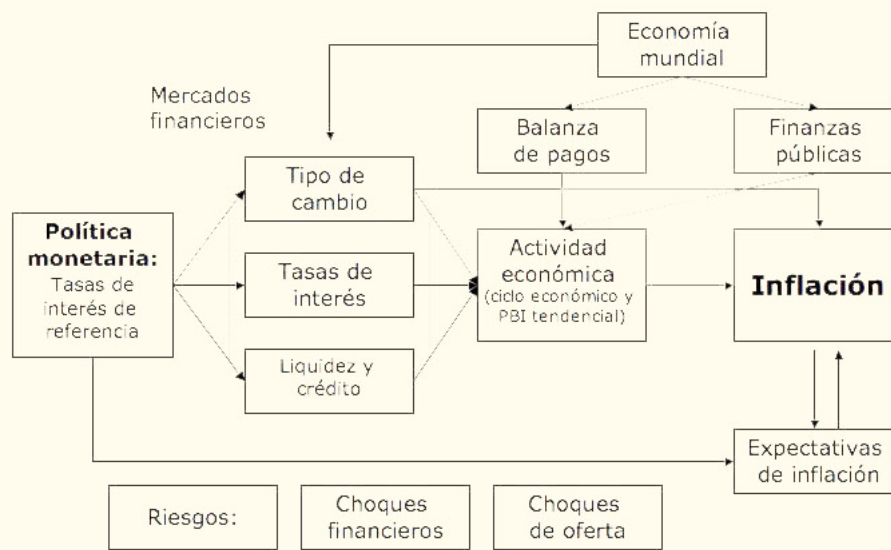




# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

*Setiembre 2006*



**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

**REPORTE DE INFLACIÓN:**  
**Panorama actual y**  
**proyecciones macroeconómicas**

*Setiembre 2006*

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

## CONTENIDO

|  |    |
|--|----|
| PRÓLOGO .....  | 5  |
| RESUMEN .....  | 7  |
| 1. POLÍTICA MONETARIA .....                            | 12 |
| 2. MERCADOS FINANCIEROS .....                          | 15 |
| 3. ENTORNO INTERNACIONAL.....                          | 27 |
| 4. BALANZA DE PAGOS.....                               | 39 |
| 5. FINANZAS PÚBLICAS .....                             | 42 |
| 6. ACTIVIDAD ECONÓMICA .....                           | 48 |
| 7. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PROYECCIONES DE INFLACIÓN..... | 60 |
| 8. BALANCE DE RIESGOS .....                            | 66 |

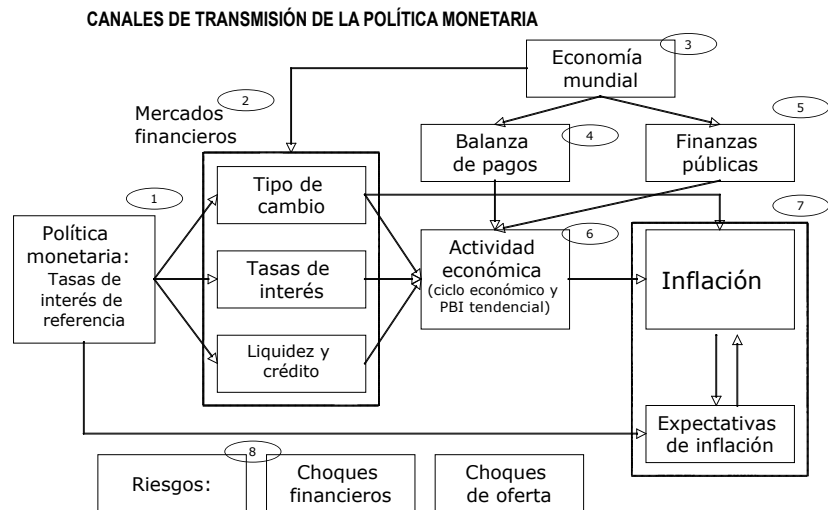
El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre del producto bruto interno, la balanza de pagos y las operaciones del sector público no financiero; al mes de agosto en el caso de las cuentas monetarias; y a setiembre en el de la inflación y el tipo de cambio.



## PRÓLOGO

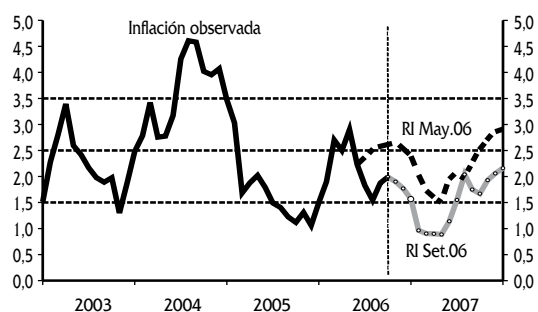
- De acuerdo a la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Para el logro de este objetivo, el Banco diseña y ejecuta su política monetaria para que la tasa de inflación sea 2,5 por ciento por año, aceptando un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo de dicha tasa.
- A principios de cada mes, dentro de un cronograma anunciado en enero, el Directorio del BCRP decide sobre el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, por lo que su determinación merece la consideración de estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Los estudios económicos que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público con la finalidad de lograr la comprensión sobre la consistencia de las medidas adoptadas y asegurar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas proyecciones y simulaciones. Para tal fin, el Banco Central publica desde el año 2002 su Reporte de Inflación.
- Este tercer Reporte de Inflación de 2006 contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en lo que va del presente año y las proyecciones macroeconómicas para los años 2006 y 2007. El BCRP difundirá su siguiente Reporte de Inflación en febrero de 2007.

- El documento está organizado siguiendo el orden en el que se transmiten directa o indirectamente los efectos de las variables económicas sobre la inflación. En la sección 1 se describen las decisiones de la política monetaria en materia de tasas de interés de referencia y las acciones que se han adoptado para cumplirlas. La sección 2 cubre el impacto de las decisiones y las acciones monetarias sobre los mercados financieros, en particular sobre las otras tasas de interés de operaciones financieras, la liquidez y el crédito y finalmente, el tipo de cambio. Las secciones 3 y 4 contienen el análisis de la situación y perspectivas de la economía mundial y nuestra balanza de pagos. En la sección 5 se evalúan las finanzas públicas y en la sección 6 la actividad económica nacional. La sección 7 cubre las proyecciones de inflación y las expectativas inflacionarias. Finalmente la sección 8 analiza el balance de riesgos de la proyección.



## RESUMEN

### PROYECCIÓN DE INFLACIÓN A 12 MESES



- i. Al mes de setiembre de 2006, la tasa de **inflación** anual es 2,0 por ciento, registrando un componente tendencial de 1,5 por ciento, en un contexto caracterizado por un crecimiento de la demanda interna a un ritmo mayor que el del producto bruto interno (PBI). Los factores que explican la ausencia de presiones inflacionarias son el mantenimiento de expectativas de inflación ancladas a la tasa meta de inflación, la tendencia a la apreciación del Nuevo Sol, la atenuación del impacto del alza de precios de los combustibles con medidas fiscales, la ausencia de presiones salariales y el incremento de la productividad de los factores de producción.
- ii. El escenario central del presente **Reporte de Inflación** muestra un ritmo inflacionario menor al observado en el Reporte de mayo. Así, durante el horizonte de proyección 2006-2007 la inflación se mantendría en el tramo inferior del rango meta (1,5-2,5 por ciento) convergiendo gradualmente a 2,5 por ciento a la vez que la economía mantiene un crecimiento a un ritmo sostenido.
- iii. El Directorio del BCRP optó por mantener la tasa de referencia en 4,5 por ciento desde mayo, tomando en cuenta la estabilización de la inflación subyacente y la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol y luego de seis alzas consecutivas de la **tasa de interés de referencia** entre diciembre de 2005 y mayo de 2006 (1,5 puntos porcentuales de aumento total).

La estabilidad de la tasa de interés de referencia y la culminación del período de incertidumbre electoral favoreció la reducción de las tasas de interés en nuevos soles, en particular aquellas de muy corto plazo. Así, la tasa de interés preferencial corporativa a 3 meses que había subido de 4,0 por ciento en noviembre de 2005 a 6,8 por ciento en abril, tomó una tendencia decreciente desde mayo, alcanzando una tasa de 5,4 por ciento en setiembre.

- iv. A partir de julio, una vez disipada la incertidumbre electoral y en un contexto en el que nuevos reajustes en las tasas

de interés internacionales eran menos probables que los inicialmente previstos, se observaron presiones a la baja del tipo de cambio. En el caso del mercado *forward*, algunos agentes decidieron no continuar renovando los contratos contra riesgo de depreciación, lo que generó oferta de dólares por aproximadamente US\$ 800 millones.

A fin de evitar una mayor volatilidad, el BCRP reanudó las compras de moneda extranjera adquiriendo en el período julio-setiembre un monto récord trimestral de US\$ 2 236 millones. Estas compras permitieron recuperar primero y fortalecer después la posición de cambio del BCRP (US\$ 9 139 millones al cierre de setiembre ó 60 por ciento del saldo de reservas internacionales), atender ventas de dólares al sector público por US\$ 682 millones y sustituir operaciones transitorias de inyección de liquidez (subastas de repos) por operaciones de inyección permanentes (compra de dólares).

- v. En el **escenario internacional**, las proyecciones del mercado (*Consensus Forecast*) señalan para este año una corrección al alza del crecimiento de nuestros socios comerciales a 4,1 por ciento del 4,0 por ciento previsto en el Reporte de Inflación anterior. Para 2007 se reduce ligeramente la proyección de crecimiento de 3,6 a 3,5 por ciento.

La economía de los Estados Unidos registraría una desaceleración en su tasa de crecimiento, a 2,6 por ciento, debido al menor dinamismo de su mercado inmobiliario y el efecto rezagado de las alzas de tasas de interés efectuadas por su Banco Central. Por su parte, el comportamiento de la actividad económica de China seguiría asociado a su creciente producción industrial, la cual se traduce en una fuerte demanda de materias primas.

Para 2007 se espera una leve corrección en los términos de intercambio debido al mencionado menor dinamismo de la economía internacional.

- vi. El favorable entorno internacional para los años 2006 y 2007 contribuiría al mantenimiento del superávit de la **cuenta corriente de la balanza de pagos**. Para el año 2006 se proyecta un superávit equivalente a 1,3 por ciento del PBI, consistente con un saldo comercial positivo de US\$ 8,1 mil millones, originado en el crecimiento de las exportaciones y en las mayores remesas provenientes del exterior. Para 2007 el superávit comercial se reduciría a un nivel alrededor de US\$ 7 mil millones, y el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos a 0,2 puntos porcentuales del PBI.
- vii. Para 2006 se proyecta un **superávit fiscal** equivalente a 0,8 por ciento del PBI en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica y de altos precios de las exportaciones, lo cual elevaría los ingresos fiscales de 15,7 por ciento del PBI en 2005 a 17,2 por ciento, a la vez que se contempla un aumento de la inversión pública. Para 2007, de acuerdo a lo señalado en el Marco Macroeconómico Multianual del Ministerio de Economía y Finanzas, se prevé un déficit de 0,8



por ciento del PBI. Esta proyección contempla un importante aumento en el gasto no financiero del gobierno general, asociado principalmente a una mayor inversión pública.

- viii. La **actividad económica** registraría un crecimiento entre 6,5 y 7,0 por ciento en 2006 como resultado de la aceleración de la demanda interna, la cual crecería en 9,3 por ciento, reflejando importantes incrementos en todos sus componentes. Diversos indicadores de demanda como el crédito, la importación de bienes de consumo duradero y de bienes de capital, así como la mayor confianza de los consumidores y empresarios, continuaron mostrando signos favorables consistentes con el actual ciclo expansivo de la actividad económica.

Las previsiones de la producción en 2007 se basan en un importante dinamismo de la inversión privada con la expectativa de un mayor acceso de nuestros productos a los mercados internacionales, en el contexto de la entrada en vigencia del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-Estados Unidos. Sin embargo, la proyección del crecimiento del próximo año estaría entre 5,5 y 6,0 por ciento, tasa más acorde con un entorno internacional menos favorable para el próximo año.

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

- **Choque de demanda: Exceso de gasto agregado.** Si se registra un mayor crecimiento de la demanda -en particular si no viene acompañada de un crecimiento de la productividad en la economía- se podría generar presiones al alza en la inflación.

La reacción del BCRP ante este evento se plasmaría en un retiro más rápido del estímulo monetario de manera tal que se pueda contener las presiones inflacionarias y mantener así las expectativas ancladas en la meta con tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo.

- **Choque de oferta: Fenómeno El Niño.** En el escenario base de proyección se asume la presencia de un fenómeno de magnitud débil. Si las condiciones empeoraran, se podría afectar el actual desarrollo de la actividad económica y causar alzas transitorias en los precios.

Ante este evento, el BCRP sólo reaccionaría si se produce un alza generalizada de los precios que amenace en propagarse en el horizonte de proyección y afecten las expectativas de inflación

- **Choque externo: Desaceleración en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos de América y postergación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-Estados Unidos.** La primera situación podría ahondar los desequilibrios externos de los Estados Unidos, presionando sobre el dólar. Este escenario tendría dos efectos sobre la economía. Por un lado se generaría

un menor impulso sobre la actividad económica; de otro lado, un panorama menos propicio de los términos de intercambio afectaría negativamente los fundamentos de la economía peruana y por ello tendería a depreciar el Nuevo Sol. Dependiendo de la magnitud y persistencia de ambos efectos sobre la inflación, la política monetaria se ajustará para alcanzar la meta de inflación. Si este escenario induce una alta volatilidad al alza en el tipo de cambio, el BCRP podría intervenir en el mercado cambiario.

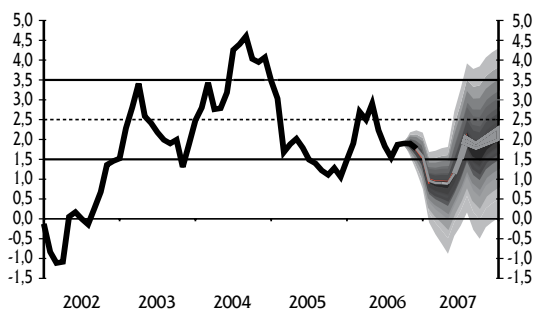
En el caso de que se postergase por un tiempo prolongado la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos de América sin extensión del acuerdo ATPDEA, las exportaciones a este país perderían dinamismo. Ello generaría un impacto negativo sobre la actividad económica presionando hacia abajo a la inflación. En tal caso el BCRP podría mantener por un lapso mayor una posición de estímulo monetario.

- **Choque financiero: Apreciación del Nuevo Sol.** Tal como se adelantó en el Reporte de Inflación de mayo, las perspectivas de que el Nuevo Sol incremente su fortaleza luego del período electoral se han venido cumpliendo. Dados los factores determinantes del tipo de cambio real, subsiste el riesgo de que las presiones apreciatorias sean aún más fuertes que aquellas consideradas en el escenario base.

Frente a esta eventualidad, el BCRP podría mantener más tiempo una posición de estímulo monetario. Igualmente, podría intervenir en el mercado cambiario para atenuar una excesiva volatilidad del tipo de cambio a la baja.

