadena productiva. La consolidación del acceso al mercado norteamericano brinda un horizonte más amplio y estable para desarrollar proyectos en el sector exportador. Este desarrollo de las exportaciones será mayor en la medida que se accedan a más mercados externos.

Los aranceles en el mercado de los Estados Unidos de Norteamérica para los productos provenientes de los países con los que no tiene acuerdos comerciales, aranceles de 21 por ciento para el espárrago, 20 por ciento para los polos, 17 por ciento para los suéteres y pullovers y 6 por ciento para otros productos no tradicionales,

A diferencia del ATPDEA, un TLC con Estados Unidos implica también la apertura de nuestro mercado. El 81 por ciento de las importaciones de bienes manufacturados estará sujeto a una desgravación automática. Ello implica acceder a bienes a menor costo y contar con mayores facilidades para importar insumos y bienes de capital, lo cual favorecería

la productividad y la transferencia de tecnología.

PLAZOS DE DESGRAVACIÓN ACORDADOS PARA BIENES MANUFACTURADOS NO TEXTILES PROVENIENTES DE LOS ESTADOS UNIDOS

Ganasta	Desgravación	Partidas	%	Importaciones de EE.UU. (2001 -2003)	
				Monto (US\$ miles)	%
A	Automática	3 934	77,1	1 045 687	80,7
B	a 5 años	583	11,4	76 114	5,9
E	a 7 años	38	0,7	46 550	3,6
C	a 10 años	547	10,7	127 917	9,9
TOTAL		5 103	100,0%	1 296 267	100,0%

Notas: * Los productos remanufacturados que se encuentren en canasta B y C tendrán un período de gracia de 5 años, iniciando su desgravación de manera lineal a partir del año 6.

Fuente: MINCETUR

Es difícil evaluar *ex - ante* cuál será el efecto conjunto de esta apertura bilateral. Las alternativas de medición pasan desde el uso de modelos para simular impactos agregados hasta análisis sectoriales. Respecto al primer grupo de trabajos, se cuenta con los modelos de equilibrio general computable (CGE, por sus siglas en inglés) presentados por Cuadra et al. (2004) y el Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (2005). El primer estudio estima que los beneficios del TLC en el largo plazo se ubicarían entre 3 y 7 por ciento del PBI base, producto de la acumulación de capital y externalidades producidas por el aumento del nivel de comercio. El estudio del MINCETUR (2005), incluye sólo el efecto de la acumulación de capital, arrojando un resultado equivalente al 2,3 por ciento del PBI.

ESTIMACIONES DEL IMPACTO DEL TLC PERÚ-ESTADOS UNIDOS SOBRE EL PBI

Fuente	Metodología	Impacto (% del PBI del Año Base)	
		Corto Plazo	Largo Plazo
Cuadra et al. (2004)	CGE (GTAP v.5)	0,11 - 1,10 ^{1/}	3,10 - 7,02 ^{2/}
MINCETUR (2005)	CGE (GTAP v.6) ^{3/}	-	2,31 ^{4/}
Morón (2005)	DCSE	1,58 -1,99 ^{5/}	3,28 - 4,59 ^{6/}
Luque (2005)	DCSE ^{7/}	-	4,03 ^{8/}

Notas:

- 1/ Resultados de Variantes 1 y 2 de Cuadra et al. (2004),
- 2/ Resultados de variantes 3 a 5 (acumulación de capital y externalidades derivadas del comercio) de Cuadra et al. (2004),
- 3/ Versión revisada y actualizada al 2004,
- 4/ Permite acumulación de capital, mas no simula efectos en productividad ni externalidades,
- 5/ Resultado acumulado a un año de la firma del tratado, asume acumulación de capital y externalidades, el escenario alternativo incluye un aumento de la participación de las exportaciones peruanas a los EEUU sobre el total y efectos de desvío del comercio,
- 6/ Resultado acumulado de largo plazo
- 7/ Permite comercio entre sectores productivos,
- 8/ Resultados varían de acuerdo a supuestos sobre cambios en la productividad total de factores (incremento de 1 o 3 por ciento). Fuente: Estudios citados.

Morón (2005) y Luque (2005), por su parte, utilizan modelos dinámicos de equilibrio general (DCSE, por sus siglas en inglés) para calcular el impacto agregado sobre la economía peruana. De acuerdo con el estudio de Morón, el impacto agregado de largo plazo equivaldría a entre 3,3 y 4,6 por ciento, crecimiento que se explica, principalmente, por un aumento de la productividad de los factores. Por su parte, Luque (2005) halla que el incremento en el producto sería del orden del 4,0 por ciento. Este resultado también es sensible a las variaciones en la productividad total de factores.

Sin embargo, el efecto de corto plazo, relacionado con la reducción de aranceles y la consecuente reasignación de recursos, resulta moderado. Esto se debe a que los aranceles que enfrentan las exportaciones peruanas hacia los Estados Unidos son relativamente menores a los aranceles que los productos norteamericanos enfrentan al entrar al mercado peruano, resultando en una caída de aranceles mayor para el Perú. Sin embargo, en el largo plazo, los efectos indirectos del acuerdo, tales como el aumento de la productividad de factores y la mayor acumulación de capital, incrementarán el nivel de actividad económica.

A pesar de que la mayoría de estudios estiman que el TLC tendrá un impacto positivo para la economía, los efectos no serán homogéneos entre los diversos sectores. La apertura de nuestro mercado también implica la competencia en sectores sensibles. El Perú ha conseguido plazos de desgravación iguales o mayores a 10 años para 125 partidas arancelarias que se refieren a productos sensibles, entre ellos, el arroz, la carne bovina, los lácteos y el maíz amarillo duro. Asimismo, de ser necesario, el gobierno aplicará salvaguardias especiales agropecuarias (SEA) para 36 productos sensibles, entre ellos la leche evaporada, quesos, carne bovina de calidad estándar, cuartos traseros de pollo, arroz, entre otros.

RESULTADOS DE LA NEGOCIACIÓN DE LA MESA AGRÍCOLA (PRODUCTOS SELECCIONADOS)

	Arroz	Leche	Maíz Amarillo Duro	Trigo	Algodón
Arancel Base acordado para programa de desgravación:	52%	25% (35% para leche en polvo)	25%	17%	12%
Plazo de desgravación:	17 (4 años)	15-17 (10 años de gracia)	12	Inmediata	Inmediata
Cuota de Importación:	74 000 TM	4 630 TM	500 000 TM	-	-
Tasa de Crecimiento de la Cuota:	6%	12%	6%	-	-

Fuente: Ministerio de Agricultura.

El gobierno ha anunciado que se otorgarán compensaciones a los productores de maíz amarillo duro, algodón y trigo. Estos dos últimos productos serían particularmente afectados por la firma del tratado ya que se planea su desgravación inmediata y, en la actualidad, se importan mayoritariamente desde los Estados Unidos de Norteamérica. El programa de compensaciones - aún en debate - otorgaría un subsidio directo al productor nacional, equivalente al pago por arancel que hoy se aplica a las importaciones de estos tres productos.

La ventaja de este sistema radica en la facilidad de implementación. Los pagos se otorgarían a los productores en centros de procesamiento (desmontadoras, procesadoras de alimento balanceado, molinos, etc.) y estarían en función al nivel de producción - monto fijo por quintal o tonelada métrica. Asimismo, el esquema resulta fácil de asimilar por la población y productores de otros cultivos, ya que se les está pagando a los productores el mismo precio que recibían antes de la firma del tratado.

Sin embargo, este tipo de esquema presenta un problema: no genera incentivos para que los agricultores cambien su producción a cultivos más rentables. Toda vez que el proceso de reconversión conlleva un costo fijo que debe ser asumido por el agricultor, este no tiene incentivos a migrar de cultivo, ya que el gobierno le brindará el mismo precio que recibía antes de que el TLC entrara en vigencia. Cabe anotar que, para promover la efectividad de este esquema, se requiere determinar una fecha de finalización de los beneficios.

La tendencia moderna en los esquemas de apoyo al agro es migrar de los sistemas de precios de garantía a los sistemas de transferencias directas de sumas fijas. La ventaja de este sistema es que al desligar el apoyo de la producción, se incentiva la migración hacia cultivos más rentables. La Unión Europea, México y los Estados Unidos son los ejemplos más notables de reformas hacia este sistema.

CARACTERÍSTICAS DE LOS ESQUEMAS DE TRANSFERENCIAS DIRECTAS DE SUMAS FIJAS EN LA UNIÓN EUROPEA, MÉXICO Y LOS ESTADOS UNIDOS

	Unión Europea Reforma del CAP ^{1/} 1993	México PROCAMPO ^{2/} 1994	Estados Unidos Ley FAIR ^{3/} 1996
Objetivo	Compensar a los productores por la caída en los precios de garantía.	Compensar a los productores por la eliminación de los precios de garantía en los productores protegidos.	Compensar a los productores por eliminación de pagos compensatorios
Base del pago	Superficie promedio incluida dentro del sistema de apoyo durante 1989-1991	Superficie promedio destinada a los cultivos protegidos incluida dentro del sistema de apoyo durante 1991-1993	Superficie por la cual se recibía pagos compensatorios durante 1990-1995
Productos Incluidos	Maíz, trigo, cebada, centeno, avena, semilla de girasol, soya, semillas de legumbres secas, frejoles, tabaco, res y cordero.	Maíz, trigo, sorgo, cebada, arroz, algodón, frejoles, soya, y cártamo.	Maíz, trigo, sorgo, cebada, arroz, algodón y avena.
Plazo del Plan	No hay fecha de expiración. Montos están fijos en términos nominales y el programa esta sujeto a reformas del CAP	15 años en total. Los primeros 10 años tienen montos en términos reales. En los siguientes 5 los beneficios caen.	El programa culminó luego de 7 años y fue extendido por 7 años más.
Límites de Pago	Sin límites	US\$ 6 700 por granja	US\$ 40 000 por granja
Restricciones al uso de la tierra	Debe ser utilizada en los cultivos protegidos; los agricultores grandes deben poner en barbecho un nivel predeterminado de tierra de cultivo. A partir del 2003, se fortalecen las restricciones de protección del medio ambiente, bienestar animal, higiene y conservación del campo.	Debe ser utilizada en los cultivos protegidos, pero desde 1996 la tierra puede ser usada con otros fines agrícolas.	Debe mantenerse bajo uso agrícola (excluidos vegetales y frutas), debe mantenerse en concordancia con los planes de conservación existentes.