**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN: 2006-2007**

(Variación porcentual 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la 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 las demás franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

- x. La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto al escenario base da como resultado un balance neutral sobre la proyección de inflación, por lo que se puede afirmar que las probabilidades de desvío por arriba o por debajo de la proyección central son similares. Asimismo, se obtiene una proyección de densidad de inflación que indica una alta probabilidad de que la inflación se ubique momentáneamente por debajo del rango de la meta en la primera mitad de 2007.

**ANEXO ESTADÍSTICO**  
**PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN (RI)**

|  | 2005 | 2006 1/ |        |        | 2007 1/ |        |
|--|------|---------|--------|--------|---------|--------|
|  |      | RI      | RI     | RI     | RI      | RI     |
|  |      | Ene 06  | May 06 | Set 06 | May 06  | Set 06 |
| <b>Var.% real</b>  |      |         |        |        |         |        |
| 1. Producto Bruto Interno                                | 6,4  | 5,0     | 5,5    | 6,6    | 5,3     | 5,7    |
| 2. Demanda interna                                       | 5,5  | 5,4     | 7,1    | 9,3    | 5,7     | 6,4    |
| <i>a. Consumo Privado</i>                                | 4,4  | 4,2     | 4,8    | 5,4    | 4,3     | 4,6    |
| <i>b. Consumo Público</i>                                | 9,8  | 3,5     | 6,2    | 8,3    | 4,2     | 8,3    |
| <i>c. Inversión Privada Fija</i>                         | 13,9 | 10,6    | 13,5   | 19,4   | 12,0    | 12,0   |
| <i>d. Inversión Pública</i>                              | 12,2 | 10,3    | 20,5   | 29,9   | 9,9     | 21,1   |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios                   | 14,9 | 5,1     | 2,9    | 1,0    | 7,6     | 6,8    |
| 4. Importaciones de bienes y servicios                   | 10,6 | 7,5     | 11,3   | 14,0   | 10,0    | 10,0   |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales            | 4,0  | 3,8     | 4,0    | 4,1    | 3,6     | 3,5    |
| <b>Var.%</b>   |      |         |        |        |         |        |
| 6. Índice de Precios al Consumidor a diciembre           | 1,5  | 1,525   | 1,525  | 1,525  | 2,535   | 1,525  |
| 7. Tipo de Cambio Nominal 2/                             | 4,4  | -0,7    | -2,4   | -5,0   | 1,5     | 1,2    |
| 8. Tipo de Cambio Real (multilateral)                    | 3,8  | 0,7     | 1,7    | -1,0   | 1,6     | 0,7    |
| 9. Términos de Intercambio                               | 5,2  | 0,5     | 16,5   | 23,8   | -4,9    | -5,3   |
| <i>a. Índice de Precios de Exportación</i>               | 16,3 | 4,6     | 25,4   | 33,5   | -0,6    | -1,2   |
| <i>b. Índice de Precios de Importación</i>               | 10,6 | 4,1     | 7,7    | 7,8    | 4,6     | 4,4    |
| <b>% del PBI</b>   |      |         |        |        |         |        |
| 10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos              | 1,4  | 0,9     | 0,7    | 1,3    | 0,2     | 0,2    |
| 11. Balanza Comercial                                    | 6,6  | 6,5     | 8,1    | 8,9    | 6,7     | 7,2    |
| 12. Financiamiento Externo Bruto del Sector Privado 3/   | 4,0  | 3,4     | 4,0    | 4,3    | 3,6     | 2,8    |
| 13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero  | 1,6  | 1,5     | 2,2    | 2,8    | 2,0     | 1,3    |
| 14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero | -0,3 | -0,7    | 0,2    | 0,8    | 0,0     | -0,8   |
| 15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central            | 13,6 | 13,7    | 14,5   | 15,0   | 14,2    | 14,3   |
| 16. Saldo de Deuda Pública Total                         | 37,7 | 36,8    | 33,1   | 33,1   | 30,7    | 31,3   |
| 17. Saldo de Deuda Pública Externa                       | 28,1 | 27,5    | 24,7   | 24,2   | 22,0    | 22,5   |
| <b>Var.% nominal</b>                                     |      |         |        |        |         |        |
| 18. Gastos No Financieros del Gobierno Central           | 12,6 | 5,5     | 10,8   | 14,8   | 4,6     | 10,4   |
| 19. Emisión Primaria promedio anual                      | 28,3 | 17,5    | 18,5   | 16,5   | 10,0    | 10,0   |
| 20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario       | 16,0 | 8,0     | 8,5    | 8,5    | 8,5     | 8,5    |

1/ Proyección.

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

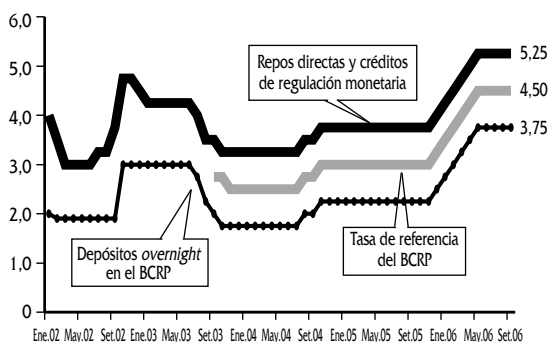
3/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.

## 1. POLÍTICA MONETARIA

*Entre junio y setiembre de 2006 el BCRP ha mantenido la tasa de interés de referencia en 4,5 por ciento en vista de la inflación subyacente anual que fluctuó entre 1,3 y 1,5 por ciento y la apreciación del Nuevo Sol en los últimos meses, en un entorno de dinamismo económico. Previamente, entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, el BCRP elevó dicha tasa desde 3,0 por ciento de forma gradual.*

1. El BCRP establece su posición de política monetaria mediante una tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios, la misma que afecta por distintos canales y plazos a la economía y a la tasa de inflación. Por esta razón, dentro del esquema de Metas Explícitas de Inflación, lejos de concentrar la atención en un sólo factor determinante de la inflación, se opta por prestar atención a los principales causantes de la dinámica inflacionaria.
2. Toda acción sobre la tasa de interés de referencia afecta directamente a variables financieras como son, el resto de tasas de interés, el tipo de cambio, la liquidez y el crédito; factores que tienen efectos sobre la demanda en la economía y, por esta vía, sobre los precios. Un segundo canal de efectos va por el impacto mismo de las acciones del Banco Central en las expectativas inflacionarias del público, las que se revierten en la tasa inflacionaria. Un tercer canal lo proporciona el efecto directo del tipo de cambio en la inflación, el mismo que tiene otros determinantes exógenos como es el caso de los términos de intercambio y las tasas de interés internacionales. Estos canales de acción están sujetos a eventos imprevistos, como es el caso de los choques de oferta o los de índole financiero, lo que dificulta la labor de predicción.
3. 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, el cual se ha venido retirando gradualmente. Los niveles de tasas de interés de referencia han buscado ser consistentes con el cumplimiento de la meta de inflación, tomando en cuenta los rezagos con que se estima opera la política monetaria y las condiciones cambiantes de la economía.

**Gráfico 1**  
**TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL 1/**  
(En porcentajes)



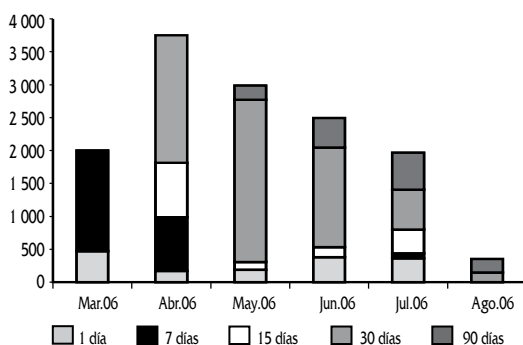
1/ Previo a setiembre de 2003, se indicaba como tasas de interés de referencia de la política monetaria a la de repos directas y créditos de regulación monetaria, y a la de depósitos overnight en el BCRP.

- En una primera etapa, la posición de política monetaria tuvo un mayor grado de estímulo monetario con tasas de interés de referencia en niveles de hasta 2,5 por ciento, debido a la presencia de niveles de inflación por debajo del rango meta, la situación de recesión en los cuatro años previos y las menores tasas de interés internacionales. En el período de turbulencia financiera en la región en setiembre de 2002 se elevó transitoriamente la tasa de interés interbancaria para luego retomar los niveles previos.
- En una segunda etapa (desde el año 2004), la economía pasó a un ciclo de dinamismo económico, impulsado por un favorable entorno internacional y por un clima doméstico de mayor confianza de consumidores e inversionistas. En este período, la tasa de interés de referencia se elevó en dos oportunidades en 2004 de 2,5 a 3,0 por ciento y en 6 oportunidades entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, pasando a un nivel de 4,5 por ciento vigente hasta la fecha.

Estos ajustes reflejaron la necesidad de mantener un menor estímulo monetario dado el mayor dinamismo de la actividad económica, en particular el de la demanda interna desde el cuarto trimestre de 2005. La oportunidad del retiro del estímulo monetario contribuyó, además, a prevenir situaciones de excesiva volatilidad al alza del tipo de cambio en un contexto de incertidumbre electoral y de alzas en las tasas de interés internacionales.

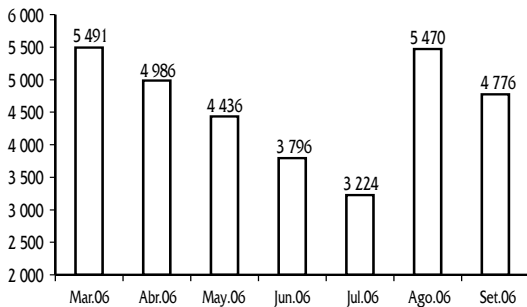
- A partir de junio de 2006, el BCRP decidió mantener la tasa de referencia en 4,5 por ciento. Esta decisión se tomó considerando que a pesar del dinamismo de la demanda interna, la inflación se ubicó en el tramo inferior del rango meta (de 1,5 a 2,5 por ciento) e, incluso, la inflación subyacente permaneció por debajo de dicho rango; ello en un entorno en el que la moneda nacional mantenía una tendencia apreciatoria y en el que las elevaciones de los precios de los combustibles no se tradujeron mayormente en alzas en los precios internos, gracias a medidas fiscales compensatorias. Esta nueva información macroeconómica y financiera implicó una revisión a la baja en las proyecciones de inflación para el horizonte 2006-2007.

**Gráfico 2**  
**SALDO DE OPERACIONES REPO POR PLAZO**  
(Millones de nuevos soles)



4. El manejo de las operaciones monetarias del BCRP se orienta a que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique en el nivel de referencia anunciado cada mes. Estas operaciones toman en cuenta el impacto en la liquidez de los bancos ocasionada por la demanda de soles por parte del público, los flujos de las finanzas públicas y las operaciones cambiarias del Banco Central. En el último año, las operaciones monetarias se han desarrollado en dos escenarios distintos, reflejando en parte la situación del mercado cambiario.
- Durante el período de incertidumbre electoral y de regularización del pago del impuesto a la renta, el BCRP

**Gráfico 3**  
**SALDO DE CDBCRP**  
(Millones de nuevos soles)



realizó operaciones de repos en magnitudes significativas. Así, en abril se alcanzó un saldo máximo de repos otorgados de S/. 4 527 millones. Por estas operaciones, la autoridad monetaria adquiere temporalmente de las entidades financieras Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP), Certificados de Depósito Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) o títulos del Tesoro Público.

La magnitud de estas operaciones se originó en los mayores requerimientos de liquidez de la banca por sus compras de dólares realizadas durante el período de mayor volatilidad cambiaria (entre octubre de 2005 y enero de 2006). Adicionalmente, las mayores necesidades de liquidez por el pago de la regularización del Impuesto a la Renta en abril de 2006 se asoció a que el mismo registró un monto sin precedentes (S/. 2,2 mil millones).

Dados los mayores requerimientos de liquidez de la banca, durante este período el BCRP se abstuvo de colocar Certificados de Depósito (CDBCRP) procediendo a amortizar los saldos existentes. Con ello, se inyectó liquidez adicional al sistema por un monto de S/. 4 452 millones hasta julio.

Adicionalmente, el BCRP elevó el plazo de sus operaciones de repo hasta 3 meses. El plazo de estas operaciones ha sido entre un día y una semana. Se logró reducir las presiones en el mercado interbancario y bajar la presión sobre las tasas de interés del tramo corto de la curva de rendimientos en nuevos soles.

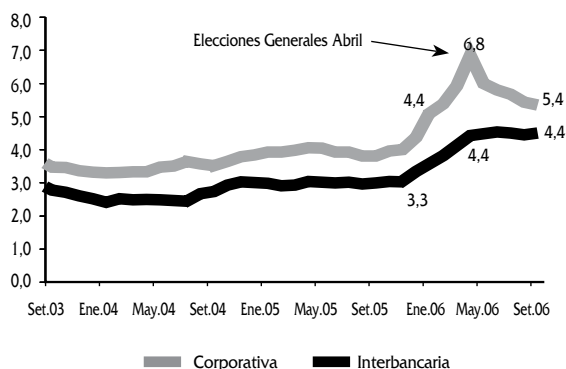
- Culminado el período de incertidumbre en los mercados cambiarios y financieros, el BCRP sustituyó a partir de julio las operaciones de inyección transitoria de liquidez (subasta de repos con títulos-valores) por operaciones de tipo permanente (compra de dólares) y procedió a reiniciar sus colocaciones primarias de Certificados de Depósito (CDBCRP) a fin de esterilizar el impacto monetario de sus operaciones cambiarias. Las compras de dólares del BCRP en el período julio-setiembre totalizaron US\$ 2 236 millones y se vendieron US\$ 682 millones al sector público en igual período.

Estas compras de dólares del BCRP redujeron los requerimientos de liquidez de la banca de manera significativa, lo que provocó la reducción del saldo de operaciones repos hasta niveles mínimos (S/. 154 millones al 27 de setiembre). El impacto monetario de las compras de dólares fue esterilizado mediante colocaciones de CDBCRP en agosto, luego de nueve meses de interrupción de estas colocaciones, y se elevó el saldo de estos certificados de S/. 3 224 millones a fin de julio a S/. 4 776 millones a fines de setiembre. Estas operaciones de esterilización no han implicado un efecto negativo sobre el resultado financiero del BCRP, puesto que las tasas de interés de los CDBCRP no han sido superiores a los rendimientos que se obtienen por las reservas internacionales.

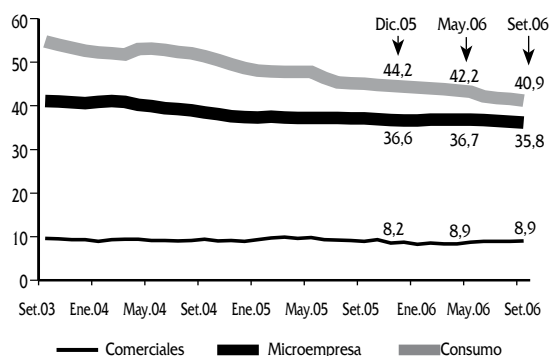
## 2. MERCADOS FINANCIEROS

Las tasas de interés en nuevos soles, tanto activas como pasivas así como para diferentes plazos, registraron disminuciones o se mantuvieron estables en los últimos meses. La reducción fue mayor en las tasas de interés de corto plazo, las que habrían experimentado alzas mayores durante los primeros meses del año. Por su parte, las tasas de interés de mediano y largo plazo continuaron reduciéndose como reflejo de las mejores perspectivas a futuro de la economía.

**Gráfico 4**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES:**  
**INTERBANCARIA Y CORPORATIVA**  
(En porcentajes)



**Gráfico 5**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES DE LOS CRÉDITOS**  
**COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO**  
(En porcentajes)

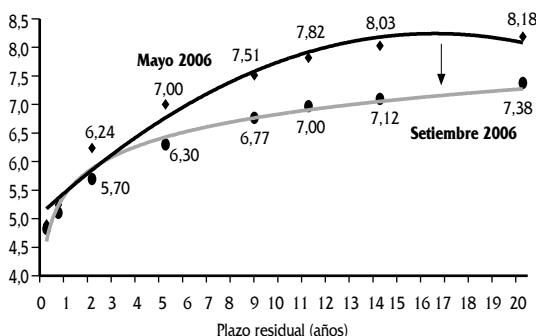


- La tasa de interés interbancaria sirve de referencia para la formación del resto de tasas de interés en nuevos soles y afecta más a aquellas con menor riesgo crediticio y menores plazos. Durante los últimos meses las principales tasas activas y pasivas en nuevos soles de corto plazo se han reducido en línea con la reversión de las condiciones de estrechez de liquidez en el mercado monetario. Esto último fue causado por la mayor demanda de fondos en nuevos soles a plazos entre 1 y 3 meses por parte de los bancos para cubrir sus operaciones de cobertura cambiaria de plazos similares, además de los mayores requerimientos de liquidez de la banca antes mencionados.
- La tasa de interés preferencial corporativa a 3 meses que había subido de 4,0 por ciento en noviembre de 2005 a 6,8 por ciento en abril, tomó una tendencia decreciente desde mayo de este año, alcanzando una tasa de 5,4 por ciento en setiembre. Con ello, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles retomó el nivel de alrededor de un punto porcentual, similar al registrado antes del período electoral, habiendo llegado a alcanzar en abril un diferencial de 2,4 puntos porcentuales.
- La tasa activa promedio de las operaciones de crédito efectuadas en el mes por parte de la banca (FTAMN) disminuyó de 24,1 por ciento en mayo a 22,8 por ciento en setiembre. Las diferentes tasas de interés activas reflejan además de la evolución de la tasa de referencia, las condiciones propias de cada mercado crediticio sobretodo en el caso de los préstamos con mayor plazo y riesgo crediticio. En el caso de los préstamos comerciales, la tasa de interés promedio se mantuvo estable en 8,9 por ciento. En cambio, las tasas en nuevos soles de

los créditos de microempresas, de consumo e hipotecarios tuvieron reducciones, que en este caso responden a la mayor competencia entre entidades financieras y a la mejor situación en que se hallan los deudores por el dinamismo de la actividad económica.

8. Las tasas pasivas promedio (FTIPMN) disminuyeron de 4,2 a 3,7 por ciento especialmente en el tramo de más corto plazo. La tasa de los depósitos a plazo a 30 días bajó de 5,0 por ciento en mayo a 4,6 por ciento en setiembre.

**Gráfico 6**  
**CURVA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS**  
(En porcentajes)



9. En el mercado de capitales, las tasas de interés continuaron su tendencia decreciente a lo largo del año. Las tasas de interés de los bonos soberanos de 5 años o más bajaron entre 81 y 121 puntos en lo que va del año y entre 70 y 91 puntos desde mayo. La tasa del bono con vencimiento a 2011 se redujo de 7,11 por ciento en diciembre de 2005 a 6,30 por ciento en setiembre y la tasa del bono con vencimiento a 2020 bajó de 8,15 por ciento a 7,12 por ciento en dicho período. La tasa del bono de más largo plazo (con vencimiento a 20 años), bajó cerca de 80 puntos desde que se colocó por primera vez en mayo de 2006. Estas reducciones respondieron a la evolución favorable del riesgo país así como a las menores expectativas de devaluación de largo plazo.

**RECUADRO 1**  
**EFFECTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN NUEVOS SOLES SOBRE EL RESTO DE TASAS DE INTERÉS**

A través de este canal la tasa de interés interbancaria sirve de referencia para el resto de tasas de interés en soles, las cuales afectan el gasto agregado y por ende la inflación. Así, una mayor respuesta y menor tiempo de ajuste de las tasas de interés de mercado en nuevos soles ante cambios en la tasa interbancaria refuerza la efectividad de la política monetaria a través del canal de tasas de interés.

**EFFECTO DE UN CAMBIO DE 100 PUNTOS BÁSICOS EN LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y TIEMPO DE AJUSTE**

|                                 | Préstamos hasta 360 días | Préstamos más de 360 días | Depósitos hasta 30 días | Depósitos hasta 180 días | Depósitos hasta 360 días | Depósitos más de 360 días |
|---------------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <b>Efecto a 1 mes</b>           |                          |                           |                         |                          |                          |                           |
| Dic-04 1/                       | 22                       | 36                        | 23                      | 10                       | 6                        | 3                         |
| Jul-06 2/                       | 23                       | 41                        | 37                      | 14                       | 10                       | 6                         |
| <b>Efecto de largo plazo</b>    |                          |                           |                         |                          |                          |                           |
| Dic-04 1/                       | 88                       | 145                       | 70                      | 67                       | 61                       | 55                        |
| Jul-06 2/                       | 94                       | 162                       | 73                      | 72                       | 68                       | 61                        |
| <b>Tiempo de ajuste (meses)</b> |                          |                           |                         |                          |                          |                           |
| Dic-04 1/                       | 4                        | 4                         | 3                       | 7                        | 11                       | 16                        |
| Jul-06 2/                       | 4                        | 4                         | 2                       | 5                        | 7                        | 11                        |

Comparando con los resultados previos publicados en la Memoria BCRP 2004<sup>1/</sup>, el efecto total de un cambio de la tasa de interés interbancaria sobre las demás tasas de interés de mercado en nuevos soles ha seguido aumentando durante los últimos dos años como se muestra en el cuadro.

**Nota:**  
1/ Memoria BCRP, 2004, Recuadro "Impacto de la tasa de interés interbancaria sobre el resto de tasas de interés en nuevos soles".

1/ La estimación considera datos desde 1996 hasta 2004.  
2/ La estimación considera datos desde 1996 hasta julio 2006.



10. Las tasas de interés en dólares mantuvieron una tendencia alcista asociada a la evolución creciente de las tasas de interés internacionales, producto del retiro del estímulo monetario seguido por la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). La FED incrementó su tasa en 100 puntos de 4,25 por ciento a 5,25 por ciento entre enero y junio, la tasa Libor a 3 meses aumentó 90 puntos de 4,49 por ciento a 5,39 por ciento. Las tasas en dólares en nuestro país subieron en proporciones ligeramente menores. Por ejemplo, la tasa corporativa en dólares a 90 días subió 62 puntos hasta 6,13 por ciento entre diciembre y setiembre, mientras que la tasa de los depósitos en dólares a 30 días aumentó 54 puntos y la tasa de los depósitos a plazo a 360 días, 57 puntos. En consecuencia, el diferencial entre las tasas de interés en Nuevos Soles y en dólares se incrementó a favor de los Nuevos Soles, sobre todo en los plazos entre 3 meses y 1 año.

Esta menor capacidad de traslado de los cambios en las tasas internacionales a las tasas de interés pasivas locales se explica por el efecto de la tasa de encaje para obligaciones en moneda extranjera y de su remuneración, fijada actualmente por el BCRP en 2,5 por ciento.

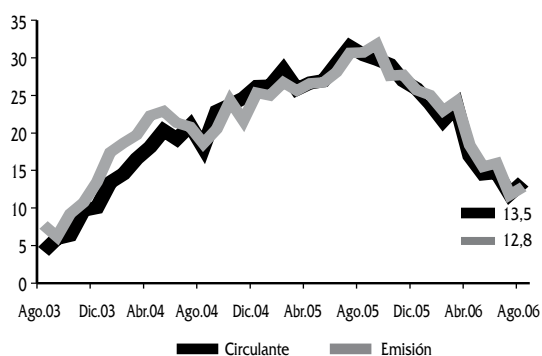
#### Cuadro 1

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

|   | (A) Nuevos soles |           |           | (B) Dólares |           |           | Diferencial (A) - (B) |           |           |
|---|------------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------------------|-----------|-----------|
|   | Dic. 2005        | Abr. 2006 | Set. 2006 | Dic. 2005   | Abr. 2006 | Set. 2006 | Dic. 2005             | Abr. 2006 | Set. 2006 |
| 1. Tasa de referencia y tasa <i>FED funds</i> | 3,25             | 4,25      | 4,50      | 4,25        | 4,75      | 5,25      | -1,00                 | -0,50     | -0,75     |
| 2. Depósitos hasta 30 días                    | 3,55             | 5,52      | 4,61      | 3,62        | 4,02      | 4,16      | -0,07                 | 1,50      | 0,45      |
| 3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días         | 3,59             | 4,95      | 4,90      | 2,88        | 3,08      | 3,45      | 0,71                  | 1,87      | 1,45      |
| 4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días        | 4,60             | 5,23      | 5,81      | 2,92        | 3,21      | 3,49      | 1,68                  | 2,02      | 2,32      |
| 5. Activa preferencial corporativa            | 4,37             | 6,84      | 5,34      | 5,51        | 6,05      | 6,13      | -1,14                 | 0,79      | -0,79     |
| 6. Activa promedio hasta 360 días             | 13,93            | 14,54     | 14,68     | 9,37        | 9,67      | 9,94      | 4,56                  | 4,87      | 4,74      |
| 7. Activa promedio estructura constante       | 17,00            | 17,34     | 17,06     | 10,25       | 10,39     | 10,46     | 6,75                  | 6,95      | 6,60      |

#### Gráfico 7 CRECIMIENTO DE LOS SALDOS DE CIRCULANTE Y EMISIÓN PRIMARIA

(Variación porcentual con respecto al mismo mes del año anterior)



#### Evolución de los agregados monetarios

11. Al mes de agosto de 2006 se ha registrado una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, como el circulante y la emisión primaria, con tasas de crecimiento anual de 13,5 y 12,8 por ciento, respectivamente. En los años previos, estos agregados venían creciendo a un ritmo importante en un contexto de estímulo monetario, dinamismo de la actividad económica

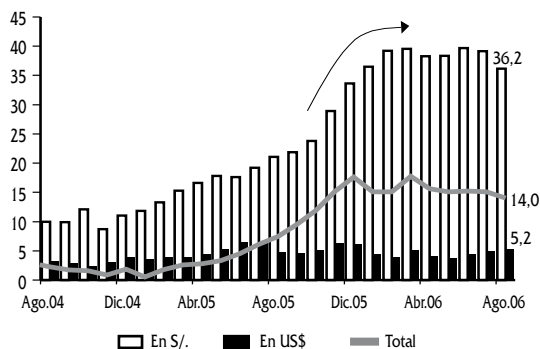
y una mayor preferencia por la moneda nacional. A partir de este año, coincidiendo con el retiro gradual del estímulo monetario, han iniciado una tendencia que está más en línea con el crecimiento del PBI nominal (alrededor de 14 por ciento). Otros agregados monetarios como los depósitos en nuevos soles también se han desacelerado.

**Cuadro 2**

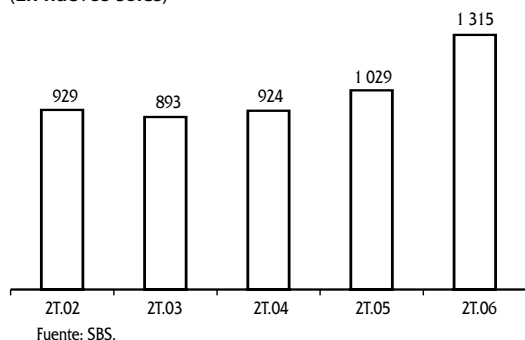
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Variación porcentual, últimos 12 meses)

|   | 2003 | 2004 | 2005 | 2006<br>Agosto |
|---|------|------|------|----------------|
| Circulante                                | 13,4 | 26,3 | 25,8 | 13,2           |
| Emisión primaria                          | 10,1 | 25,3 | 25,7 | 12,8           |
| Depósitos en nuevos soles                 | 7,6  | 34,6 | 26,8 | 7,1            |
| Liquidez total (sistema bancario)         | 1,0  | 8,2  | 18,4 | 8,5            |
| Crédito en nuevos soles al sector privado | 11,9 | 11,0 | 33,6 | 36,2           |
| Crédito total al sector privado           | -0,8 | 1,9  | 17,6 | 14,0           |

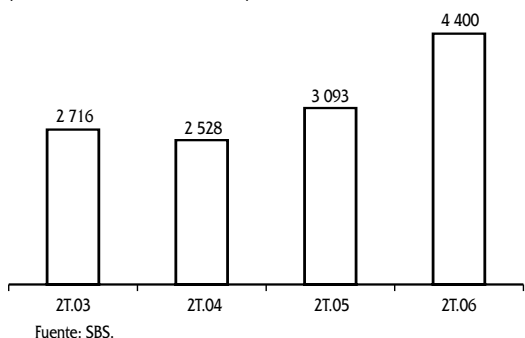
**Gráfico 8**  
**CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual con respecto al mismo mes del año anterior)



**Gráfico 9**  
**CRÉDITOS DE CONSUMO POR DEUDOR DE LAS EMPRESAS FINANCIERAS**  
(En nuevos soles)



**Gráfico 10**  
**CRÉDITOS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO DE EMPRESAS BANCARIAS**  
(Millones de nuevos soles)



12. El crédito del sistema financiero al sector privado, por su parte, ha continuado acompañando el mayor dinamismo de la actividad económica con un flujo anual de S/. 8,4 mil millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 14,0 por ciento al mes de agosto.

13. Este dinamismo del crédito se observa en todos sus componentes. A agosto de 2006, el total de créditos hipotecarios de las empresas bancarias registró un crecimiento anualizado de 17 por ciento y los de consumo una expansión de 31 por ciento. Los niveles de endeudamiento promedio para créditos de consumo han aumentado en cerca de 30 por ciento respecto a los del segundo trimestre del año pasado.

14. También se registró un incremento importante de los contratos de arrendamiento financiero o *leasing* (42 por ciento), especialmente de aquellos asociados a la compra de maquinaria y equipo, así como aquellos destinados a la adquisición de vehículos de transporte terrestre. En términos de crecimiento, los sectores más dinámicos en la utilización de este tipo de instrumento para el financiamiento de sus inversiones fueron hoteles y restaurantes, electricidad, gas y agua, construcción, y transportes.

15. A nivel de monedas, la mayor parte del financiamiento al sector privado en los últimos 12 meses ha sido en soles (S/. 6,8 mil millones). A su vez, ésta fue liderada por las colocaciones de las empresas bancarias (S/. 4,0 mil millones),

debido al mayor financiamiento de los créditos comerciales y de consumo. Con este resultado, la tasa de crecimiento del crédito en nuevos soles del sistema financiero se ubicó en 36 por ciento respecto a agosto de 2005.

Cabe destacar también la expansión en los créditos otorgados por las instituciones de microfinanzas (S/. 1,7 mil millones) y los expedidos por inversionistas institucionales (S/. 806 millones) a través de la compra de valores de renta fija en moneda nacional.