Fuente: Baffes et al. (2003)

1/ Common Agricultural Policy.

2/ Programa Nacional de Modernización del Campo.

3/ Federal Agricultural Improvement and Reform Act.

terreno dedicada a cada cultivo. Esta labor enfrentará problemas de terrenos no saneados, contratos no legalizados, registros sin una extensión del campo definida, tierras temporalmente inhabilitadas por inundaciones o huaycos, entre otros. La comunicación es otro factor importante para lograr que los beneficios lleguen a los agricultores más alejados. Finalmente, la experiencia mexicana sugiere que no se puede recaer exclusivamente en este mecanismo de apoyo, sino que debe ser complementado con soporte técnico a los pequeños agricultores para lograr una efectiva reconversión de cultivos.

Existe también la alternativa de realizar un pago único a los agricultores afectados por alguna medida de política en lugar de transferencias periódicas. La experiencia internacional muestra un número de casos de pago único que resultan más exitosos que los esquemas amplios de apoyo de transferencias directas de sumas fijas. Entre ellos destacan las experiencias de Canadá y Nueva Zelanda. A pesar de que este esquema concentra el gasto fiscal en un solo periodo, presenta la ventaja de reducir el riesgo de no poder retirar el programa en el futuro por presiones de parte de los beneficiarios. Si bien este sistema no requiere montar todo un aparato institucional para realizar los pagos periódicos a los agricultores, comparte con el esquema transferencias directas de sumas fijas muchos de sus problemas de implementación. Específicamente, la identificación - por los problemas de registro de propiedad - y la comunicación a los agricultores más alejados.

Bajo este mecanismo, los pagos anuales son establecidos en función al área que se destinaba a los cultivos que forman parte del programa previo al inicio del mismo. Sin embargo, se pueden establecer pagos diferenciados por la extensión del terreno que cada agricultor reporta, de modo que aquellos agricultores con extensiones reducidas, que por lo general son los de menores ingresos y mayores limitaciones para acceder a los mercados, son los que más apoyo reciban en términos relativos. De esta forma se fortalece el apoyo a los pequeños agricultores y se tiene un sistema más equitativo. Asimismo, los pagos que reciben por parte del gobierno pueden ser utilizados como colateral para créditos, de modo que el proceso de reconversión se acelere. Alternativamente puede adoptarse un sistema mixto que combine pagos previos de compensación con créditos de reconversión productiva, a tasas preferenciales con compromisos del productor.

Si bien este mecanismo resulta atractivo por fomentar la eficiencia y equidad, la experiencia internacional demuestra que su aplicación no ha sido sencilla. Se requiere un sistema de identificación de beneficiarios adecuado, que determine la extensión de

El TLC contempla el establecimiento de un régimen de protección de datos de prueba en el mercado de medicamentos. Éste se refiere a la información que presenta el solicitante original (laboratorio innovador) de un registro sanitario para demostrar la efectividad de su producto y que es utilizada por otros laboratorios para efectuar copias del medicamento original (los denominados genéricos de marca). Bajo el régimen de protección de datos de prueba, esta información no está disponible por un periodo no menor a cinco años, con lo que se retrasará el ingreso al mercado de las copias o similares, que son los que entran a competir con los medicamentos innovadores u originales. Este régimen se suspendería en los casos de emergencia de salud pública.

El TLC implicaría una menor presencia en el mercado de copias de medicamentos nuevos (denominadas genéricos de marca), cuyos originales estén sujetos a protección de patente o de datos de prueba. El impacto sobre precios dependerá de la elasticidad de demanda de cada uno de estos grupos de productos, y el efecto de la reducción de aranceles.

Bibliografía

- Baffes, J. y H. De Gorter (2005), "Disciplining Agricultural Support through Decoupling", World Bank Policy Research Working Paper No. 3533.
- Cuadra, G., A. Fairlie y D. Florián (2004), "Escenarios de integración del Perú en la Economía Mundial: un enfoque de equilibrio general computable", Centro de Investigación Económica y Social.
- MINCETUR (2005), "Análisis del Impacto del Tratado de Libre Comercio Perú-EE.UU.". Mimeo. Oficina General de Estudios Económicos del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo.
- Morón, E., M. Bernedo, J. F. Chávez, A. Cusato y D. Winkelried (2005), "Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos: una oportunidad para crecer sostenidamente", Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Luque, J. (2005), "Evaluación del Impacto Macroeconómico del Tratado de Libre Comercio". Mimeo. Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú.
-

Producción sectorial

83. Durante el **primer trimestre de 2006**, el crecimiento del **producto bruto interno** (6,8 por ciento) correspondió a los **sectores no primarios** que registraron una tasa de 7,6 por ciento, la más alta desde el cuarto trimestre de 1997, destacando el resultado de los sectores construcción (16,2 por ciento) y manufactura no primaria (6,2 por ciento).

Los **sectores primarios** se incrementaron en 3,8 por ciento gracias a los aportes de la pesca (19,1 por ciento) -por mayor pesca para consumo humano en los rubros de congelado y conservas-, de la manufactura primaria (6,6 por ciento) -por la mayor producción de la industria pesquera y de azúcar- y del sector minero (5,1 por ciento), por mayor extracción de oro.

El **sector agropecuario** creció 1,7 por ciento en el primer trimestre, debido principalmente al crecimiento de la pro-

Cuadro 34

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

	2004	2005	2006			2007
			RI Enero		RI Mayo	
			I Trim.	2006		
Agropecuario	1,7	4,8	1,7	3,0	3,1	4,7
Agrícola	-3,2	4,0	0,0	1,3	1,7	5,0
Pecuario	2,0	6,6	4,3	5,9	5,4	4,6
Pesca	33,9	1,2	19,1	3,1	-1,2	4,7
Minería e hidrocarburos	5,3	6,7	5,1	1,6	1,6	6,2
Minería metálica	5,3	7,4	5,4	0,7	0,8	6,2
Hidrocarburos	7,1	23,5	0,4	13,1	10,7	6,6
Manufactura	7,4	6,5	6,5	5,5	5,7	5,7
Procesadores de recursos primarios	6,2	4,0	6,6	3,5	1,7	3,0
Manufactura no primaria	6,8	7,6	6,2	6,2	6,6	6,4
Electricidad y agua	4,6	5,3	6,7	5,0	5,5	4,4
Construcción	4,7	8,4	16,2	8,0	9,2	7,0
Comercio	5,8	5,2	8,8	5,3	6,3	5,2
Otros servicios	4,4	6,4	6,5	5,2	5,9	5,0
VALOR AGREGADO BRUTO	5,1	6,2	6,9	5,0	5,5	5,3
Impuestos y derechos de importación	6,4	8,5	5,2	4,9	5,0	4,9
PBI GLOBAL	5,2	6,4	6,8	5,0	5,5	5,3
VAB Primario	4,1	5,5	3,8	2,6	2,3	5,0
VAB No Primario	5,3	6,3	7,6	5,6	6,3	5,4

1/ Estimado.

ducción pecuaria (4,3 por ciento), en particular, carne de ave, de res y huevos, lo que fue atenuado por el resultado del subsector agrícola que registró una tasa nula de crecimiento en el primer trimestre.

Por un lado, un grupo de productos cuyos cultivos están asociados a la actividad exportadora, como café, mangos, uvas, aceituna y cacao, presentó un mayor dinamismo. A este grupo se suma la recuperación de la producción agroindustrial de azúcar. Sin embargo, se registró una disminución en la producción de cultivos como papa, maíz amarillo duro y arroz, cuya evolución se orienta al mercado interno y depende más de las condiciones climáticas y de los volúmenes de agua almacenados en el período de siembras. A esto hay que agregar que durante el primer trimestre de este año se registraron cambios térmicos que incidieron en los rendimientos de dichos productos.

El **sector pesca** creció 19,1 por ciento, debido principalmen-

te a mayores desembarques para la elaboración de productos para consumo humano entre los que destacaron congelados y conservas, atenuados ligeramente por la menor extracción de pescado fresco. En el primer trimestre de este año el mar registró temperaturas más altas respecto a igual período del año anterior, lo que favoreció un acercamiento de especies como jurel y la caballa; y reapareció el bonito, especie que no se encontraba en aguas peruanas desde 1999. En relación a la pesca industrial, este trimestre se autorizó la pesca exploratoria de anchoveta Tumbes y Arequipa, con la excepción de algunas áreas para evitar la incidencia de juveniles.

En el primer trimestre, el crecimiento del **sector minería e hidrocarburos** en 5,1 por ciento se explica por el importante incremento de 15,4 por ciento en la extracción de oro debido al inicio de actividades de Alto Chicama y, en menor medida, a la mayor producción de Yanacocha. El incremento de 6,8 por ciento en la producción de cobre, debido a la mayor producción de Antamina (en especial en marzo), y el aumento de 14,9 por ciento en la producción de hierro también contribuyeron al desempeño positivo del sector. En contraposición, la producción de zinc disminuyó 13,0 por ciento debido a una menor producción de Antamina por menor concentración en el mineral extraído.

Los hidrocarburos se incrementaron en 0,4 por ciento liderados por la mayor extracción de gas natural (21,7 por ciento), por un aumento de la producción de Camisea y de Petrotech (lote Z-2B). Una de las razones del modesto crecimiento de este sub-sector fue la ruptura de los gasoductos de Camisea, que redujo tanto la extracción de gas como la de petróleo crudo durante el mes de marzo.

Cuadro 35

CRECIMIENTO DEL SUBSECTOR HIDROCARBUROS

(Variaciones con respecto al mismo periodo del año anterior)

	Importancia relativa (2005)	2006			
		Enero	Febrero	Marzo	I Trím.
Petróleo crudo	90,4%	4,2	0,0	-9,4	-1,8
Gas natural	9,6%	28,8	51,7	-10,3	21,7
HIDROCARBUROS	100,0%	6,7	4,4	-9,5	0,4

Fuente: MINEM.