### Cuadro 3

#### EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO

|   | Saldos en millones de nuevos soles |               |               | Tasas de crecimiento |                   |
|---|------------------------------------|---------------|---------------|----------------------|-------------------|
|   | Ago.05                             | Dic.05        | Ago.06        | Ago.06/<br>Ago.05    | Ago.06/<br>Dic.05 |
| Empresas bancarias 1/                     | 9 592                              | 11 606        | 13 620        | 42,0                 | 17,4              |
| Banco de la Nación                        | 1 178                              | 1 277         | 1 361         | 15,5                 | 6,6               |
| <b>Instituciones de microfinanzas</b>     | <b>4 998</b>                       | <b>5 882</b>  | <b>6 672</b>  | <b>33,5</b>          | <b>13,4</b>       |
| Bancos (créditos de microfinanzas)        | 1 306                              | 1 545         | 1 724         | 32,0                 | 11,6              |
| Cajas municipales                         | 1 606                              | 1 848         | 2 112         | 31,4                 | 14,3              |
| Cajas rurales                             | 299                                | 348           | 411           | 37,4                 | 18,2              |
| Cooperativas                              | 550                                | 634           | 682           | 23,9                 | 7,6               |
| Edpymes                                   | 271                                | 351           | 450           | 65,9                 | 28,1              |
| Empresas financieras                      | 965                                | 1 156         | 1 294         | 34,1                 | 11,9              |
| <b>Inversionistas institucionales 2/</b>  | <b>2 750</b>                       | <b>2 900</b>  | <b>3 556</b>  | <b>29,3</b>          | <b>22,6</b>       |
| AFP                                       | 1 641                              | 1 821         | 2 477         | 50,9                 | 36,0              |
| Empresas de seguros                       | 820                                | 751           | 714           | -12,9                | -4,9              |
| Fondos mutuos                             | 289                                | 328           | 364           | 26,2                 | 11,3              |
| <b>Empresas de <i>leasing</i> y otros</b> | <b>313</b>                         | <b>323</b>    | <b>431</b>    | <b>37,6</b>          | <b>33,3</b>       |
| <b>Total Sistema Financiero</b>           | <b>18 832</b>                      | <b>21 987</b> | <b>25 640</b> | <b>36,2</b>          | <b>16,6</b>       |

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

16. El crédito en moneda extranjera registró una expansión de 5,2 por ciento respecto al cierre de agosto de 2005 y 3,0 por ciento con relación a diciembre de igual año. Por componentes, el crédito se expandió por las mayores adquisiciones de instrumentos de renta fija por inversionistas institucionales (US\$ 382 millones entre setiembre de 2005 y agosto de 2006) y mayores flujos de créditos de instituciones de microfinanzas (US\$ 115 millones entre setiembre de 2005 y agosto de 2006).

**Cuadro 4**

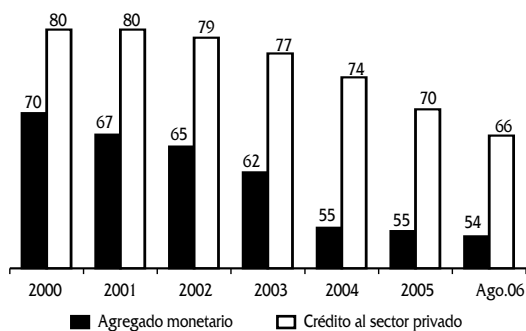
**EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**

|  | Saldos en millones de US\$ |               |               | Tasas de crecimiento |                   |
|--|----------------------------|---------------|---------------|----------------------|-------------------|
|  | Ago.05                     | Dic.05        | Ago.06        | Ago.06/<br>Ago.05    | Ago.06/<br>Dic.05 |
| Empresas bancarias 1/                    | 9 875                      | 9 875         | 10 084        | 2,1                  | 2,1               |
| Banco de la Nación                       | 22                         | 22            | 22            | -1,3                 | -0,7              |
| <b>Instituciones de microfinanzas</b>    | <b>724</b>                 | <b>804</b>    | <b>839</b>    | <b>15,9</b>          | <b>4,3</b>        |
| Bancos (créditos de microfinanzas)       | 159                        | 177           | 187           | 17,8                 | 5,6               |
| Cajas municipales                        | 274                        | 292           | 316           | 15,5                 | 8,3               |
| Cajas rurales                            | 54                         | 56            | 54            | -0,4                 | -3,0              |
| Cooperativas                             | 151                        | 188           | 181           | 20,0                 | -3,6              |
| Edpymes                                  | 52                         | 55            | 57            | 10,7                 | 5,3               |
| Empresas financieras                     | 34                         | 37            | 43            | 27,2                 | 16,3              |
| <b>Inversionistas institucionales 2/</b> | <b>1 315</b>               | <b>1 497</b>  | <b>1 697</b>  | <b>29,0</b>          | <b>13,4</b>       |
| AFP                                      | 679                        | 733           | 853           | 25,7                 | 16,5              |
| Empresas de seguros                      | 105                        | 151           | 174           | 65,2                 | 14,9              |
| Fondos mutuos                            | 531                        | 613           | 670           | 26,1                 | 9,3               |
| <b>Empresas de leasing y otros</b>       | <b>664</b>                 | <b>669</b>    | <b>616</b>    | <b>-7,2</b>          | <b>-7,8</b>       |
| <b>Total Sistema Financiero</b>          | <b>12 599</b>              | <b>12 867</b> | <b>13 257</b> | <b>5,2</b>           | <b>3,0</b>        |

1/ Excluye los créditos de microfinanzas.

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

**Gráfico 11**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO**  
(En porcentajes)



17. El coeficiente de dolarización de las obligaciones del sistema bancario se redujo de 55 a 54 por ciento entre diciembre de 2005 y agosto de 2006, luego de que este coeficiente se mantuviera estable entre 2004 y 2005. Asimismo, el grado de dolarización del crédito del sistema bancario y financiero al sector privado se redujo en ambos casos en 4 puntos porcentuales para el mismo período. Con ello se reduce la exposición de la economía al efecto hoja de balance derivado del riesgo cambiario-crediticio.

**Cuadro 5**

**INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA**  
(En porcentajes del agregado monetario total)

| Año    | Liquidez sistema bancario | Crédito sistema bancario al sector privado | Crédito sistema financiero al sector privado |
|--------|---------------------------|--|--|
| 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   |
| 20061/ | 54                        | 66   | 63   |

1/ A agosto de 2006.

## RECUADRO 2 EL EFECTO HOJA DE BALANCE

En la literatura económica se conoce como efecto “hoja de balance” al papel que cumplen las condiciones del mercado de créditos en la amplificación de choques de demanda agregada. Este efecto se genera, entre otros factores, por las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas.

En economías en donde el efecto hoja de balance es importante, el costo del financiamiento de la inversión se reducirá en períodos de auge económico, debido a que en estos casos mejora la situación financiera de las empresas. A su vez, esta reducción del costo de financiamiento incentivará a las empresas a incrementar sus niveles de inversión; y por tanto, el efecto expansivo inicial del ciclo económico se “acelerará”<sup>1/</sup>. Nótese que el efecto hoja de balance no es un mecanismo adicional de transmisión de choques de demanda agregada sino uno que amplifica los canales tradicionales.

### **Efecto hoja de balance y dolarización financiera**

En economías con dolarización financiera, como la peruana, el tipo de cambio es un determinante adicional del efecto hoja de balance en la medida que variaciones en el tipo de cambio afectan el valor de la deuda de las empresas. Así, aumentos inesperados en el tipo de cambio nominal, al inducir un mayor apalancamiento en las empresas, deterioran su situación financiera, y por tanto éstas tienen que pagar una prima por riesgo mayor por sus créditos. Esto afectaría la inversión agregada y la actividad económica en general.

Una variable fundamental para determinar el impacto de la dolarización financiera en el efecto hoja de balance es el grado de apalancamiento de las empresas. Empresas que tienen bajos niveles de apalancamiento pueden percibirse como poco riesgosas aún cuando sus deudas están altamente dolarizadas porque sólo en caso de devaluaciones inesperadas muy altas, su situación patrimonial se deterioraría. En cambio, cuando el grado de apalancamiento es elevado, aún movimientos muy pequeños en el tipo de cambio pueden inducir a quiebras de empresas. De allí que el grado de dolarización *per se* no sea un indicador informativo de la fragilidad financiera de las empresas, y por tanto del sistema financiero. También es importante tener en cuenta la elasticidad de las ventas de las empresas a variaciones en el tipo de cambio. Así, empresas orientadas al sector exportador, que reciben ingresos en dólares, se verán menos afectadas por una devaluación, en la medida que el aumento de los gastos financieros que ésta puede generar, se ve compensado por un aumento en sus ventas<sup>2/</sup>. Sin embargo, éste no es el caso de empresas que facturan en dólares y cuyo mercado es el interno, ya que ante una depreciación no anticipada sus ventas se verán afectadas negativamente. En estricto, esta vulnerabilidad se genera por el riesgo a fluctuaciones del valor de la deuda al tipo de cambio real, variable que se eleva cuando la economía se enfrenta a choques reales negativos.

### **Evidencia empírica para el Perú**

Para el Perú existen varios trabajos que buscan medir el efecto hoja de balance desde diferentes enfoques. Así por ejemplo Castillo y Dorich (2005), utilizando datos de los balances de un conjunto de empresas que cotizan en bolsa, estiman la respuesta del costo del crédito de las empresas a aumentos en sus niveles de endeudamiento. Si el efecto hoja de balance es fuerte, aumentos pequeños en el endeudamiento de las empresas, llevarían a incrementos sustanciales de su costo financiero. Estos autores encuentran una prima por riesgo estimada de 4 por ciento, para un nivel de apalancamiento de 100 por ciento. Sin embargo, este efecto es no lineal, porque para un nivel de apalancamiento de 200 por ciento la prima por riesgo pasa a ser 7 por ciento.

Por otro lado Carranza y otros (2003) utilizan datos de los estados financieros de 107 de empresas peruanas para el período 1994-2001 para estimar la relación entre demanda por inversión y aumento del tipo de cambio. Sus resultados muestran que el grado de apalancamiento y el grado de dolarización de las deudas de las empresas afectan negativamente sus niveles de inversión. Loveday, Molina y Rivas-Llosa, (2004), utilizando una base de 560 empresas, encuentran, que existe una relación positiva entre la depreciación monetaria y el nivel de inversión de las empresas, pero que el beneficio de una depreciación real se reduce a medida que la empresa se encuentre más apalancada. Azabache (2006) y Jiménez (2004) reportan una relación estadísticamente significativa y negativa entre devaluaciones y la calidad de cartera de los

bancos. En particular, Azabache (2006) reporta la existencia de una relación no lineal entre la calidad de la cartera de los bancos y la depreciación real del tipo de cambio. Así, estima que para depreciaciones por encima de un umbral de 7,6 por ciento, la mora de la cartera en moneda extranjera aumentaría en 14,4 por ciento, mientras que para devaluaciones menores a este umbral, el impacto sobre la mora sería sólo de 1,8 por ciento.

La evidencia empírica indica la existencia del efecto hoja de balance en el Perú, siendo cuantitativamente más importante cuando se estima de manera agregada frente a una estimación microeconómica. Según reportan los trabajos antes mencionados existen mecanismos amplificadores tales como un alto grado de apalancamiento (o bajo nivel patrimonial), una salida abrupta de capitales y caídas fuertes de términos de intercambio para poder observar efectos recesivos asociados al efecto hoja de balance. De allí que resulte importante, promover no sólo políticas orientadas a reducir la desdolarización, sino también aquéllas orientadas a reducir la vulnerabilidad de la economía a choques externos.

**Notas:**

- 1/ Bernanke y otros (1999) y Kiyotaki y Moore (1997) usan modelos macroeconómicos para mostrar como, a diferencia de modelos de ciclos económicos reales, modelos en los que existe hoja de balance pueden generar respuestas en el producto más persistentes y de mayor magnitud ante choques de política monetaria y productividad, respectivamente.
- 2/ Céspedes y otros (2004) y Gertler y otros (2003) analizan el impacto del efecto hoja balance generado por devaluaciones en la elección del régimen cambiario. Ambos trabajos concluyen que la dolarización no hace preferible un esquema de tipos de cambio fijos sobre uno flexible aún cuando existe el efecto hoja de balance.

**Referencias:**

- \* Azabache, Pablo (2006) "Efectos no Lineales entre el Riesgo Cambiario Crediticio y la Depreciación: Un Modelo Umbral para el Sistema Bancario Peruano", *Concurso de Jóvenes Economistas*, Banco Central de Reserva del Perú.
- \* Carranza, L., Cayo, J., y Galdón-Sánchez (2003) "Exchange Rate Volatility and Economic Performance in Perú: A firm level analysis", *Documento de trabajo N° 12/03* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Navarra.
- \* Castillo, P., y J. Dorich (2005) "¿Existe el Efecto Hoja de Balance en Perú?: Evidencia de data Micro", Mimeo, Banco Central de Reserva del Perú.
- \* Jiménez, Renzo (2006) "Ciclo Financiero y Acelerador Cambiario: Estimación de la sensibilidad de la mora a un choque cambiario", *Encuentro de Economistas*, Banco Central de Reserva del Perú.
- \* Loveday, M. y R. Rivas-Llosa (2004) "Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria y el Impacto de una Devaluación en el Nivel de las Firmas". *Revista Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú N° 12*.

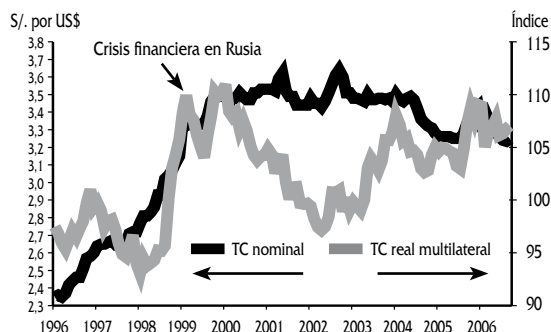
---

### Tipo de cambio

*La incertidumbre electoral incrementó la volatilidad del tipo de cambio entre fines de 2005 y los primeros meses del año, con fluctuaciones entre S/. 3,27 y S/. 3,45 por dólar, aunque con un sesgo a la baja en este año. En mayo y junio el mercado cambiario también estuvo influenciado por la mayor volatilidad de los flujos de capitales en las economías emergentes ante temores de mayores alzas en las tasas de interés internacionales. A partir de julio al disiparse la incertidumbre, se registraron reversiones drásticas en posiciones de monedas hacia el nuevo sol, las que fueron atenuadas por compras de dólares del BCRP por US\$ 2 236 millones en los últimos 3 meses.*

18. El tipo de cambio continuó con su tendencia decreciente en los últimos meses, alcanzando en setiembre niveles similares a los registrados antes del período de volatilidad

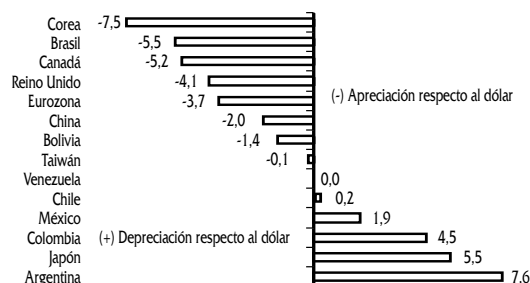
**Gráfico 12**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL**



al alza (S/. 3,25 por dólar). De esta forma, la apreciación del Nuevo Sol en lo que va del año (5,2 por ciento) refleja principalmente la reversión del escenario de volatilidad al alza desde un nivel promedio de S/. 3,43 en diciembre a S/. 3,25 por dólar en setiembre.