La **producción manufacturera** aumentó 6,5 por ciento durante el primer trimestre, correspondiendo tasas de 6,6 por ciento a la industria procesadora de recursos primarios y de 6,2 por ciento a la manufactura no primaria. La mayor activi-

dad de la industria procesadora de recursos primarios se explica por la mayor producción de harina y conserva de pescado (40 por ciento) por la mayor disponibilidad de anchoveta, jurel, caballa y pota; y de azúcar, por una mayor producción y rendimiento de la caña. Este resultado fue atenuado por la menor refinación de metales no ferrosos, principalmente por la menor producción de Southern Perú, como consecuencia de problemas técnicos derivados del arranque de la nueva fundición que progresivamente ha dejado de producir cobre blister y ha orientado su producción al cobre anódico.

Continuando con los resultados positivos de trimestres anteriores, la producción de la manufactura no primaria aumentó 6,2 por ciento, impulsada principalmente por la mayor demanda interna y, en menor medida, por las mayores exportaciones no tradicionales en un contexto de crecimiento del empleo y de mayores ingresos de la población.

Los bienes intermedios y los de bienes de capital experimentaron las mayores tasas de crecimiento asociadas al dinamismo del sector construcción y a la demanda derivada del desarrollo de proyectos mineros, de obras de electrificación y de la ampliación de redes de telecomunicaciones. Por su parte, al interior de los bienes de consumo, la mayor producción de alimentos y otros bienes de consumo finales, como útiles escolares y derivados del papel, se vieron atenuados por la menor producción de prendas de vestir.

Cuadro 36

PRODUCCIÓN MANUFACTURERA NO PRIMARIA POR TIPO DE BIENES (Variaciones porcentuales)

	2004				2005				2006
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Bienes de consumo	11,1	14,0	15,5	15,7	6,6	7,9	4,9	4,4	4,0
Bienes intermedios	6,6	7,0	8,6	16,3	11,1	13,2	12,8	7,8	10,3
Bienes de capital	19,3	-9,9	-2,7	-2,3	-21,7	-16,3	-11,7	26,8	11,3
Total	9,0	10,4	11,8	15,0	7,8	9,6	7,5	5,7	6,2

Entre las ramas industriales que más crecieron se encuentran el cemento, incentivado tanto por consumo interno como por exportaciones al mercado estadounidense; estructuras metálicas para uso en la minería, construcción y electricidad; actividades de impresión, por una mayor demanda derivada tanto del proceso electoral como de la mayor actividad comercial; cerveza, por una mayor demanda interna favorecida además por una reducción de precios; mayólicas, por

una demanda derivada de la mayor construcción residencial; envases metálicos, ligados a la mayor producción de conservas; productos farmacéuticos por mayores ventas en el mercado local y explosivos, por una mayor demanda de la minería y mayores exportaciones a Chile.

Cuadro 37

RAMAS QUE REGISTRARON CRECIMIENTO

CIIU	Ene - Mar 2006	
	Var%	Contrib.% 1/
Cemento	19,5	0,8
Productos metálicos para uso estructural	36,3	0,7
Actividades de impresión	12,8	0,7
Cerveza y malta	27,0	0,5
Mayólicas	26,6	0,5
Otros productos metálicos (envases)	18,5	0,5
Productos farmacéuticos	37,4	0,5
Explosivos, esencias naturales y químicas	16,1	0,4
Subtotal	21,2	4,6
Total	6,2	

1/ Contribución porcentual con respecto a la manufactura no primaria.

Fuente: Ministerio de la Producción.

El **sector construcción** creció 16,2 por ciento durante el primer trimestre del año 2006, impulsado por el dinamismo de la autoconstrucción; del mercado hipotecario el cual estuvo liderado por el programa Mivivienda; y por la ejecución de obras civiles por los gobiernos locales y provinciales, en un contexto de mayores transferencias por concepto de canon y sobrecanon. En menor medida, este crecimiento también es explicado por la finalización de algunos proyectos importantes como el mejoramiento de la Planta de Fundición de Ilo y la ampliación de la Planta de Sulfuros Primarios de la Sociedad Minera Cerro Verde.

84. En el año **2006** los sectores no primarios crecerían 6,3 por ciento, destacando la construcción (9,2 por ciento), sustentada principalmente en el dinamismo que viene mostrando el mercado hipotecario y la construcción de viviendas. Asimismo, se registraría una expansión de 6,6 por ciento en la manufactura no primaria, principalmente en las ramas orientadas a la producción de insumos, como productos químicos y minerales no metálicos; así como en aquellas vinculadas a la evolución de la construcción.

Por su parte, los sectores primarios registrarían un menor crecimiento (2,3 por ciento), contemplándose aumentos moderados en los sectores agropecuario (aumentos en la produc-

ción de café y caña de azúcar serían atenuados por la caída en la producción de papa, arroz y maíz amarillo duro) y minería e hidrocarburos (sustentado este último en la operación durante todo el año de la minera aurífera Alto Chicama). En el sector pesca se proyecta una caída considerando la cuota de extracción de anchoveta decretada por el Ministerio de la Producción, lo que determinaría que el nivel de captura sea inferior al registrado en el año previo.

85. A nivel sectorial, destaca en el crecimiento proyectado de 5,3 por ciento del PBI para 2007, la recuperación de los sectores primarios. En primer lugar, la mayor producción del sector minería e hidrocarburos debido al inicio de operaciones del proyecto minero Cerro Lindo, cuyo principal producto sería el zinc, y a la ampliación de capacidad de la mina de cobre Cerro Verde. En el caso del sector agropecuario se espera una normalización de las condiciones climáticas con lo cual el sector registraría un crecimiento superior al que se observaría en el año 2006, con una recuperación de la producción de papa, arroz y maíz amarillo duro.

Por su parte, el crecimiento de los sectores no primarios registraría un nivel inferior al que se espera en el año 2006, considerando el menor ritmo de incremento de la demanda interna. La manufactura no primaria mantendría tasas de crecimiento por encima de 6 por ciento por un mayor acceso a los mercados internacionales. En el caso del sector construcción se prevé que el crecimiento continuará a tasas elevadas, aunque menores a las de 2006, impulsado por la inversión privada y los programas habitacionales.

VI.2 Finanzas públicas

El mayor dinamismo de la actividad económica y los altos precios de exportación elevarían los ingresos corrientes del gobierno central de 15,7 por ciento en el 2005 a 16,5 y 16,0 por ciento en 2006 y 2007, respectivamente. Sin embargo, la alta volatilidad de los precios de exportación implica una mayor incertidumbre en las proyecciones de ingresos fiscales. Dada la mayor recaudación se proyecta un ligero superávit fiscal para 2006 y déficit nulo para 2007, incorporando para 2006 mayores gastos comprometidos y un aumento de la inversión pública de los gobiernos regionales y municipales. En el caso de 2007 se asume que el incremento del gasto sería compatible con el tope legal de 3 por ciento real.

86. Durante el **primer trimestre de 2006 el resultado económico** del Sector Público no Financiero registró un superávit

equivalente a 3,7 por ciento del PBI. Este resultado se explicó por el incremento de los ingresos corrientes del gobierno central (25,6 por ciento en términos reales).

Cuadro 38

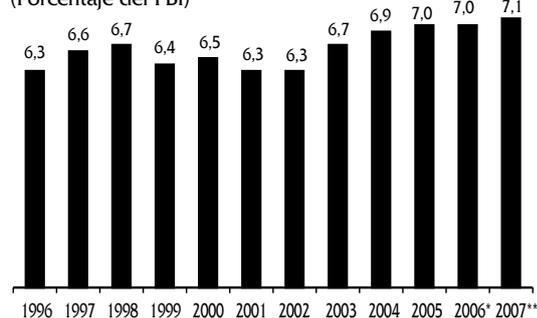
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2004	2005	2006		2007	
			I Trim.	RI Enero		RI Mayo
				2006		2006
1. Ingresos corrientes						
del Gobierno Central	35 381	40 997	12 023	44 032	48 549	50 054
(% del PBI)	14,9	15,7	17,0	15,8	16,5	16,0
Var. % real	8,1	14,0	25,6	4,4	15,3	1,5
2. Gastos no financieros						
del Gobierno Central	-34 165	-38 477	-8 541	-40 650	-42 629	-44 585
(% del PBI)	-14,4	-14,7	-12,1	-14,6	-14,5	-14,3
Var. % real	4,8	10,8	9,5	3,0	7,9	2,5
Corriente	-29 870	-33 580	-8 006	-35 422	-36 863	-37 852
(% del PBI)	-12,5	-12,8	-11,3	-12,7	-12,6	-12,1
Var. % real	5,3	10,6	9,7	2,9	6,9	0,6
Capital	-4 295	-4 896	-534	-5 228	-5 766	-6 733
(% del PBI)	-1,8	-1,9	-0,8	-1,9	-2,0	-2,2
Var. % real	1,5	12,2	6,9	3,4	14,7	14,4
3. Otros	1 193	1 698	856	726	601	600
(% del PBI)	0,5	0,6	1,2	0,3	0,2	0,2
4. Resultado Primario	2 409	4 219	4 338	4 108	6 521	6 069
(% del PBI)	1,0	1,6	6,1	1,5	2,2	2,0
5. Intereses	-4 867	-5 066	-1 715	-6 103	-5 907	-5 922
(% del PBI)	-2,0	-1,9	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9
De los cuales:						
Bonos de reconocimiento	333	105	102	232	222	231
Externos (Millones de US\$)	-1 159	-1 266	-355	-1 344	-1 334	-1 321
6. Resultado económico	-2 458	-847	2 623	-1 995	614	147
(% del PBI)	-1,0	-0,3	3,7	-0,7	0,2	0,0
Millones de US\$	-754	-213	785	-603	161	-45

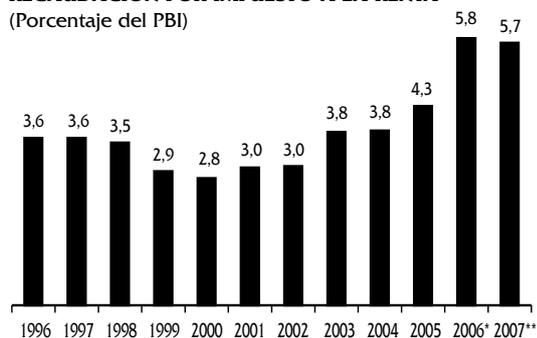
En el primer trimestre de 2006 los **ingresos corrientes** del gobierno central ascendieron a 17 por ciento del PBI. Alrededor de la mitad de esta mayor recaudación se debe a los mayores ingresos por Impuesto a la Renta que aumentó en 39,0 por ciento en términos reales, en particular por concepto de pagos a cuenta reflejando, por un lado coeficientes más altos (debido a las mayores utilidades del año previo) y por otro lado por la expansión de la actividad económica y el aumento de los precios de los minerales en el mercado

GRÁFICO 61
IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS
(Porcentaje del PBI)



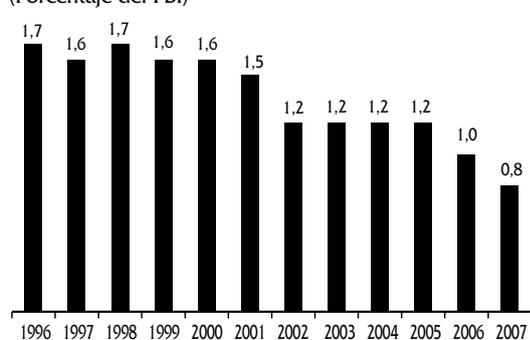
* Estimado.
** Proyectado.

GRÁFICO 62
RECAUDACIÓN POR IMPUESTO A LA RENTA
(Porcentaje del PBI)



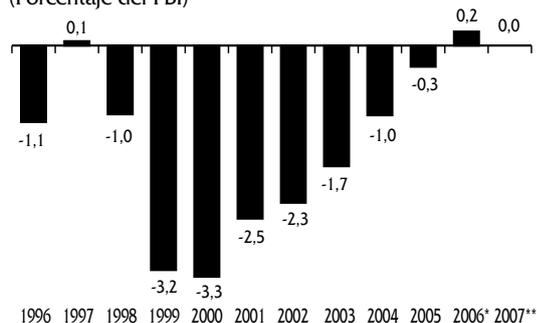
* Estimado.
** Proyectado.

GRÁFICO 63
RECAUDACIÓN POR IMPUESTOS A LAS IMPORTACIONES
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

GRÁFICO 64
RESULTADO ECONÓMICO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

internacional.

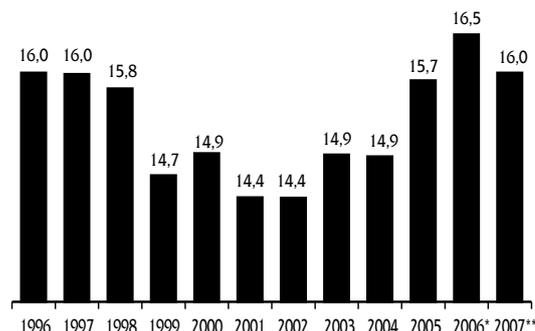
La mayor recaudación por el Impuesto General a las Ventas (18,6 por ciento en términos reales) responde al dinamismo de la actividad económica, así como al importante crecimiento que las importaciones han registrado en el período. Han contribuido en este sentido las acciones de fiscalización de la administración tributaria y la ampliación del ámbito de aplicación de los mecanismos de pago introducidos en agosto de 2004 (sistema de percepciones, deducciones y retenciones).

Adicionalmente, se ha registrado una mayor captación de recursos por concepto de regalías, principalmente gasíferas y mineras, así como por las mayores transferencias recibidas por concepto de utilidades del Banco de la Nación y de excedentes de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria -Sunat- que en conjunto representaron 0,4 puntos porcentuales del PBI. Estos desarrollos compensaron la pérdida fiscal generada por la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a los combustibles con el propósito de atenuar el impacto de los precios internacionales.

Por su parte, el **gasto no financiero** del gobierno central en el primer trimestre del año alcanzó 12,1 por ciento del PBI, inferior en 0,7 puntos porcentuales al nivel registrado el período correspondiente del año 2005. Sin embargo, muestra un crecimiento en términos reales de 9,5 por ciento. Los mayores gastos en bienes y servicios están asociados al proceso electoral y a las mayores comisiones de Sunat, dado el importante crecimiento de la recaudación. Asimismo, se incrementaron las transferencias a los gobiernos locales, principalmente por el Fondo de Compensación Municipal y el canon minero. Adicionalmente, el gasto del trimestre también refleja la política de aumentos salariales de los últimos meses con mejora a docentes y a trabajadores administrativos de educación, profesionales de la salud, al personal docente y no docente de las universidades públicas y al personal militar y policial.

87. Para el año **2006** se proyecta que el Sector Público no Financiero alcanzará un **resultado** económico de 0,2 por ciento del PBI, en un contexto de ingresos extraordinarios (dada la coyuntura favorable en el precio de nuestras materias primas), y mayores gastos comprometidos (tales como aumentos en los sectores educación, defensa e interior) así como mayores gastos de capital de gobiernos regionales y

GRÁFICO 65
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

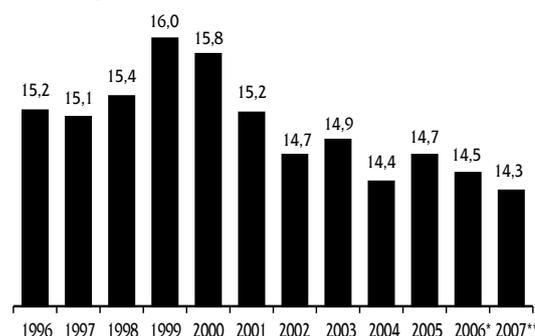
municipales.

Los **ingresos corrientes** del gobierno central serían 16,5 por ciento del PBI, superior en 0,8 puntos porcentuales al registrado en 2005, reflejando un aumento de 15,3 por ciento en términos reales. Esta proyección incorpora una mayor recaudación por Impuesto a la Renta, que alcanzaría 5,8 por ciento del PBI asociado a los mayores pagos a cuenta, así como a la mayor regularización de impuestos devengados de 2005. Estos mayores ingresos, superiores al 4,3 por ciento del PBI registrado el 2005, son reflejo de la coyuntura internacional favorable para nuestras materias primas.

Sin embargo, la volatilidad de los precios internacionales podría revertir esta coyuntura. Se estima que una disminución del 10 por ciento en la cotización de los productos mineros exportables generaría una reducción de aproximadamente 0,4 puntos porcentuales del PBI.

Por su parte la recaudación del Impuesto General a las Ventas (excluyendo el impuesto de promoción municipal) se mantendría en niveles similares a los del año pasado (6,3 por ciento del PBI) principalmente porque el ejercicio 2005 contiene ingresos extraordinarios asociados a una transferencia de partidas accionarias. Respecto al Impuesto Selectivo al Consumo (ISC), la proyección considera una disminución de la recaudación del mismo en 0,3 por ciento del PBI asociado por una lado, a la disminución de las tasas realizadas durante el mes de abril de 2006, y por el otro, al efecto del mayor uso del gas natural.

GRÁFICO 66
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

Los **gastos no financieros** del gobierno central llegarían a 14,5 por ciento del PBI, reflejando una caída de 0,4 puntos porcentuales del PBI al registrado en 2005. Además la proyección considera que los gastos de capital se mantendrían en niveles de 2,0 por ciento del PBI, similares a la ejecución del año 2005. A nivel de gobierno general los gastos no financieros también se mantendrían como en 2005, en niveles de 17 por ciento del PBI.

La **amortización** de deuda pública ascenderá a US\$ 1 620 millones y estaría compuesta por vencimientos de deuda externa por US\$ 1 200 millones y por vencimientos de deuda interna por US\$ 420 millones. La proyección considera los menores vencimientos por el prepago de deuda externa al Club de París y Japeco ejecutado en 2005. El **requerimiento financiero** para 2006 sería US\$ 1 460 millones y se cubriría con desembolsos externos por US\$ 800 millones y bonos

por US\$ 701 millones.

RECUADRO 7 DESARROLLO DEL MERCADO DE BONOS EN NUEVOS SOLES

La emisión de bonos en moneda nacional por parte del Tesoro y de las empresas privadas conlleva una serie de beneficios para la economía. En primer lugar, se reduce el riesgo cambiario o de efecto de hoja de balance que se produce cuando el gobierno, los individuos o empresas reciben ingresos en soles y toman deuda en dólares. En segundo lugar, permite disminuir la dolarización que eleva el riesgo de liquidez en dólares para el sistema bancario, por lo que se precisan altos requerimientos de encaje y de un mayor nivel de reservas internacionales. Así se permite un mejor ajuste de la economía ante crisis externas, pues se reduce a exposición de los créditos domésticos y la deuda pública al tipo de cambio, lo que repercute en una menor vulnerabilidad de la economía. Estos riesgos producidos por la dolarización dificultan que la economía peruana alcance el grado de inversión.

En los años recientes se ha observado un cambio en el portafolio de la deuda soberana de las economías emergentes, orientándose más hacia la moneda nacional. Ello ha respondido a una serie de factores: (1) una mejora en los fundamentos macroeconómicos que han disminuido la vulnerabilidad en estas economías, básicamente por la mejor posición fiscal, de la balanza de pagos y la acumulación de reservas internacionales; (2) bajas tasas de inflación (con la adopción de metas explícitas de inflación en muchas economías emergentes); (3) un entorno internacional favorable consistente en bajas tasas de interés en el mundo e incremento en los términos de intercambio.

En el caso de Latinoamérica, la importancia de la deuda (bonos) en moneda nacional dentro de la deuda soberana total (externa e interna) ha aumentado en el periodo 2000-2004 principalmente en Brasil y México, llevando dicha participación hasta 74 por ciento y 59 por ciento, respectivamente. Cabe destacar que en el caso del Perú su participación ha aumentado en sólo cinco años de 6 a 22 por ciento en 2005.

En los últimos años sólo Uruguay, Colombia y Brasil han emitido deuda externa denominada en moneda nacional, debiendo destacarse las emisiones de estos dos últimos países, por tratarse de bonos no indexados a la inflación.