19. En términos anuales, la apreciación nominal del Nuevo Sol fue menor (1,8 por ciento). El índice de tipo de cambio real multilateral se mantuvo estable debido a la menor tasa de inflación en el Perú (2,0 por ciento) respecto a la inflación promedio de nuestros socios comerciales.

**Gráfico 13**  
**VARIACIÓN DE LAS MONEDAS DE NUESTROS SOCIOS COMERCIALES RESPECTO AL DÓLAR DE LOS EUA**  
(Setiembre 2006 / Setiembre 2005)

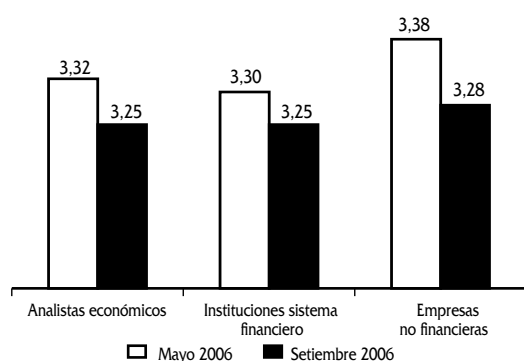


**Cuadro 6**

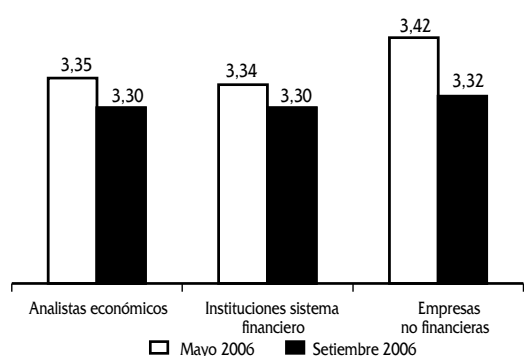
**VARIACIÓN NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL RESPECTO A MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES AL MES SETIEMBRE DE 2006**

|                | Nominal respecto a: |              | Real respecto a: |              |
|----------------|---------------------|--------------|------------------|--------------|
|                | Set. 2005           | Dic. 2005    | Set. 2006        | Dic. 2005    |
| Estados Unidos | -1,8%               | -5,2%        | -1,2%            | -3,0%        |
| Euro zona      | 2,0%                | 1,8%         | 1,7%             | 2,1%         |
| Japón          | -6,9%               | -4,0%        | -7,9%            | -4,4%        |
| Brasil         | 3,9%                | 0,0%         | 5,6%             | 0,5%         |
| R. Unido       | 2,4%                | 2,5%         | 3,7%             | 3,9%         |
| Chile          | -2,1%               | -9,3%        | -1,0%            | -7,7%        |
| China          | 0,2%                | -3,4%        | 0,2%             | -2,2%        |
| Colombia       | -6,1%               | -9,9%        | -3,8%            | -7,6%        |
| México         | -3,6%               | -8,3%        | -2,1%            | -7,7%        |
| Argentina      | -8,7%               | -8,7%        | -1,3%            | -3,6%        |
| Corea          | 6,1%                | 1,8%         | 6,8%             | 3,7%         |
| Taiwán         | -1,7%               | -4,0%        | -3,8%            | -3,8%        |
| Venezuela      | -1,8%               | -5,2%        | 10,2%            | 4,5%         |
| Canadá         | 3,6%                | -1,4%        | 3,0%             | -0,6%        |
| Bolivia        | -0,4%               | -4,0%        | 2,5%             | -1,9%        |
| <b>Canasta</b> | <b>-1,0%</b>        | <b>-3,1%</b> | <b>-0,1%</b>     | <b>-1,7%</b> |

**Gráfico 14**  
**EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO PARA 2006**



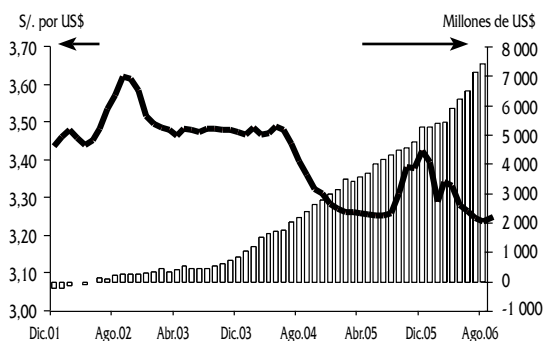
**Gráfico 15**  
**EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO PARA 2007**



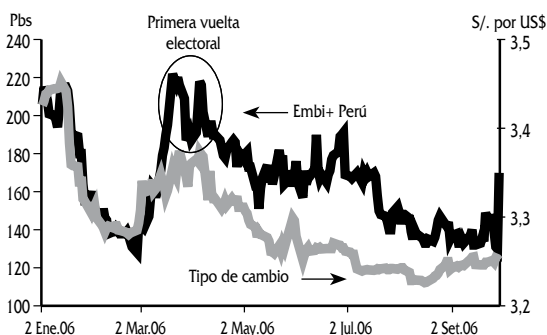
20. Las presiones a la baja del tipo de cambio nominal se explicaron por el continuo desarrollo favorable de las cuentas externas; el contexto de menor riesgo país y las menores expectativas depreciatorias posteriores al período electoral; la desdolarización financiera y los movimientos de posiciones en los mercados de cobertura cambiaria a favor de una mayor confianza en el Nuevo Sol; y las presiones hacia el debilitamiento global del dólar.

21. Las expectativas de los agentes respecto a cuál será el tipo de cambio al cierre del año se han corregido a la baja para los años 2006 y 2007, ubicándose entre S/. 3,25 y S/. 3,28 por dólar para el presente año y entre S/. 3,30 y S/. 3,32 por dólar para el 2007.

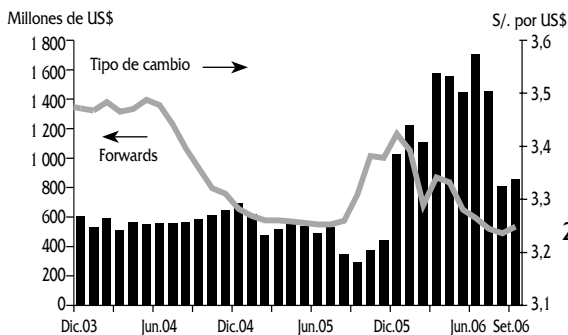
**Gráfico 16**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y BALANZA COMERCIAL**



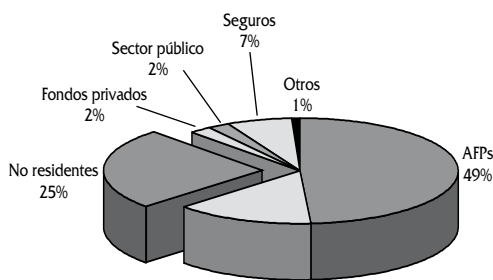
**Gráfico 17**  
**RIESGO PAÍS Y TIPO DE CAMBIO**



**Gráfico 18**  
**SALDO DE VENTAS NETAS DE FORWARDS Y TIPO DE CAMBIO**



**Gráfico 19**  
**BONOS SOBERANOS: ESTRUCTURA POR POSEEDOR A AGOSTO DE 2006**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

**Cuadro 7**

**EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO A DICIEMBRE DE 2006 1/**

|                         | Dic.05 | Ene.06 | Feb.06 | Mar.06 | Abr.06 | May.06 | Jun.06 | Jul.06 | Ago.06 | Set.06 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sistema financiero      | 3,40   | 3,40   | 3,30   | 3,33   | 3,34   | 3,30   | 3,30   | 3,27   | 3,26   | 3,25   |
| Empresas no financieras | 3,45   | 3,45   | 3,40   | 3,40   | 3,40   | 3,38   | 3,35   | 3,30   | 3,30   | 3,28   |
| Analistas económicos    | 3,42   | 3,40   | 3,34   | 3,37   | 3,35   | 3,32   | 3,30   | 3,29   | 3,26   | 3,25   |

1/ De la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas BCRP.

22. La balanza de pagos viene registrando desde el año 2004 superávit en la cuenta corriente (1,4 por ciento del PBI en 2005 y 1,2 por ciento en el primer semestre de 2006) en un contexto de altos precios de exportación y de diversificación de las exportaciones. A agosto de 2006, la balanza comercial acumuló un resultado positivo de US\$ 7,4 mil millones en los últimos doce meses, lo que constituyó un nuevo máximo histórico.

23. Culminado el período electoral y la coyuntura de volatilidad en los mercados emergentes, el indicador de riesgo país disminuyó 60 puntos básicos desde 190 pbs en mayo a 130 pbs al 28 de setiembre. Al cierre de setiembre el indicador riesgo país se ubicó en 171 pbs debido al cambio metodológico que rige desde el 29 de setiembre, por el cual se incluye en el índice bonos de mayor plazo con vencimiento en 2025 y 2033.

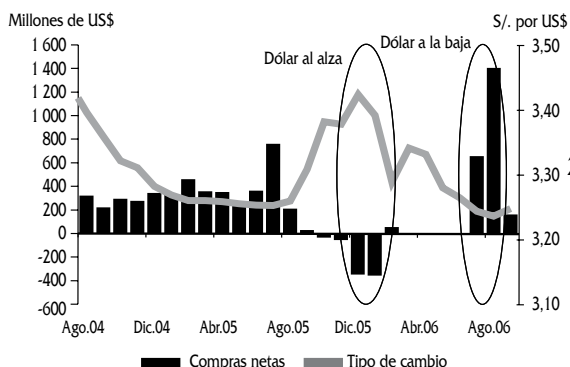
24. La posición de cobertura contra riesgos de depreciación en el mercado *forward* se redujo drásticamente en los últimos meses. El saldo de entrega de dólares a futuro, definido por el valor neto de los contratos de ventas y compras a futuro pendientes de entrega por parte de los bancos, disminuyó de US\$ 1,7 mil millones en junio a US\$ 860 millones en setiembre.

25. Si bien el saldo vigente de coberturas contra riesgo cambiario se mantiene todavía por encima de los niveles de hace un año, se debe tomar en cuenta que esta mayor demanda proviene de inversionistas extranjeros que poseen bonos soberanos en nuevos soles, los cuales buscan atenuar el riesgo cambiario. A agosto de 2006 los inversionistas extranjeros poseen alrededor del 25 por ciento del saldo de bonos soberanos en nuevos soles, lo que representa una inversión de S/. 2,6 mil millones.

26. Como consecuencia de esta evolución de los contratos *forward* se generaron presiones apreciatorias importantes en el corto plazo. Estas presiones fueron particularmente mayores en la primera quincena de agosto, por lo que el BCRP intervino en el mercado cambiario para acomodar estos movimientos de portafolios por monedas (US\$ 1,4 mil millones de compras en agosto). En este período el tipo de cambio se ubicó por debajo



**Gráfico 20**  
**COMPRAS NETAS DE DÓLARES Y TIPO DE CAMBIO**



de los niveles que tuvo antes de que se iniciara el período de volatilidad cambiaria en setiembre de 2005. A partir de la segunda quincena de agosto el saldo de ventas netas *forward* se estabilizó en alrededor de US\$ 800 millones y las presiones apreciatorias disminuyeron sustancialmente.

27. El reinicio de las compras de dólares en el mercado cambiario en los últimos 3 meses (por un total de US\$ 2 236 millones) han permitido recuperar primero y fortalecer después la posición de cambio del BCRP (US\$ 9,1 mil millones al cierre de setiembre, que representa el 60 por ciento del saldo de reservas internacionales).

**RECUADRO 3**  
**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL**

En el mes de setiembre, el tipo de cambio nominal fue de S/. 3,248 por dólar, lo que significa una apreciación nominal de 5,2 por ciento respecto a diciembre de 2005 y de 1,8 por ciento respecto a setiembre de 2005.

A diferencia del tipo de cambio nominal que compara un precio relativo de dos monedas, el tipo de cambio real (TCR) mide la capacidad adquisitiva de un exportador, ello implica que:

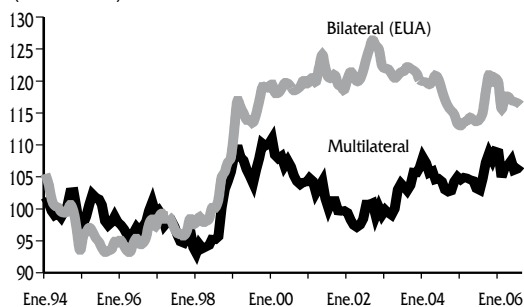
$$TCR = PEUA . E / PPERU$$

Por lo tanto, el tipo de cambio real no sólo considera la variación nominal, sino también el cambio en los precios en dos países. Por ello, muchas veces la evolución del tipo de cambio nominal y real difiere. Así, por ejemplo, a pesar de la apreciación nominal del Nuevo Sol, el tipo de cambio real bilateral (TCRB) de Perú con los Estados Unidos de América ha mostrado una mejora. En este caso, la apreciación nominal del Nuevo Sol ha sido compensada por la mayor inflación de los Estados Unidos de América (3,7 por ciento anual en agosto), respecto a la de Perú (1,9 por ciento anual en agosto).

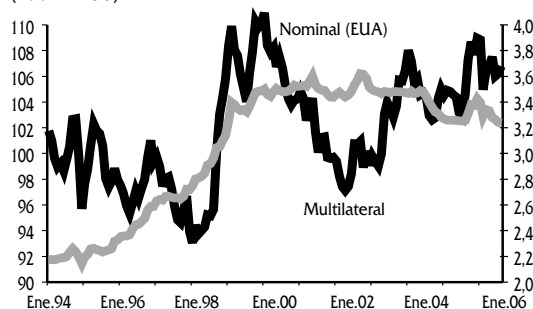
Adicionalmente, hay que considerar que Perú no sólo comercia con los Estados Unidos, por lo que tipo de cambio real incorpora a los principales socios comerciales de Perú, índice que se conoce como el tipo de cambio real multilateral (TCRM), construido como un promedio de los tipos de cambio bilaterales, donde cada país tiene una ponderación equivalente a la participación en el comercio de Perú en el año base (1994).

El gráfico que sigue presenta la evolución del TCRM y la del tipo de cambio nominal. Como se observa, períodos de apreciación nominal no necesariamente han significado una apreciación real, así como períodos de depreciación nominal tampoco han significado una depreciación real. Ello se debe a que la apreciación nominal del nuevo sol frente al dólar, puede ser más que compensada por la depreciación del nuevo sol frente a las demás monedas de los países con los cuales se comercia.

**TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL (EUA) Y MULTILATERAL**  
(1994=100)



**TIPO DE CAMBIO NOMINAL (EUA) Y MULTILATERAL**  
(1994=100)



---

Del mismo modo, se observa que el TCRM tiene una evolución algo distinta que el tipo de cambio bilateral con los Estados Unidos de América. Ello significa que los tipos de cambio reales con las monedas de otros socios comerciales (distintos a los Estados Unidos de América) han tenido una evolución diferente. Asimismo, se puede observar que el nivel vigente del TCRM es uno de los más altos de los últimos doce años, aislando los periodos de problemas de balanza de pagos a fines de la década pasada o de turbulencias financieras como en el reciente período electoral.

La recuperación reciente del tipo de cambio real se explica en parte por la apreciación de las monedas con respecto al dólar, en particular de divisas como el euro y el yen. Ello implica que la apreciación del Nuevo Sol frente al dólar es más pequeña que el debilitamiento del dólar frente a las demás monedas.