DEUDA SOBERANA EN MONEDA NACIONAL COMO PORCENTAJE DE LA DEUDA SOBERANA TOTAL 1/

	2000	2004 2/	Variación
Brasil	61	74	13
Chile	9	16	7
Colombia	47	54	7
México	48	59	11
Perú	6	26	20
Venezuela	29	37	8

DEUDA SOBERANA INTERNACIONAL EMITIDA EN MONEDA NACIONAL

País	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Monto Emitido (mill. US\$)	Tasa de Cupon
Brasil	Set-05	Ene-16	1 480	12,50
Colombia	Nov-04	Mar-10	588	11,75
Colombia	Feb-05	Oct-15	547	12,00
Uruguay	Oct-03	Oct-06	290	10,50
Uruguay	Ago-04	Feb-06	250	17,75

1/ Sólo incluye bonos.

2/ El dato de Perú corresponde a 2005.

Fuente: BCRP - Standard & Poor's.

Fuente: Bloomberg.

En el plano interno, en los últimos años la economía peruana ha registrado un importante proceso de desdolarización de sus principales agregados monetarios y financieros, incluyendo el mercado de bonos públicos y privados.

RATIOS DE DOLARIZACIÓN DE AGREGADOS FINANCIEROS

Año	Obligaciones bancarias	Crédito bancario	Crédito financiero	Bonos privados 1/	Bonos públicos 2/
2000	70	82	81	78	
2001	67	80	78	72	
2002	65	79	76	70	64
2003	62	77	73	65	54
2004	55	74	71	66	41
2005	55	70	67	66	12

1/ Incluye bonos e instrumentos de corto plazo.

2/ Bonos públicos colocados en el mercado interno.

BONOS PRIVADOS EN SOLES NOMINALES 1/

Año	Moneda Nacional		Total	Moneda extranjera
	Nominal	VAC 2/		
2000	2	20	22	78
2001	11	17	28	72
2002	13	17	30	70
2003	17	18	35	65
2004	17	17	34	66
2005	20	14	34	66

1/ Incluye bonos e instrumentos de corto plazo.

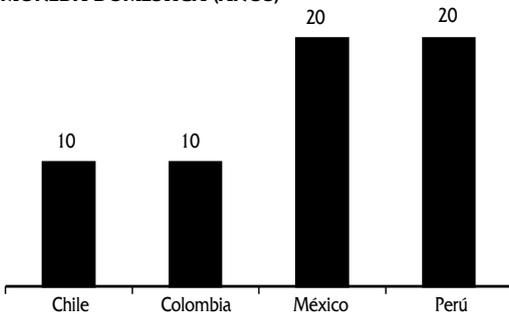
2/ Los saldos incluyen el efecto de la variación del VAC

Este proceso se ha visto favorecido por el esquema de Metas Explícitas de Inflación a través de dos mecanismos. En primer lugar, una inflación baja y estable, consistente con su nivel meta, contribuye a una mayor demanda de la moneda nacional como depósito de valor. El segundo mecanismo consiste en una mayor estabilidad y predictibilidad de la tasa interbancaria, lo que ha facilitado la formación del resto de tasas de interés en soles, y por ende, ha incentivado la mayor intermediación financiera en nuestra moneda.

Otro factor importante, detrás del aumento de emisiones de títulos privados en soles, ha sido el surgimiento de una curva de rendimiento de Bonos del Tesoro Público, en soles nominales, hasta con plazo de 20 años, que está sirviendo como referencia para la emisión de títulos privados y créditos hipotecarios a plazos cada vez mayores. Cabe indicar que, en Latinoamérica, México y el Perú tienen las emisiones soberanas nominales domésticas a plazos más largos.

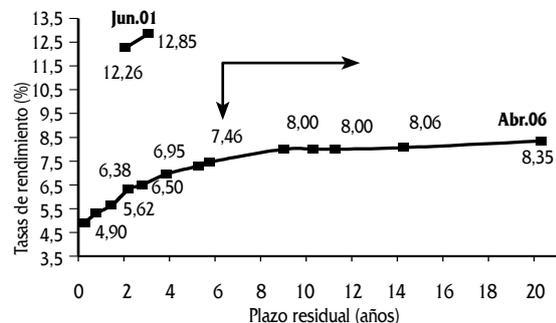
En el caso peruano es importante destacar que en el lapso de sólo cinco años se ha logrado ampliar la curva de rendimiento de bonos soberanos nominales de 3 a 20 años y se ha reducido a la mitad la tasa de rendimiento, lo que está reflejando el menor riesgo país y la confianza en la estabilidad macroeconómica.

PLAZO MÁXIMO DE BONOS SOBERANOS EN MONEDA DOMÉSTICA (AÑOS)



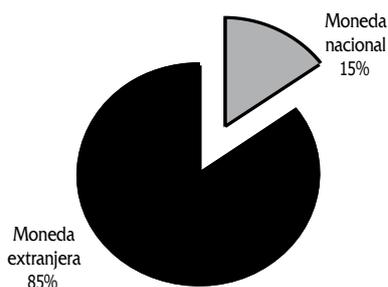
Incluye información del 2006.

MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO

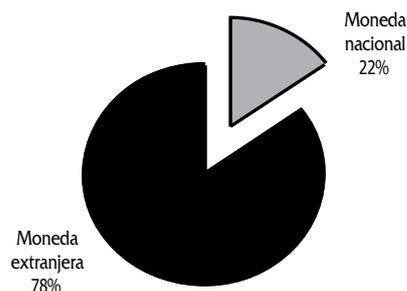


Los canjes de deuda pública en dólares por deuda en soles, tanto interna como externa, llevados a cabo en el año 2005, permitieron reducir el monto de la deuda pública en moneda extranjera de 85 por ciento en el 2001 a 78 por ciento en el 2005. En el caso de la deuda interna, se intercambiaron bonos del Tesoro para el Programa de Consolidación del Sistema Financiero por S/. 1 244 millones (US\$ 381 millones). En el caso de la deuda externa, se emitieron bonos en soles en el mercado doméstico para financiar dos operaciones de prepago extraordinario por adeudos de largo plazo con los gobiernos y agencias oficiales del Club de París (US\$ 805 millones) y con la empresa JAPECO (US\$ 237 millones).

DEUDA PÚBLICA POR MONEDAS - 2001



DEUDA PÚBLICA POR MONEDAS - 2005



RECUADRO 8 CANJE DE DEUDA INTERNA

El Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), mediante Decreto Supremo N° 072-2006-EF publicado el 25 de mayo de 2006, aprobó la operación de canje de deuda interna de bonos soberanos por un monto total de S/. 3,9 mil millones. El objetivo de esta operación de administración de deuda es reordenar el perfil de la deuda interna con el propósito de establecer plazos relevantes para el establecimiento de la curva de rendimiento. Esta medida dotará de mayor liquidez y profundidad al mercado doméstico, permitirá al gobierno reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda e incrementar la vida media y duración de la misma al intercambiar vencimientos próximos por amortizaciones a más largo plazo.

Esta operación de canje de deuda comprende el retiro anticipado de los bonos que se presentan en el cuadro adjunto y el intercambio de éstos por nuevos bonos que se emitirán como series en reapertura.

CANJE DE BONOS SOBERANOS

(En millones de soles)

Fecha Venc.	Tipo	Monto	Tasa-Cupon	Precio
12-ago-06	Tasa fija	422	4,98%	100,0%
11-feb-07	Tasa fija	225	7,20%	101,3%
9-oct-07	Tasa fija	341	5,94%	100,4%
11-feb-09	Tasa fija	401	7,25%	102,2%
10-mar-10	Tasa fija	666	8,61%	106,2%
31-ene-12	Tasa fija	525	9,00%	108,7%
12-ago-16	Tasa fija	425	7,34%	98,4%
Subtotal		3 005		
20-feb-11	VAC	192	6,70%+VAC	111,9%
9-ago-09	VAC	49	7,97%+VAC	114,7%
10-jun-10	VAC	75	6,70%+VAC	111,9%
11-dic-13	VAC	75	5,79%+VAC	111,1%
30-ene-14	VAC	209	5,80%+VAC	110,6%
14-abr-16	VAC	150	5,90%+VAC	112,2%
8-jun-16	VAC	80	6,84%+VAC	119,0%
13-jul-19	VAC	69	7,40%+VAC	125,0%
Subtotal *		900		
Total Bonos Soberanos		3 905		

* Bonos VAC a valor nominal.

Fuente: MEF.

Los bonos a ser canjeados serán reaperturas de los siguientes bonos:

EMISIÓN DE BONOS SOBERANOS

Fecha Vencimiento	Tipo	N° Bonos antes del Canje (miles)	N° Bonos después del Canje (miles)	Tasa-Cupón	Precio
9-jul-08	Tasa fija	511	773	9,47%	106,7%
10-ago-11	Tasa fija	641	1 362	12,25%	122,7%
5-may-15	Tasa fija	787	1 242	9,91%	115,7%
12-ago-17	Tasa fija	1 545	1 840	8,60%	105,8%
Subtotal		3 484	5 217		
13-oct-24	VAC	723	795	6,84%+VAC	119,8%
31-ene-35	VAC	394	796	7,39%+VAC	128,7%
Subtotal		1 117	1 591		
Total Bonos Soberanos		4 601	6 808		

Fuente: MEF.

88. Las proyecciones para **2007** consideran que el Sector Público registraría un déficit fiscal nulo.

En relación a los **ingresos fiscales**, se proyecta una presión tributaria menor en 0,5 puntos porcentuales del producto respecto a 2006, debido a la eliminación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), a los menores ingresos por impuestos a las importaciones como resultado de la desgravación arancelaria producto del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos de Norteamérica, así como menores ingresos por regularización de impuesto a la renta ante la paulatina reversión de los términos de intercambio. La proyección para 2007 asume que el Impuesto Transitorio a los Activos Netos (ITAN) se mantendría. De otro modo, el fisco registraría menores ingresos en un contexto de caída en los términos de intercambio.