---

### 3. ENTORNO INTERNACIONAL

Los indicadores económicos al segundo trimestre muestran una ligera aceleración del crecimiento de la economía mundial para 2006, mayor al previsto en el Reporte de Inflación de mayo, destacando el mayor dinamismo de China. Esta evolución, junto con factores de oferta, explica los altos precios de las principales materias primas. Para 2007, factores como los asociados al enfriamiento del mercado inmobiliario en los Estados Unidos de América, hacen prever una desaceleración de la actividad mundial, lo cual reduciría nuestros términos de intercambio.

#### Situación económica mundial

28. Entre enero y setiembre la economía mundial ha mostrado un crecimiento por encima de lo inicialmente previsto, lo cual ha llevado a una ligera revisión al alza en las proyecciones para 2006. En esta revisión ha sido determinante la evolución de la economía China y, en menor medida, de la Europea. Consistente con la desaceleración prevista para los Estados Unidos, se proyecta para 2007 un crecimiento de nuestros socios comerciales de 3,5 por ciento, ligeramente menor al proyectado en mayo.

#### Cuadro 8

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

|                                  | Comercio<br>2004 | 2004<br>Año | 2005<br>Año | 2006       |            | 2007       |            |
|----------------------------------|------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|                                  |                  |             |             | RI May 06  | RI Set 06  | RI May 06  | RI Set 06  |
| <b>Socios Comerciales 2/</b>     |                  | <b>4,8</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,0</b> | <b>4,1</b> | <b>3,6</b> | <b>3,5</b> |
| <b>Norteamérica</b>              | <b>35%</b>       | <b>4,1</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,4</b> | <b>3,5</b> | <b>2,9</b> | <b>2,6</b> |
| EUA                              | 33%              | 4,2         | 3,5         | 3,4        | 3,5        | 2,9        | 2,6        |
| Canadá                           | 2%               | 3,3         | 2,9         | 3,0        | 2,9        | 2,8        | 2,7        |
| <b>Europa</b>                    | <b>26%</b>       | <b>2,5</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,4</b> | <b>2,8</b> | <b>2,2</b> | <b>2,3</b> |
| Alemania                         | 3%               | 1,2         | 0,9         | 1,8        | 2,2        | 1,1        | 1,2        |
| Reino Unido                      | 6%               | 3,3         | 1,9         | 2,3        | 2,6        | 2,5        | 2,4        |
| <b>Asia</b>                      | <b>15%</b>       | <b>7,1</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,8</b> | <b>7,2</b> | <b>6,2</b> | <b>6,3</b> |
| China                            | 8%               | 10,1        | 9,9         | 9,6        | 10,4       | 8,8        | 9,1        |
| Japón                            | 4%               | 2,3         | 2,6         | 3,0        | 2,8        | 2,3        | 2,2        |
| <b>América Latina</b>            | <b>23%</b>       | <b>6,8</b>  | <b>5,3</b>  | <b>4,9</b> | <b>5,0</b> | <b>4,4</b> | <b>4,5</b> |
| Argentina                        | 2%               | 9,0         | 9,2         | 7,7        | 7,8        | 5,2        | 5,9        |
| Brasil                           | 5%               | 4,9         | 2,3         | 3,5        | 3,2        | 3,7        | 3,5        |
| Chile                            | 7%               | 6,2         | 6,3         | 5,6        | 5,0        | 5,3        | 5,3        |
| México                           | 2%               | 4,2         | 3,0         | 4,0        | 4,5        | 3,4        | 3,4        |
| Venezuela                        | 2%               | 17,9        | 9,3         | 7,4        | 8,7        | 5,0        | 6,2        |
| <b>Nota:</b>                     |                  |             |             |            |            |            |            |
| <b>Economía Mundial (FMI) 3/</b> |                  | <b>5,3</b>  | <b>4,9</b>  | <b>4,9</b> | <b>5,1</b> | <b>4,7</b> | <b>4,9</b> |

1/ Datos del *Consensus Forecast* del mes respectivo.

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2004.

3/ FMI, *World Economic Outlook* (WEO) de setiembre de 2006 para el presente Reporte, y el WEO de abril de 2006 para el Reporte anterior.

29. La economía de **Estados Unidos** ha venido creciendo de manera sostenida durante los últimos años, tendencia que se mantendría en 2006, esperándose una tasa de crecimiento de 3,5 por ciento para este año. Para 2007 se estima que los Estados Unidos crecería a tasas menores entre 2 y 3 por ciento, debido a un menor dinamismo del mercado inmobiliario.

**Cuadro 9**

**PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ 1/**

|   | 2004 | 2005 | 2006* | 2007* |
|---|------|------|-------|-------|
| <b>PBI (Var.%)</b>                                  |      |      |       |       |
| Estados Unidos de América                           | 4,2  | 3,5  | 3,5   | 2,6   |
| Canadá  | 2,9  | 2,9  | 2,9   | 2,7   |
| <b>Inflación</b>                                    |      |      |       |       |
| Estados Unidos de América                           | 2,7  | 3,4  | 3,6   | 2,7   |
| Canadá  | 1,8  | 2,2  | 1,8   | 2,0   |
| <b>Cuenta Corriente (Miles de millones de US\$)</b> |      |      |       |       |
| Estados Unidos de América                           | -665 | -792 | -855  | -856  |
| Canadá  | 21   | 26   | 22    | 19    |

1/ Fuente *Consensus Forecast* de setiembre de 2006.

\*Proyección.

30. La inflación de Estados Unidos ha mostrado una tendencia al alza debido principalmente a la evolución de los precios del petróleo y otras materias primas, aunque los resultados de agosto indican una cierta desaceleración, y la inflación subyacente -que excluye alimentos y energía- ha sido menor a la inflación general. La expectativa del mercado, reforzadas por declaraciones de la FED, es que la inflación se desacelere gradualmente como respuesta al efecto de la política monetaria y a la desaceleración del mercado inmobiliario (ver recuadro 4).

31. En el caso de **Europa**, las proyecciones del *Consensus Forecast* indican un crecimiento promedio de 2,8 por ciento para 2006 y de 2,3 por ciento para 2007. En esta revisión al alza destaca el crecimiento del segundo trimestre de Alemania y Francia, con tasas no observadas en más de cinco años. Por otro lado, la inflación se ha mantenido por encima de la meta de 2,0 por ciento, esperándose un registro similar para 2006 y 2007.

**Cuadro 10**

**PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA 1/**

|   | 2004 | 2005 | 2006* | 2007* |
|---|------|------|-------|-------|
| <b>PBI (Var.%)</b>                                  |      |      |       |       |
| Alemania  | 1,2  | 0,9  | 2,2   | 1,2   |
| España  | 3,2  | 3,5  | 3,5   | 3,0   |
| Reino Unido   | 3,3  | 1,9  | 2,6   | 2,4   |
| <b>Inflación</b>                                    |      |      |       |       |
| Alemania  | 1,7  | 2,0  | 1,8   | 2,4   |
| España  | 3,0  | 3,4  | 3,8   | 3,0   |
| Reino Unido   | 1,3  | 2,1  | 2,3   | 2,2   |
| <b>Cuenta Corriente (Miles de millones de US\$)</b> |      |      |       |       |
| Alemania  | 102  | 115  | 107   | 115   |
| España  | -55  | -83  | -103  | -114  |
| Reino Unido   | -35  | -48  | -59   | -62   |

1/ Fuente *Consensus Forecast* de setiembre de 2006.

\*Proyección.

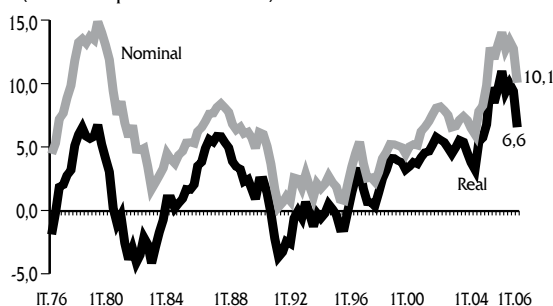
## RECUADRO 4

**AJUSTE DE PRECIOS DE LOS INMUEBLES Y LOS EFECTOS  
SOBRE EL CRECIMIENTO EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (EUA)**

En los últimos años, el precio promedio de las viviendas en los Estados Unidos de América ha crecido sostenidamente. Desde fines de 2001 los precios han aumentado en más de 50 por ciento y, en términos reales, casi en 35 por ciento. De acuerdo a los datos de la *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO), las tasas de crecimiento nominal registradas desde fines de 2003 han superado a las observadas en el período de auge de los años ochenta y noventa, y son similares a las observadas a mediados de los años setenta.

## RECUADRO 4

**PRECIO DE VIVIENDAS EN EUA: 1976-2006**  
(Variación porcentual anual)



En los últimos trimestres se ha observado una desaceleración en esta tendencia, lo cual ha generado temor sobre una posible caída en el precio de las viviendas; en particular porque las bajas tasas de interés, que contribuyeron a la elevación de precios, han subido gradualmente en los últimos dos años. Estos temores se refuerzan por la menor actividad de la construcción, y por la caída de la confianza de los constructores. A ello se suma la probable corrección de precios.

La preocupación por la caída de precios de los inmuebles se debe a sus efectos negativos sobre el producto a través de su impacto en el consumo, variable que explica el 70 por ciento del crecimiento del PBI. El principal canal de transmisión se manifestaría a través de los efectos de los menores precios sobre la riqueza de los agentes, dado que los inmuebles son una parte significativa de ella. Algunos estudios (BBVA, 2006) estiman que un ajuste gradual en los precios de los inmuebles podría impactar en 0,5 puntos del PBI, mientras que un ajuste brusco podría tener un impacto de entre 1 y 2 puntos porcentuales.

Las experiencias pasadas, presentadas por Wheelock (2006), muestran que no todas las experiencias de períodos de auge de precios han sido seguidas por eventos de caídas de precios.

Cabe señalar que en diversos estudios del FMI (2003 y 2004), aplicados a varios países, encuentran que los eventos de caídas de precios son más probables (40 por ciento) cuando son precedidos por un período de auge en los precios, debido a que la conexión entre alzas y caídas (proceso de corrección) es mayor en los precios de los inmuebles que en los precios de los valores de las acciones. Estas investigaciones del FMI encuentran también que las caídas de los precios de los inmuebles ocurren cada 20 años, duran cerca de 4 años e implican una reducción de precios de cerca de 30 por ciento.

#### Referencias

- \* BBVA (2006), "Mercado de Vivienda en los Estados Unidos", en *Economicwatch*, Setiembre 5.
- \* FMI (2004) "The Global Price Boom". En *World Economic Outlook*, Setiembre, ([www.imf.org](http://www.imf.org))
- \* FMI(2003) "When Bubbles Burst", En *World Economic Outlook*, Setiembre, ([www.imf.org](http://www.imf.org)).
- \* Wheelock, David (2006), "What Happen to Banks When House Price Fall? U.S. Regional Housing Bust of the 1980s and 1990s", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Setiembre/Octubre.

32. Las principales economías de **Asia** mantendrían su crecimiento en 2007, impulsadas principalmente por Japón y China.

En el caso de **Japón**, su economía ha mostrado una recuperación importante y una reversión del proceso deflacionario. El producto se expandió 3,3 por ciento en el primer trimestre, aunque en el segundo creció a una tasa de 1,0 por ciento. Asimismo, indicadores recientes, como los referidos a la actividad manufacturera y los pedidos de maquinaria, vienen dando señales mixtas sobre la recuperación económica. De otro lado, el Banco de Japón ha señalado que la evidencia en torno al fin del proceso deflacionario tampoco es categórica. En particular, ha señalado que la inflación, medida con una nueva metodología, habría aumentado menos de lo esperado. Asimismo, el deflator del PNB aún muestra variaciones negativas.

**Cuadro 11**

**PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA 1/**

|   | 2004 | 2005 | 2006* | 2007* |
|---|------|------|-------|-------|
| <b>PBI (Var.%)</b>                                  |      |      |       |       |
| China   | 10,1 | 9,9  | 10,4  | 9,1   |
| Corea del Sur                                       | 4,7  | 4,0  | 5,1   | 4,5   |
| Japón   | 2,3  | 2,6  | 2,8   | 2,2   |
| <b>Inflación</b>                                    |      |      |       |       |
| China   | 3,9  | 1,8  | 1,7   | 2,3   |
| Corea del Sur                                       | 3,6  | 2,7  | 2,7   | 3,0   |
| Japón   | 0,0  | -0,3 | 0,4   | 0,6   |
| <b>Cuenta Corriente (Miles de millones de US\$)</b> |      |      |       |       |
| China   | 69   | 161  | 174   | 167   |
| Corea del Sur                                       | 28   | 17   | 5     | 3     |
| Japón   | 172  | 166  | 159   | 169   |

1/ Fuente *Consensus Forecast* de setiembre de 2006.

\*Proyección.

33. En lo que se refiere a **China**, durante el segundo trimestre el PBI alcanzó una tasa de crecimiento de 11,3 por ciento. Otros indicadores, como las ventas al por menor, producción industrial y superávit comercial de julio, mostrarían que la economía mantiene una expansión importante, no obstante que el Banco Central de China incrementó su tasa de interés para préstamos en dos ocasiones en lo que va del año hasta alcanzar un nivel de 6,12 por ciento. En agosto, su balanza comercial habría logrado un superávit récord de US\$ 10,8 mil millones y las reservas internacionales habrían aumentado a junio en US\$ 123 mil millones, totalizando US\$ 941 mil millones. En este contexto, se mantendrían las presiones para una mayor apreciación del yuan, moneda que se ha revaluado 2,0 por ciento en lo que va del año.

34. **América Latina** se ha beneficiado de los elevados precios de las materias primas y de condiciones financieras favorables en

los mercados internacionales. En muchos países de la región también se ha observado un incremento significativo en la demanda interna. Todo ello ha elevado las perspectivas de crecimiento para la región. Las proyecciones de crecimiento para 2006 de nuestros principales socios comerciales se elevaron de 4,6 por ciento en el Reporte de Inflación de enero a 4,9 por ciento en el Reporte de Inflación de mayo y a 5,0 por ciento en el presente reporte. Para 2007 se estima un crecimiento de 4,5 por ciento. Estas tasas, no obstante, son menores a las observadas en 2004 (6,8 por ciento) y en 2005 (5,3 por ciento), lo que refleja en parte las perspectivas de desaceleración de la economía mundial.

Cuadro 12

## PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA 1/

|   | 2004 | 2005 | 2006* | 2007* |
|---|------|------|-------|-------|
| <b>PBI (Var.%)</b>                                  |      |      |       |       |
| Argentina   | 9,0  | 9,2  | 7,8   | 5,9   |
| Brasil  | 4,9  | 2,3  | 3,2   | 3,5   |
| Chile   | 6,2  | 6,3  | 5,0   | 5,3   |
| México  | 4,2  | 3,0  | 4,5   | 3,4   |
| <b>Inflación</b>                                    |      |      |       |       |
| Argentina   | 6,1  | 12,3 | 9,8   | 10,4  |
| Brasil  | 7,6  | 5,7  | 3,4   | 4,3   |
| Chile   | 2,4  | 3,7  | 4,8   | 4,8   |
| México  | 5,2  | 3,3  | 3,4   | 3,4   |
| <b>Cuenta Corriente (Miles de millones de US\$)</b> |      |      |       |       |
| Argentina   | 3    | 6    | 6     | 4     |
| Brasil  | 12   | 14   | 11    | 6     |
| Chile   | 2    | 1    | 4     | 3     |
| México  | -7   | -5   | -2    | -7    |

1/ Fuente: *Consensus Forecast* de setiembre de 2006.