Respecto a los **gastos no financieros** del gobierno central, se asume el incremento del gasto no financiero del gobierno general en términos reales se ubicaría dentro del límite de 3 por ciento anual establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

El **requerimiento financiero** de 2007 sería de US\$ 2 013 millones, el mismo que se cubriría con desembolsos externos por US\$ 770 millones y con bonos por US\$ 1 040 millones de libre disponibilidad y con emisiones internas. Esto asume operaciones de mercado de reperfilamiento de deuda para desdolarizar

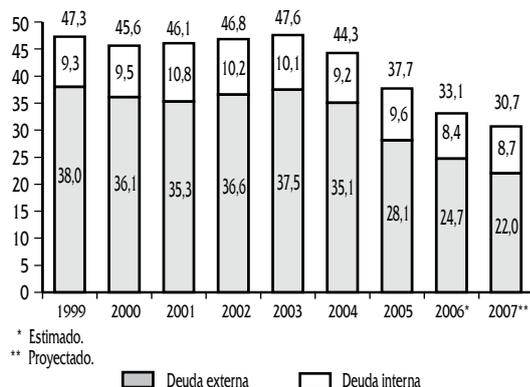
Cuadro 39

REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de US\$)

	2004	2005	2006		2007	
			I Trim.	RI Enero 2006 RI Mayo 2006		
I. USOS	2 822	4 673	-439	2 129	1 460	2 013
1. Amortización	2 068	4 460	346	1 526	1 621	2 058
a. Externa	1 348	3 678	282	1 132	1 200	1 647
b. Interna	720	783	64	394	421	411
Del cual: Bonos de Reconocimiento	215	192	30	95	105	79
2. Déficit Fiscal	754	213	-785	603	-161	-45
II. FUENTES	2 822	4 673	-439	2 129	1 460	2 013
1. Externas	1 205	1 046	79	1 055	855	778
a. Libre Disponibilidad 2/	863	595	0	499	299	270
b. Proyectos de inversión	315	350	53	500	500	500
c. Otros 3/	26	100	26	56	56	8
2. Internas	-444	-151	-621	400	-95	195
a. Proceso de Promoción de la Inversión Privada (PPIP)	114	57	3	24	24	24
b. Usos de depósitos y otros varios 4/	-558	-208	-624	376	-119	171
3. Bonos 5/	2 061	3 778	103	674	701	1 040

Gráfico 67
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



y ampliar los plazos de vencimiento de la deuda pública.

89. El saldo de deuda pública se reduciría de 37,7 por ciento del PBI en 2005 a 33,1 por ciento en 2006 y luego a 30,7 por ciento a diciembre de 2007.

VI.3 Balanza de pagos

90. El mayor gasto agregado doméstico (principalmente inversión privada) del primer trimestre ha implicado un mayor dinamismo de las importaciones (en particular de bienes de capital) con lo cual se ha registrado un ligero déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el primer trimestre (US\$ 167 millones ó 0,8 por ciento del PBI). La balanza comercial mostró un superávit de US\$ 1 176 millones, mayor en US\$ 86 millones al registrado en el mismo período de 2005. En cambio, la balanza por renta de factores fue negativa en US\$ 1 592 millones.

Cuadro 40

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2004	2005	2006*		2007**	
			I Trim.	RI Enero RI Mayo		
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	- 10	1 030	-167	707	596	185
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>- 0,0</i>	<i>1,3</i>	<i>-0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>
1. Balanza comercial	2 793	5 163	1 176	5 247	7 189	6 437
a. Exportaciones	12 617	17 247	4 566	18 839	21 842	23 427
b. Importaciones	-9 824	-12 084	-3 390	-13 591	-14 653	-16 990
2. Servicios	- 843	-913	-216	-950	-931	-1 091
3. Renta de factores	-3 421	-5 011	-1 592	-5 563	-7 655	-7 329
4. Transferencias corrientes	1 461	1 791	465	1 973	1 994	2 168
II. CUENTA FINANCIERA	2 336	498	391	228	723	987
1. Sector privado	1 348	1 939	632	506	1 271	2 020
2. Sector público	988	-1 441	-240	-278	-547	-1 033
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	26	100	26	65	56	28
IV. FLUJO DE RESERVAS						
NETAS DEL BCRP (1-2)	- 2 352	-1 628	-251	-1 000	-1 376	-1 200
(Incremento con signo negativo)						
1. Variación del saldo de RIN	-2 437	-1 466	-375	-1 000	-1 500	-1 200
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 85	162	-125	0	-125	0

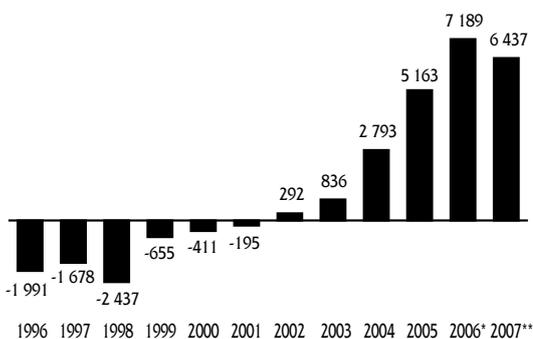
* Preliminar. **Proyección.

1/ Incluye US\$ 853 millones correspondientes a adquisiciones de bonos soberanos por parte de no residentes.

Fuente: BCRP, MEF, SBS, SUNAT, Ministerio de Relaciones Exteriores, Cofide, ONP, FCR, Zofratacna, Banco de la Nación, Cavalí ICLV S.A., Proinversión, BIS y empresas.

En este período, las **exportaciones** fueron de US\$ 4 566 millones, mayores en US\$ 818 millones (22 por ciento) a las registradas en el primer trimestre por las mayores exportaciones tradicionales (25 por ciento) y no tradicionales (14 por

GRÁFICO 68
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



* Estimado.
** Proyectado.

ciento).

Este crecimiento estuvo asociado principalmente al aumento de los precios promedio (24 por ciento) ante la caída de los volúmenes embarcados al exterior (2 por ciento). La caída de los volúmenes reflejó los menores embarques básicamente de harina de pescado, zinc y cobre. Esta disminución fue mitigada por los mayores envíos de productos no tradicionales.

Las mayores precios internacionales tuvieron un impacto positivo sobre las **exportaciones tradicionales**, particularmente sobre las de productos mineros y de petróleo. El crecimiento promedio de los precios (32 por ciento) más que compensó la caída de los volúmenes vendidos (6 por ciento). Cabe destacar que en el caso del cobre, la reducción en los volúmenes vendidos se debió principalmente a retrasos en los embarcaciones. En el caso del zinc, los envíos se vieron afectados por la menor extracción del mineral prevista por la empresa Antamina.

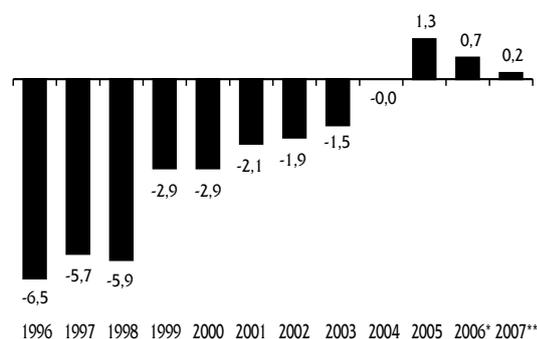
El crecimiento de las **exportaciones no tradicionales** fue producto de un mayor volumen exportado de productos agropecuarios y pesqueros, que compensó la reducción de los volúmenes de exportación de textiles y químicos. Por otro lado, las exportaciones sidero-metalúrgicas y joyas también se vieron impactadas positivamente por los mayores precios internacionales al aumentar las ventas de productos de cobre, zinc, hierro y metales comunes.

Por su parte, las **importaciones** aumentaron en US\$ 732 millones (28 por ciento) en el primer trimestre ante las mayores compras del exterior de productos de todos los rubros, particular de bienes de capital para la industria.

En el primer trimestre, el resultado de la **cuenta financiera** fue de US\$ 391 millones, observándose un flujo positivo de US\$ 632 millones al sector privado y un flujo negativo de US\$ 240 millones al sector público. En el caso del **sector privado** destacó la entrada de capitales por los conceptos de inversión directa (US\$ 1 122 millones), compuesta en su mayor parte por el flujo de reinversión correspondiente a las empresas con participación extranjera; así como de participación de capital (US\$ 163 millones) registrado en la Bolsa de Valores de Lima.

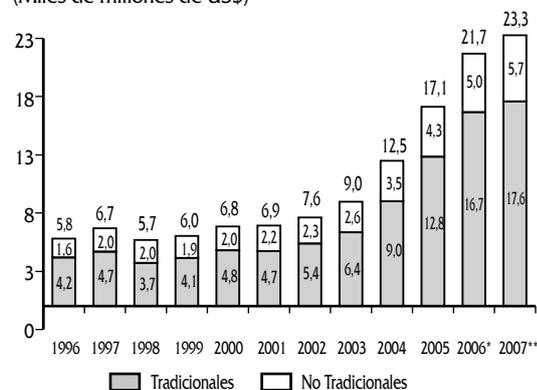
91. Para el año **2006** se proyecta un superávit en la cuenta corriente equivalente a 0,7 por ciento del PBI. Ello es consistente con un saldo comercial positivo (US\$ 7 189 millones) y con un menor dinamismo en las remesas de peruanos en el exterior en comparación a años previos dada la desacelera-

GRÁFICO 69
CUENTA CORRIENTE
(% del PBI)



* Estimado.
** Proyectado.

Gráfico 70
EXPORTACIÓN DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.
* Estimado.
** Proyectado.

ción esperada de la economía mundial.

Para este año se prevé que el aumento de las exportaciones reflejará principalmente el efecto de los mayores precios internacionales. Se estima un crecimiento de las exportaciones de 26,6 por ciento, de modo que éstas alcanzarían los US\$ 21 842 millones. Las mayores exportaciones del sector minero, favorecidas por los elevados precios se verían compensados, en parte, por las menores exportaciones de productos pesqueros, las cuales se reducirían tanto por la menor disponibilidad de recurso en el año como por el efecto base de la venta de inventarios en el año anterior. El crecimiento de las exportaciones no tradicionales en 2006 sería de 17,2 por ciento.

En relación a las importaciones, para **2006** se proyecta un crecimiento de 21,3 por ciento, en un contexto de dinamismo de la actividad económica y el desarrollo de proyectos de inversión. Por componentes, se registrarían incrementos, principalmente en los bienes de capital y las materias primas para la industria que registrarían tasas de crecimiento de 29,3 y 17,4 por ciento, respectivamente.

En **2006** la cuenta financiera sería de US\$ 723 millones, con un flujo estimado positivo US\$ 1 271 millones al sector privado, el cual se explicaría parcialmente por el financiamiento de proyectos de inversión como Cerro Verde, Southern, la Segunda Etapa de Camisea y por la compra de acciones por parte de SAB Miller.