\*Proyección.

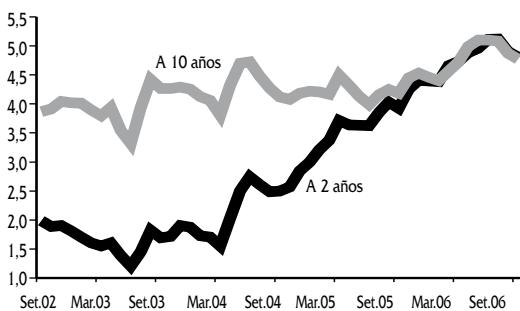
**Tasas de interés internacionales**

35. En lo que va del año, la mayoría de bancos centrales elevaron sus tasas de interés, en un contexto de mayores presiones inflacionarias y de expansión económica. Esta tendencia estuvo en línea con los incrementos de la tasa de interés por parte de la **Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED)**. En el año, la FED continuó con su política de alzas moderadas con incrementos de 25 puntos en cuatro oportunidades, hasta ubicarla en 5,25 por ciento. En las reuniones del 8 de agosto y del 20 de setiembre, luego de 17 alzas consecutivas, la FED mantuvo su tasa de interés en un contexto de desaceleración de la actividad económica y de cierta moderación en las presiones inflacionarias.

La evidencia de una desaceleración económica, sumada a la evidencia reciente de presiones inflacionarias controladas, han aumentado la expectativa de que la FED culmine su ciclo de alzas. Más aún, el mercado espera una reducción de 25 puntos en el primer trimestre del año 2007.

36. En lo que respecta a Europa, el **Banco Central Europeo (BCE)** ha elevado su tasa en tres oportunidades, desde 2,25 por ciento en diciembre hasta 3,0 por ciento, y el mercado prevé aumentos adicionales en lo que resta del año y el 2007. Asimismo, en julio el **Banco Central de Inglaterra** elevó la tasa de interés en 25 pbs., a 4,75 por ciento, lo que constituyó el primer incremento en un año.
37. El **Banco de Japón** anunció en marzo el cambio de su política monetaria, al pasar de un esquema basado en agregados monetarios a uno de tasa de interés. De esta manera, anunció el retiro gradual de liquidez consistente con una elevación futura de la tasa de interés, lo que se hizo efectivo en julio cuando la elevó de cero a 0,25 por ciento. Sin embargo, los desarrollos recientes respecto a la actividad económica y la inflación, han elevado las expectativas de que el Banco de Japón postergue, hasta el año 2007, incrementos adicionales.
38. La mayoría de bancos centrales de economías emergentes, con algunas excepciones como México y Brasil, también han venido elevando sus tasas de interés durante este año.

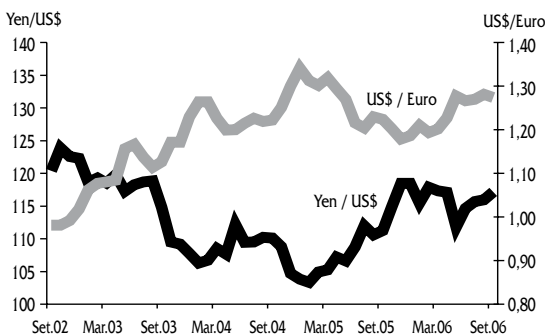
**Gráfico 21**  
**EUA: RENDIMIENTO DE LOS TÍTULOS DEL TESORO**



39. En lo que respecta a las tasas de largo plazo en los Estados Unidos de América, éstas han venido registrando una disminución influidas por las perspectivas de menor crecimiento de dicho país. En los últimos meses, las tasas de los bonos a 10 años han disminuido en forma más acentuada que la de los bonos a 2 años. Ello ha determinado que desde el mes de agosto la curva de rendimiento nuevamente se haya invertido (como sucedió en los meses de febrero-marzo y junio-julio).

**Divisas**

**Gráfico 22**  
**EL DÓLAR FRENTE A LAS PRINCIPALES DIVISAS**



40. En los mercados internacionales, el dólar se depreció respecto al euro y se apreció ligeramente con relación al yen. Las expectativas de un menor diferencial de tasas entre los Estados Unidos y la Eurozona influyó en la depreciación de 7 por ciento del dólar respecto al euro en el período enero-setiembre. Con relación al yen, el dólar se apreció en 2,2 por ciento por las menores expectativas de un ajuste adicional por parte del Banco de Japón en este año. Por otro lado, en el mismo período el dólar se depreció ligeramente frente a la mayoría de las monedas latinoamericanas, con excepción del peso argentino y uruguayo.

Para los años 2006 y 2007 se espera una depreciación moderada del dólar respecto al euro y al yen, lo que supone una corrección ordenada de los desequilibrios externos de los Estados Unidos de América. Con respecto a las monedas emergentes, se espera que el dólar muestre un comportamiento mixto.



### Spreads de la deuda de las economías emergentes

41. Los *spreads* de los títulos de economías emergentes mostraron, en términos generales, una tendencia a la baja. La turbulencia producida entre mayo y junio del presente año sólo afectó de manera temporal algunos *spreads* emergentes. En los meses posteriores, los *spreads* retomaron su tendencia a la baja, favorecidos por la reducción de las expectativas en torno a las alzas futuras en las tasas de interés de la FED. En agosto, los *spreads* de Argentina y Brasil alcanzaron mínimos históricos.

#### Cuadro 13

##### SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBI+)\*

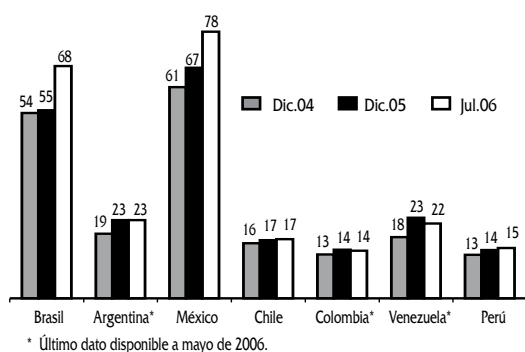
|                             | Dic. 03    | Dic. 04    | Dic. 05    | Set. 06    | Var. en pbs<br>Set. 06 - Dic. 05 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|----------------------------------|
| <b>Economías Emergentes</b> | <b>418</b> | <b>356</b> | <b>245</b> | <b>208</b> | <b>-44</b>                       |
| América Latina              | 521        | 420        | 283        | 224        | -63                              |
| Brasil                      | 463        | 382        | 311        | 233        | -85                              |
| Colombia                    | 431        | 332        | 238        | 200        | -32                              |
| México                      | 199        | 166        | 126        | 121        | -11                              |
| Argentina                   | 5 632      | 4 703      | 504        | 342        | -162                             |
| Perú 1/                     | 312        | 220        | 206        | 171        | -47                              |

\* Datos a fin de periodo.

1/ El 29 de setiembre de 2006, JP Morgan incorporó en el cálculo del EMBI+ los bonos globales 2025 y 2033, resultando en un aumento de aproximadamente 40 pbs.

Fuente: Reuters

**Gráfico 23**  
**RESERVAS INTERNACIONALES**  
(Miles de millones de US\$)



\* Último dato disponible a mayo de 2006.

42. También fue determinante en esta evolución la mejora en los fundamentos de las economías, lo cual a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias, incluyendo en esta revisión a las economías emergentes más importantes como India, Rusia y Brasil. Perú también obtuvo, por parte de Fitch, una mejora en su calificación, la cual pasó de BB a BB+, un nivel por debajo del grado de inversión.

43. Este contexto favorable estuvo acompañado por importantes flujos de capital a los países de la región. De acuerdo con el Reporte de Estabilidad Financiera del Fondo Monetario Internacional (setiembre 2006) entre enero y julio los flujos netos de financiamiento a través de bonos, acciones y préstamos alcanzó a US\$ 167 mil millones, destacando Brasil y México, que acumularon entre enero y julio de este año US\$ 12,8 mil millones y US\$ 10,5 mil millones, respectivamente.

**RECUADRO 5  
MAYOR VOLATILIDAD DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES**

Entre mayo y junio, los mercados financieros internacionales registraron una elevada volatilidad, explicada en parte por la percepción de que la Reserva Federal de Estados Unidos ajustaría su tasa de interés de referencia en forma más agresiva, en respuesta a la tendencia observada en la inflación. Ello llevó a reducir las expectativas de crecimiento, lo cual afectó a los precios de las materias primas y a las bolsas. Además, significó una elevación del riesgo país y una depreciación de las monedas de las economías emergentes. Los impactos finales fueron moderados e, incluso, revertidos en los meses posteriores.

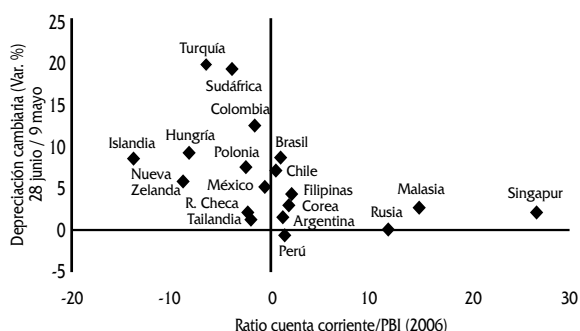
El impacto que las mayores tasas de interés tendrían sobre el crecimiento económico afectó la demanda por materias primas. En el mes de junio, la caída promedio de los precios del cobre y del oro fue de 11 por ciento en ambos casos. En los meses de julio y agosto, las cotizaciones se recuperaron, en parte por una serie de factores de oferta.

La demanda por títulos de economías emergentes se vio afectada. El riesgo país del conjunto de economías emergentes (EMBI+) pasó de 190 a 223 pbs, mientras que el mismo indicador para los países de América Latina (LATIN EMBI+) pasó de 214 a 241. Cabe destacar que en este período los bonos de alto riesgo, o *junk bonds*, no mostraron la misma tendencia; lo que probablemente reflejó una mayor sensibilidad de las economías emergentes a los cambios recientes en el entorno internacional. En los meses siguientes, el riesgo país se redujo en forma sustancial; incluso, en el caso de Argentina y Brasil, alcanzaron mínimos históricos en el mes de agosto.

Las expectativas de mayores tasas también afectaron a las principales plazas bursátiles que registraron pérdidas, revirtiendo -en algunos casos completamente- las ganancias observadas desde inicios del año. En el caso particular de Perú, la caída reciente fue moderada y estuvo muy lejos de revertir las ganancias acumuladas en el año (a diferencia de lo ocurrido en otras bolsas).

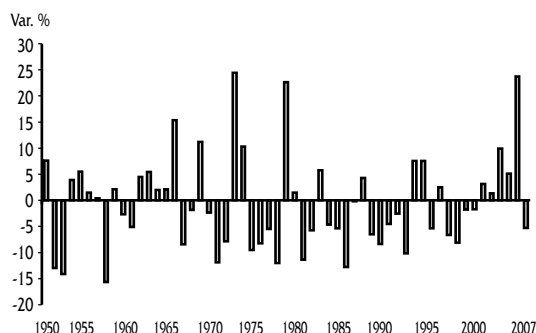
Respecto a este episodio, en el Reporte de Estabilidad Financiera del Fondo Monetario Internacional (GFSA por sus siglas en inglés) se considera que la corrección de mayo-junio causó el inicio de la toma de posición corta en los mercados bursátiles, reflejando más una aversión al riesgo que un cambio en los fundamentos de las economías emergentes. Esta corrección dio lugar al incremento en las correlaciones de los precios entre las diferentes clases de activos durante mayo. Así, la corrección se inició en los mercados bursátiles y fue de la mano con la corrección en el mercado cambiario. En la segunda fase de la corrección, en junio, los inversionistas comenzaron a discriminar entre los mercados emergentes, sugiriendo cuáles serían los países más vulnerables a los choques externos o marcos de política débiles.

**MERCADOS EMERGENTES: CUENTA CORRIENTE Y VARIACIÓN CAMBIARIA**



Los países más vulnerables son los que tienen grandes necesidades de financiamiento de balanza de pagos (déficit en cuenta corriente), combinada con una excesiva confianza en los flujos de capital y poca credibilidad en la aplicación de sus políticas. Los desequilibrios fiscales también acentuaron la percepción de vulnerabilidad en estos casos.

**Gráfico 24**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1950-2007**  
(Variaciones porcentuales)



### Términos de intercambio

44. En lo que va del año, los términos de intercambio han mostrado un crecimiento significativo debido a la favorable evolución de los precios de la mayoría de las materias primas, que han superado a las expectativas del mercado. No obstante, las cotizaciones se han corregido a la baja en las últimas semanas y se espera que en lo que resta del año dichos precios se reduzcan moderadamente. Para 2006 se espera que aumenten en 24 por ciento.

45. Para el año 2007 se mantiene la proyección de una caída en los términos de intercambio del orden de 5 por ciento, aunque con un alto grado de incertidumbre sobre los niveles de inventarios de petróleo, el entorno geopolítico y los riesgos de una desaceleración económica mundial mayor a la prevista.

### Cuadro 14

#### TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(Var. % anual)

|  | 2005       | 2006 1/     |             | 2007 1/     |             |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  |            | RI May 06   | RI Set 06   | RI May 06   | RI Set 06   |
| <b>Términos de intercambio</b>             | <b>5,2</b> | <b>16,5</b> | <b>23,8</b> | <b>-4,9</b> | <b>-5,3</b> |
| Índice de precios de exportación del cual: | 16,3       | 25,4        | 33,5        | -0,6        | -1,2        |
| - Oro (US\$ / oz.tr.)                      | 445        | 608         | 605         | 649         | 627         |
| - Cobre (US\$ / lb)                        | 1,67       | 2,71        | 3,11        | 2,56        | 3,01        |
| - Zinc (US\$ / lb)                         | 0,63       | 1,24        | 1,38        | 1,14        | 1,37        |
| - Harina de pescado (US\$ / TM)            | 686        | 775         | 1 045       | 683         | 922         |
| Índice de precios de importación del cual: | 10,6       | 7,7         | 7,8         | 4,6         | 4,4         |
| - Petróleo (US\$ / barril)                 | 57         | 70          | 69          | 73          | 71          |
| - Trigo (US\$ / TM)                        | 130        | 165         | 167         | 173         | 172         |

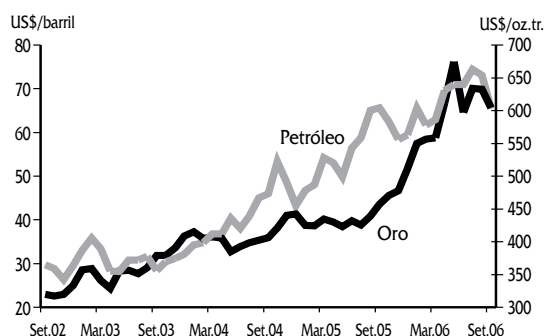
1/ Proyectado.