92. Con un contexto internacional menos favorable en 2007, el superávit comercial se reduciría a un nivel alrededor de US\$ 6 437 millones, y el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se reduciría a 0,2 puntos porcentuales del PBI con todo ambos niveles serían mayores a los registrados en años previos.

En **2007** las exportaciones crecerían en 7,3 por ciento. Las exportaciones tradicionales reducirían significativamente su ritmo de expansión (crecerían 5,4 por ciento), pero la tasa de crecimiento se mantendría en niveles positivos gracias a la entrada en operación de varios proyectos mineros como los de sulfuros primarios de Cerro Verde (cobre) y Cerro Lindo (zinc). Para ese año se estima que las importaciones crecerían 16,0 por ciento, lideradas por las importaciones de bienes de capital, las cuales aumentarían en 24,4 por ciento, resultado consistente con el dinamismo de la inversión privada.

En el año **2007** la cuenta financiera sería de US\$ 987 millones, con un flujo positivo de US\$ 2 020 millones al sector privado. La proyección de balanza de pagos considera un aumento de reservas internacionales de US\$ 1 500 millones en 2006 y US\$ 1 200 millones en 2007 dados los superávits de la balanza de pagos y de capitales previstos.

VII. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

VII.1 Expectativas de mercado

93. En mayo, las expectativas de inflación para el 2006 se ubicaron entre 2,6 a 2,8 por ciento; mientras que para el 2007, dichas expectativas están en la meta de inflación de 2,5 por ciento.

En cuanto al PBI, las expectativas de crecimiento se incrementaron de 5,0 a 5,3 por ciento para el 2006 para los analistas económicos, y a 5,6 por ciento para los analistas de instituciones financieras. Para el 2007, ambos grupos mantienen sus expectativas de crecimiento en 5,0 por ciento

Para el 2006, tanto los analistas económicos como las entidades financieras revisaron entre enero y mayo sus expectativas del tipo de cambio hacia la baja al pasar de un nivel de S/. 3,40 a S/. 3,32 y a S/. 3,30 por dólar, respectivamente. Para el 2007, ambos grupos esperan que el tipo de cambio se eleve, en el caso de los analistas económicos a S/. 3,35 por dólar y en el caso de las entidades financieras, a S/. 3,34

Cuadro 41

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA 2006 Y 2007

	2006			2007
	Mes de la encuesta			Mes de la encuesta
	Ago.05	Ene.06	May.06	May.06
Inflación (%)				
Analistas económicos	2,5	2,5	2,6	2,5
Instituciones del sistema financiero	2,5	2,5	2,8	2,5
Crecimiento del PBI (%)				
Analistas económicos	4,6	5,0	5,3	5,0
Instituciones del sistema financiero	4,9	5,0	5,6	5,0
Tipo de cambio (S/. por US\$)				
Analistas económicos	3,30	3,40	3,32	3,35
Instituciones del sistema financiero	3,30	3,40	3,30	3,40
Tasa de interés interbancaria (%)				
Analistas económicos	3,5	4,0	4,50	4,5
Instituciones del sistema financiero	3,8	4,0	4,86	5,0

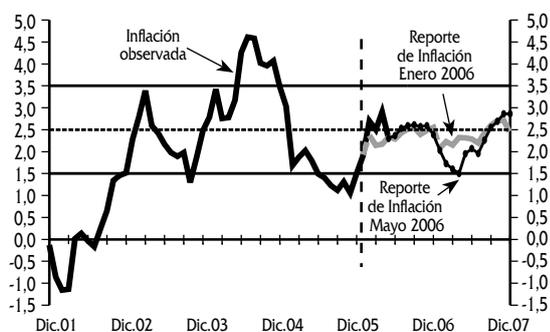
por dólar.

VII.2 Inflación

Se espera que la tasa de inflación últimos doce meses fluctúe dentro del rango meta en el horizonte de proyección y con un crecimiento económico de alrededor de 5 por ciento.

94. Las proyecciones de inflación del presente reporte corresponden a los años 2006 y 2007 y toman en cuenta los rezagos que normalmente tienen las decisiones de política monetaria sobre la inflación. Se mantiene el supuesto metodológico respecto a que el estímulo monetario durante el horizonte de proyección se amenguará paulatinamente para ser consistente con la meta de inflación. En la medida que el BCRP vaya acopiando nueva información sobre el estado de la economía, la posición de política monetaria se ajustará acorde con la meta de inflación del BCRP.
95. El panorama de inflación hacia los próximos meses no se diferencia sustancialmente de lo previsto en el reporte de enero. La inflación total se ubica en línea con la meta, sin embargo, en los últimos meses algunos productos alimenticios de la inflación se han elevado por encima de lo previsto en el último reporte. Estos incrementos han provocado que la tasa acumulada de inflación 12 meses se ubique en 2,2 por ciento a mayo; se espera que para el resto del año la tasa de inflación últimos 12 meses se sitúe cercana al nivel meta (2,5 por ciento), tal como ocurrió en mayo.

Gráfico 71
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN



En la primera mitad de 2007 se prevé un descenso de la inflación principalmente explicada por la normalización de las condiciones de oferta en algunos alimentos a partir de la segunda mitad de 2006. El escenario central en principio no considera presiones de magnitud tal que hagan previsible una desviación de la inflación más allá de sus límites permisibles de 1,5 a 3,5 por ciento. Hacia el final del horizonte de predicción la inflación converge hacia la meta.

96. Otro factor determinante de la inflación es el balance entre demanda y oferta de bienes y servicios. Con relación a esto, cabe precisar que el impulso de demanda derivado del ritmo de expansión de la actividad económica sigue siendo un factor importante en las proyecciones. Esta situación se debe al sostenido incremento de los términos de intercambio del primer trimestre, debido a la coyuntura externa favorable en términos de las cotizaciones de nuestros principales rubros de exportación no tradicional. Asimismo, este desempeño ha venido acompañado de altos niveles de confianza de los agentes económicos y su consecuente panorama posi-

tivo para las inversiones y el consumo derivado de ellos, así como de una tendencia favorable en el volumen y costo del financiamiento de los mercados financieros de capitales. Durante el horizonte de proyección se prevé que el dinamismo y estabilidad de la actividad económica continúen en una senda compatible con la meta.

97. El segundo factor determinante de la inflación es el representado por los costos de producción de bienes y servicios finales, en particular la inflación importada. Con relación al pasado reporte de inflación se han incrementado las proyecciones de los precios de combustibles (la cotización WTI pasa de US\$ 61 a US\$ 69 en 2006) por lo que se espera que las presiones inherentes a este componente inflacionario aumenten. Sin embargo, el Nuevo Sol se ha apreciado 2,7 por ciento en abril con respecto del cierre de 2005. Esta evolución del tipo de cambio, tiende a reducir la inflación y se constituye en un factor a la baja, principalmente durante la primera mitad del horizonte de proyección.

Finalmente, un elemento importante en la evolución de la inflación lo constituyen los mecanismos de fijación de precios de la economía, los que a su vez están influenciados por la inflación pasada y por las expectativas de inflación futura. El cumplimiento de la meta de inflación durante todo el período de vigencia del esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI) han reforzado la credibilidad de las políticas del BCRP. La posición de política monetaria al ser consecuente con la meta de inflación y al mantener la postura previsor de la autoridad monetaria, permitirá que las expectativas de inflación continúen ancladas en la meta a lo largo del horizonte

VIII. BALANCE DE RIESGOS Y CONCLUSIÓN

de proyección.

98. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación del escenario central son:

- **Apreciación del Nuevo Sol:** la reciente evolución del tipo de cambio se ha caracterizado por retomar el vínculo con los fundamentos macroeconómicos presentes. El escenario base incorpora la apreciación del Nuevo Sol en este año. Sin embargo, superado el período electoral existe la contingencia que el Nuevo Sol incremente su fortaleza, más aún si se consideran las perspectivas de mantenimiento de estabilidad macroeconómica, el mantenimiento de altos precios de exportación y mayor acceso a los mercados externos, y la reversión de contratos de compras de dólares a futuro.

Ante ello, el BCRP podría mantener por mayor tiempo su posición de política monetaria e intervenir en el mercado cambiario para reducir excesivas volatilidades del tipo de cambio.

- **Mayores precios internacionales de los combustibles:** En el escenario central de proyección se asume un nivel de precios promedio de US\$ 70 por barril para 2006 y de US\$ 73 por barril para 2007. Sin embargo existe el riesgo que se mantenga un ritmo de alza de precios de combustibles por algún factor que afecte el equilibrio del mercado petrolero.

Ante este evento, el BCRP no reaccionaría ante un alza transitoria de la inflación y sólo lo hará si se produce un alza generalizada de los precios que amenacen en propagarse en el horizonte de proyección y afecten las expectativas de inflación.

RECUADRO 9 IMPACTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DE COMBUSTIBLES

Frente a la creciente volatilidad del precio internacional del petróleo que registró US\$ 32 por barril en diciembre de 2003, US\$ 59 por barril en diciembre de 2005 y US\$ 72 por barril de fines de mayo 2006, el gobierno ha desarrollado una combinación de esquemas de estabilización de precios y reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) con el fin de reducir su impacto sobre los precios domésticos y la economía.

Mecanismo de estabilización de precios Mayo - Setiembre 2004. La medida comenzó en mayo de 2004 al establecerse, por un período de 120 días, el mecanismo de estabilización que compensaba el aumento de precios internacionales con una reducción del ISC a los combustibles, a través de un esquema de banda de precios. Este esquema funcionó de mayo a agosto de 2004, período en el que se redujo el ISC al diesel en 0,19 por galón, del kerosene en S/. 0,07 por galón y del gas licuado en S/. 0,26 por galón.

Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles Octubre 2004 - Junio 2006. El Fondo inició sus operaciones a partir del 13 de octubre de 2004, por un período inicial de 180 días y posteriormente fue modificado en varias oportunidades ampliando su vigencia hasta junio de 2006. El esquema opera con la entrega semanal a los productores e importadores de combustibles, de una compensación cuando el precio de referencia de Osinerg se encuentre por encima del límite superior de la banda de precios objetivos; y cuando los precios de referencia de Osinerg se encuentren debajo de la banda inferior de precios objetivo, los productores e importadores entregaran al Fondo aportes.

El gobierno, asignó inicialmente recursos por S/.60 millones, monto que fue ampliado hasta acumular un total de S/. 250 millones. Contra estos recursos, las obligaciones del Fondo a la fecha acumularon un total de S/. 245 millones, de los cuales S/. 180 millones se atendieron en diciembre de 2005 con cargo al presupuesto de ese año, mientras que la diferencia S/. 65 millones se ha programado atender con cargo al presupuesto de 2007. Por lo tanto, el saldo disponible del Fondo a fines de mayo alcanza a S/. 5 millones.

Reducción del ISC a los combustibles. Adicionalmente, a la reducción del ISC como parte del esquema de estabilización inicial de precios (mayo-setiembre 2004), el gobierno discrecionalmente ha venido reduciendo el ISC como complemento al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. La mayor reducción del ISC se realizó en el diesel, que bajó de S/. 2,29 por galón en diciembre de 2003 a S/. 1,40 el galón en diciembre de 2005, y el caso del ISC al GLP que se eliminó en julio de 2005. El kerosene también se redujo de S/. 2,14 por galón en diciembre de 2003 a S/. 1,77 por galón en diciembre de 2005.

MODIFICACIONES DEL ISC A LOS COMBUSTIBLES: 2004 -2006 (S/. por galón)

	2003	2004					2005			2006		
	Dic	7 Jul	4 Ago	17 Ago	12 Oct	6 Nov	2 Jul	2 Ago	10 Set	1 Ene	13 Abr	25 Abr
Gasolina 84	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	2,60	2,60	2,35	2,25	
Gasolina 90	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,61	3,31	3,31	3,06	2,96
Gasolina 95	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	4,02	3,92	3,62	3,62	3,32	3,22
Gasolina 97	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,15	3,85	3,85	3,55	3,45
Kerosene	2,14	2,14	2,14	2,07	2,07	2,07	2,07	2,07	1,77	2,21	2,21	2,11
Diesel 2	2,29	2,24	2,16	2,10	1,85	1,70	1,70	1,60	1,40	1,84	1,84	1,74
Gas Licuado	0,54	0,54	0,34	0,28	0,28	0,28	--	--	--	--	--	--
Promedio	1,73	1,71	1,64	1,60	1,49	1,42	1,37	1,32	1,17	1,38	1,34	1,28

Nota: Incluye a los residuales que no están afectos al ISC.

En enero de 2006, al haberse eliminado los aranceles a la importación del petróleo y derivados por un costo fiscal de S/. 561 millones, el gobierno aumentó el ISC al kerosene y diesel en S/.0,44 por galón, recuperando con ello parcialmente ingresos anuales por S/. 425 millones. Esta medida no tuvo impacto en los precios, debido a que las refinerías redujeron sus precios en la misma proporción. Asimismo, ante el aumento del precio internacional del petróleo el gobierno en el mes de abril como medida complementaria al Fondo de Estabilización redujo el ISC de las gasolinas entre S/.0,35 y S/.0,40 por galón y el kerosene y diesel en S/.0,10.

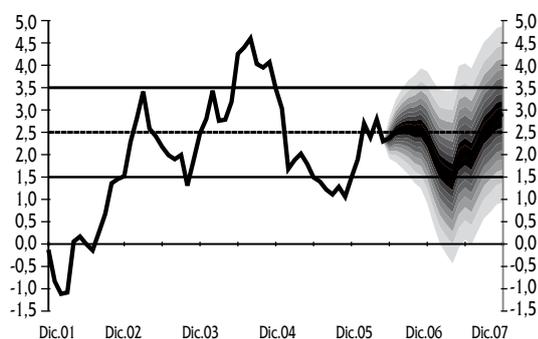
Impacto en los precios. Este conjunto de medidas ha permitido amortiguar parcialmente el aumento de los precios internos en un contexto de alta volatilidad de los precios internacionales del petróleo. Así, frente al aumento del petróleo de 27 por ciento en el año 2004 y 43 por ciento en el 2005, el precio final de los combustibles (sin margen del grifero)

en promedio aumentó en 17 y 14 por ciento, respectivamente. En términos de la canasta de combustibles para el IPC (gasolinas, kerosene y gas licuado) el aumento en promedio fue de 16 y 6 por ciento, respectivamente. Para el período enero mayo de 2006, la cotización del petróleo aumentó en 16 por ciento y los precios finales de los combustibles sólo en 2 por ciento en promedio (1 por ciento para efectos del IPC).

Impacto fiscal de las medidas. El costo fiscal de las medidas sería de S/. 176 millones para 2004 y de S/. 965 millones para 2005. Dichos montos se habrían financiado con los mayores ingresos provenientes del aumento de la cotización internacional del petróleo en el IGV, impuesto a la renta, aranceles y regalías petroleras. Para el período enero-mayo de 2006, el costo fiscal de las medidas asciende a S/. 65 millones por obligaciones del Fondo y de S/. 140 millones en menores ingresos para lo que resta del año por reducción del ISC a los combustibles. Asimismo, el Tesoro debe recibir mayores ingresos por aumento de precios en impuesto a la renta y regalías petrolera por S/. 355 millones, monto que cubriría una ampliación de recursos del Fondo o reducción del ISC hasta por S/. 150 millones.

Hacia adelante y ante el riesgo que continúe registrándose aumentos en los precios internacionales de combustibles, se debería diseñar un esquema de estabilización más selectiva por productos, que permita ahorrar costos fiscales de compensación y focalizar los beneficios en los sectores más vulnerables de la población. Asimismo, se debe acelerar la transformación de la actual matriz energética a fin de que se sustituya el uso del petróleo en el sector eléctrico, industrial, transporte masivo, vehicular y residencial por combustibles económicamente eficientes y menos contaminantes como el gas natural. La sustitución de combustibles derivados del petróleo por el gas natural generaría un ahorro potencial para los consumidores industriales y vehiculares de hasta 80 por ciento; ahorro que permitiría recuperar la inversión por la conversión (de equipos y vehículos) en un plazo menor a un año.

Gráfico 72
PROYECCIÓN DE LA DENSIDAD DE INFLACIÓN



Nota:

El gráfico muestra las bandas de predicción de inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia, mientras que todas las franjas a colores representan el 90 por ciento de probabilidad. Si las bandas se recargan hacia arriba o hacia abajo, entonces existiría un sesgo en la distribución de riesgos hacia el alza o la baja respectivamente. Si se presenta una distribución simétrica alrededor de la proyección central, entonces se presenta un balance neutral de riesgos en la proyección de la inflación.

- **Aumento de riesgo país:** Recientemente se vienen observando fuertes presiones depreciatorias en algunos países con elevados déficit en cuenta corriente (Islandia, Nueva Zelanda y Turquía). Ello podría generar cierta aversión al riesgo por parte de los inversionistas, y afectar la percepción de riesgo de las economías emergentes. En el contexto de incremento de tasas internacionales y de desarrollo de procesos electorales, esto podría reflejarse en un incremento en el riesgo país en las economías de la región.

Si ello induce a una mayor volatilidad en el mercado cambiario, el BCRP intervendría nuevamente en este mercado y optaría por una posición de política monetaria menos flexible para evitar efectos indeseados futuros sobre la inflación. A ello se agrega el importante nivel de reservas internacionales netas.

99. La ponderación de los riesgos considerados genera un balance neutral alrededor de la proyección central de cumplimiento de la meta de inflación. Por lo tanto, con la información disponible a la fecha se puede concluir que no existen sesgos al alza o a la baja de la inflación proyectada.

CONCLUSIÓN

100. La proyección de inflación descrita en el presente Reporte muestra que ésta fluctúa alrededor de la meta de 2,5 por ciento. Esta evolución es consistente con un crecimiento de la actividad económica que sigue manteniéndose en el orden de 5,0 a 5,5 por ciento anual en un entorno caracterizado por una mayor incertidumbre.

ANEXO ESTADÍSTICO

PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2004	2005	2006		2007 ^{1/}
			RI	RI	RI
			Ene 06	May 06	May 06
Var.% real					
1. Producto Bruto Interno	5,2	6,4	5,0	5,5	5,3
2. Demanda interna	4,4	5,4	5,4	7,1	5,7
a. Consumo Privado	3,5	4,4	4,2	4,8	4,3
b. Consumo Público	4,0	9,8	3,5	6,2	4,2
c. Inversión Privada Fija	9,1	13,9	10,6	13,5	12,0
d. Inversión Pública	5,7	12,3	10,3	20,5	9,9
3. Exportaciones de bienes y servicios	14,7	14,2	5,1	2,9	7,6
4. Importaciones de bienes y servicios	10,6	9,9	7,5	11,3	10,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	4,0	3,8	3,9	3,5
Var. %					
6. Índice de Precios al Consumidor	3,5	1,5	2,5	2,5	2,5
7. Tipo de Cambio Nominal ^{2/}	-5,2	4,4	-0,7	-2,4	1,5
8. Tipo de Cambio Real (multilateral) ^{2/}	-1,5	3,8	0,7	1,7	1,6
9. Términos de Intercambio	9,0	7,0	0,5	16,5	-4,9
a. Índice de Precios de Exportación ^{3/}	20,8	18,4	4,6	25,4	-0,6
b. Índice de Precios de Importación	10,8	10,6	4,1	7,7	4,6
% del PBI					
10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	0,0	1,3	0,9	0,7	0,2
11. Balanza Comercial	4,1	6,6	6,5	8,1	6,7
12. Financiamiento externo bruto del sector privado	3,2	4,0	3,4	4,0	3,6
13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	1,0	1,6	1,5	2,2	2,0
14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0
15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central	13,3	13,6	13,7	14,5	14,2
16. Saldo de Deuda Pública Total	44,3	37,7	36,8	33,1	30,7
17. Saldo de Deuda Pública Externa	35,1	28,1	27,5	24,7	22,0
Var.% nominal					
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	8,6	12,6	5,5	10,8	4,6
19. Emisión Primaria promedio anual	18,8	28,3	17,5	18,5	10,0
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-0,5	16,0	8,0	8,5	8,5

1/ Proyección.

2/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio a los agentes económicos.

3/ A partir de agosto de 2005 se incluye como cambio metodológico en el cálculo del índice de precios de exportación el precio promedio de exportación del molibdeno, el cual antes formaba parte del grupo de metales menores.

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas
ISSN 1728-5739

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