### Oro

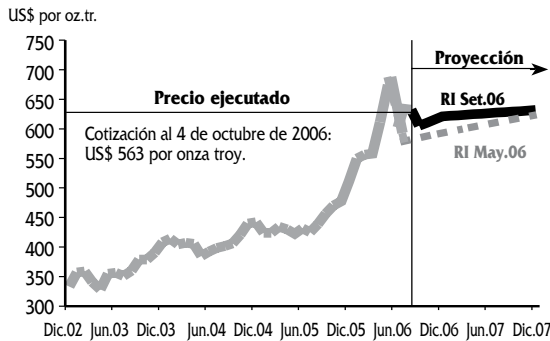
46. En lo que va del año, el oro ha mostrado una tendencia alcista, aunque con una leve corrección en los últimos tres meses. El incremento sostenido del precio se debe a la demanda del oro como cobertura ante las presiones inflacionarias en los Estados Unidos de América, el debilitamiento del dólar frente a las monedas fuertes y la incertidumbre geopolítica en el Medio Oriente.

Para 2006 las perspectivas del mercado sobre el precio del oro son aún favorables, a pesar de la caída en la cotización de las últimas semanas. Así, se espera que el precio promedio ascienda a US\$ 605 por onza troy, mientras que para 2007 la cotización

**Gráfico 25**  
**PRECIO DEL ORO Y DEL PETRÓLEO**



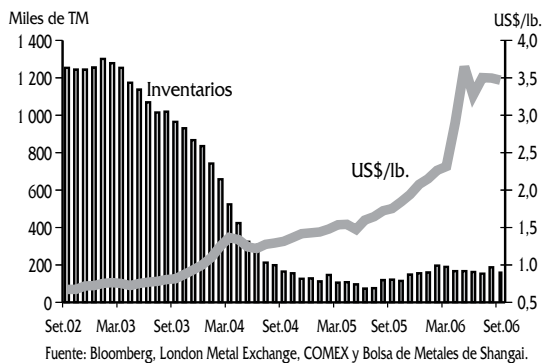
**Gráfico 26**  
**PRECIO DEL ORO: PROYECCIÓN**



ascendería a US\$ 627 por onza troy. Estas proyecciones, aunque implican una tendencia al alza, podrían revertirse si se confirma una desaceleración en el precio del petróleo y una disminución de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente.

El crecimiento moderado en los precios del oro se sustenta en el balance esperado entre oferta y demanda. Si bien se estima que el crecimiento de la producción sería nulo<sup>1</sup>, la demanda mantendría su tendencia positiva a través de las compras con motivos de cobertura por parte de los inversionistas, dado el debilitamiento esperado del dólar de los Estados Unidos de América frente a las principales monedas y el elevado déficit en cuenta corriente en dicho país. Este panorama se vería afectado por una caída en la demanda física en 2006, siendo la demanda de la industria de joyería la más afectada.

**Gráfico 27**  
**PRECIO DEL COBRE E INVENTARIOS**

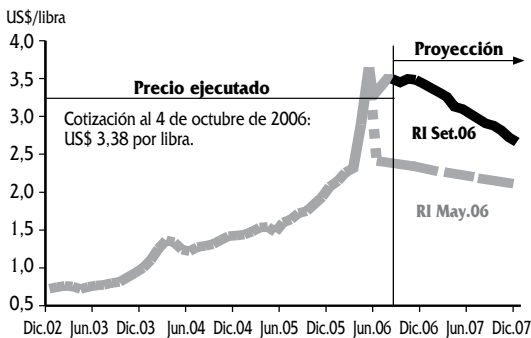


**Cobre**

47. La cotización del cobre, luego de alcanzar el récord histórico de US\$ 3,97 por libra en mayo, sufrió una corrección a la baja por seis semanas, para luego retomar su evolución positiva debido a problemas de oferta<sup>2</sup> por bajos inventarios y por el crecimiento de la economía mundial.

La cotización promedio para 2006 ascendería a US\$ 3,11 por libra, mientras que para 2007 se espera una cotización de US\$ 3,01. Si bien una desaceleración en los Estados Unidos de América y China afectarían la demanda mundial de este metal, el precio no caería drásticamente debido a que los inventarios de este metal se encuentran en sus niveles mínimos históricos (equivalentes a 4,5 días de consumo global), por lo que cualquier interrupción en la oferta tendría un impacto directo en la cotización<sup>3</sup>.

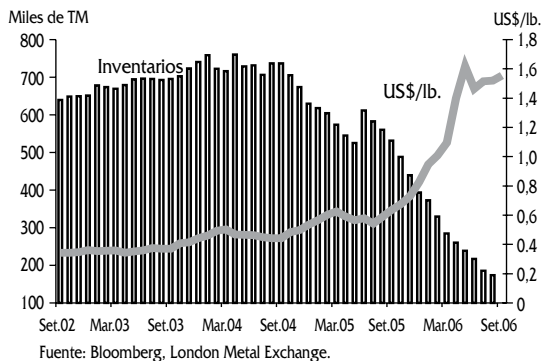
**Gráfico 28**  
**PRECIO DEL COBRE: PROYECCIÓN**



**Zinc**

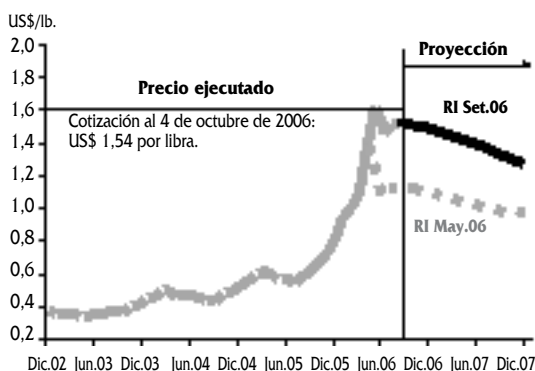
48. Luego de una pausa de seis semanas y media, entre el 11 de mayo (US\$ 1,81 por libra) y el 26 de junio (US\$ 1,35 por libra), la cotización mantuvo su tendencia alcista. El mercado de zinc registró un déficit de 40 mil TM en el primer semestre de 2006, y se espera además que la demanda exceda a la oferta en los próximos dos años<sup>4</sup>. Este desbalance entre oferta y de demanda se explica por la falta de inversión en los últimos años. Otros aspectos que influyeron en el incremento del precio fueron la mayor participación de los fondos de inversión en el mercado de materias primas y un nivel mínimo de inventarios.

**Gráfico 29**  
**PRECIO DEL ZINC E INVENTARIOS**



1 Proyecciones basadas en el *Gold Fields Mineral Survey (GFMS)*.  
 2 Destacan la huelga en la Escondida, que representa el 8 por ciento de la producción mundial, disputas salariales, derrumbe en la mina chilena Chuquicamata, cierre de la mina La Caridad (Grupo México) hasta octubre y reducción de las operaciones de la mina Grasberg (Indonesia) debido a problemas técnicos.  
 3 Proyecciones basadas en informe de BHP Billiton, Codelco y el *Freeport McMoRan*.  
 4 Basado en el *World Bureau of Metal Statistics*.

**Gráfico 30**  
**PRECIO DEL ZINC: PROYECCIÓN**



Para 2006 la perspectiva de los precios son favorables. El mercado cerraría en déficit por tercer año consecutivo, debido a la expectativa de incremento en la demanda de los países en desarrollo, en especial China. Se proyecta que la cotización promedio para 2006 ascendería a US\$ 1,38 por libra, mientras que para el año 2007 se espera una ligera corrección a US\$ 1,37 por libra.

**Cuadro 15**

**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE LOS PRINCIPALES METALES**

(Miles de TM)

|                                  | 2004        | 2005        | 2006*       | 2007*       |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oro</b>                       |             |             |             |             |
| - Oferta                         | 3 361       | 3 953       | 1 642       | n.d.        |
| - Demanda                        | 3 496       | 3 727       | 1 618       | n.d.        |
| <b>Brecha (Oferta - Demanda)</b> | <b>-134</b> | <b>226</b>  | <b>24</b>   | n.d.        |
| <b>Cobre</b>                     |             |             |             |             |
| - Oferta                         | 11 689      | 11 891      | 12 406      | 13 240      |
| - Demanda                        | 12 537      | 11 929      | 12 429      | 12 845      |
| <b>Brecha (Oferta - Demanda)</b> | <b>-848</b> | <b>-38</b>  | <b>-23</b>  | <b>395</b>  |
| Inventarios                      | 488         | 451         | 428         | 823         |
| Días de Consumo                  | 2,1         | 2,0         | 1,8         | 3,4         |
| <b>Zinc</b>                      |             |             |             |             |
| - Oferta                         | 7 296       | 7 031       | 7 254       | 7 775       |
| - Demanda                        | 7 548       | 7 298       | 7 563       | 8 035       |
| <b>Brecha (Oferta - Demanda)</b> | <b>-252</b> | <b>-267</b> | <b>-309</b> | <b>-260</b> |
| Inventarios                      | 1 039       | 811         | 502         | 242         |
| Días de Consumo                  | 7,3         | 6,0         | 3,6         | 1,6         |

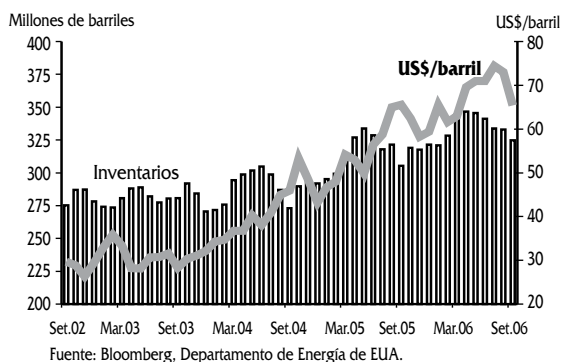
\* Proyección. Para el caso del Oro, datos al primer semestre de 2006.

Fuente: World Gold Council, Metal Bulletin Research (*Base Metals Monthly*, Set. 2006).  
n.d.: No disponible.

**Harina de pescado**

49. En el caso de la harina de pescado, el aumento de precios de 2006 se explica por las restricciones de oferta por parte de Perú asociadas a la escasa disponibilidad del recurso marino y por la creciente demanda por parte de la industria acuícola, principalmente de China. Se estima para el año 2006 una cotización promedio de US\$ 1 045 por TM, equivalente a un aumento de 52 por ciento; y para el año 2007, se proyecta una reducción de 12 por ciento en un contexto de paulatina normalización en las condiciones de oferta y asumiendo la ocurrencia de un Fenómeno del Niño débil. Las condiciones de demanda se mantendrían, al igual que en el mercado de soya, que constituye uno de los principales sustitutos.

**Gráfico 31**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN LOS EUA**

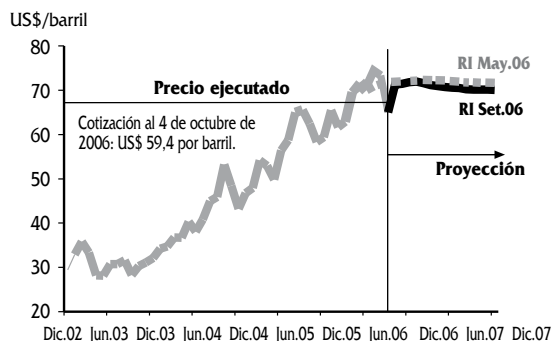


Fuente: Bloomberg, Departamento de Energía de EUA.

**Petróleo**

50. La cotización mantuvo su tendencia al alza, llegando a alcanzar un máximo histórico de US\$ 77 por barril en julio. Las principales causas del incremento fueron las tensiones políticas en Irán y Líbano, los bajos niveles de inventarios de gasolina en los Estados Unidos y las restricciones importantes en la oferta, como la menor producción de Nigeria, la suspensión

**Gráfico 32**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO: PROYECCIÓN**



temporal de envíos de crudo en un oleoducto de Rusia y la paralización temporal de Prudhoe Bay, el mayor yacimiento petrolífero de Norte América, ubicado en Alaska.

Sin embargo, durante setiembre el precio ha sufrido una corrección significativa a la baja, cerrando en US\$ 63 por barril a fines de setiembre, debido a una disminución de las tensiones en Irak, al menor impacto de los huracanes sobre las refinerías de los Estados Unidos de América, la acumulación de inventarios en los Estados Unidos, y a las proyecciones de una menor demanda<sup>5</sup>. También ha influido el reciente descubrimiento de crudo en el Golfo de México por parte de Chevron, que representaría un incremento de las reservas de los Estados Unidos de América de 50 por ciento.

Para 2006 se espera que la cotización del petróleo esté ligeramente por debajo de lo proyectado en el Reporte de Inflación de mayo, proyectándose un precio promedio de US\$ 69 por barril, manteniéndose un nivel similar en 2007, proyección que está acorde con el balance de oferta y demanda esperado. La demanda de petróleo crecería en 1,2 y 1,7 millones de barriles diarios en 2006 y 2007, respectivamente, un tercio del crecimiento de la demanda es explicado por los Estados Unidos de América y China<sup>6</sup>. Por el lado de la oferta, la producción mundial se incrementaría en 0,5 millones de barriles diarios en 2006 y en 1,9 millones de barriles diarios en 2007.

En este contexto, cualquier problema potencial en la oferta de crudo podría afectar considerablemente a los precios, estando el mayor riesgo asociado a las exportaciones en Irán.

**Cuadro 16**

**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DEL PETRÓLEO**  
(Millones de barriles diarios)

|                                  | 2004        | 2005        | 2006*       | 2007*       |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oferta</b>                    | <b>83,0</b> | <b>84,5</b> | <b>84,9</b> | <b>86,8</b> |
| OPEP                             | 32,9        | 34,2        | 34,0        | 34,5        |
| Rusia                            | 11,3        | 11,7        | 12,1        | 12,5        |
| Resto                            | 38,8        | 38,5        | 38,8        | 39,8        |
| <b>Demanda</b>                   | <b>82,5</b> | <b>83,8</b> | <b>85,0</b> | <b>86,7</b> |
| Estados Unidos de América        | 21,1        | 21,0        | 21,0        | 21,5        |
| Europa                           | 16,3        | 16,2        | 16,2        | 16,2        |
| China                            | 6,5         | 6,9         | 7,4         | 7,9         |
| Japón                            | 5,4         | 5,4         | 5,3         | 5,3         |
| Resto                            | 33,2        | 34,4        | 35,2        | 35,8        |
| <b>Brecha (Oferta - Demanda)</b> | <b>0,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>-0,1</b> | <b>0,1</b>  |

\* Proyección.

Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos de América, *Short Term Energy Outlook* - Setiembre.

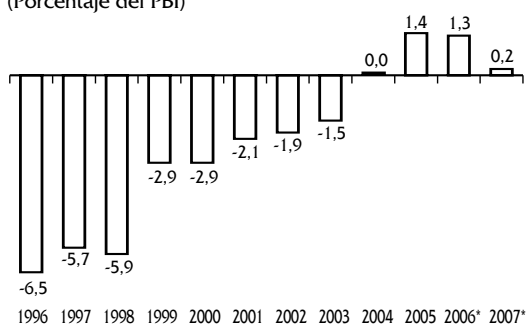
5 En el informe mensual de agosto, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) redujo sus estimados de demanda mundial de crudo (de 84,6 a 84,5 millones de barriles diarios), ante señales de un enfriamiento de la economía mundial.

6 Basado en datos del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América y la Agencia Internacional de Energía. Cabe señalar que este crecimiento está en línea con lo proyectado por OPEP en su reporte de setiembre.

## 4. BALANZA DE PAGOS

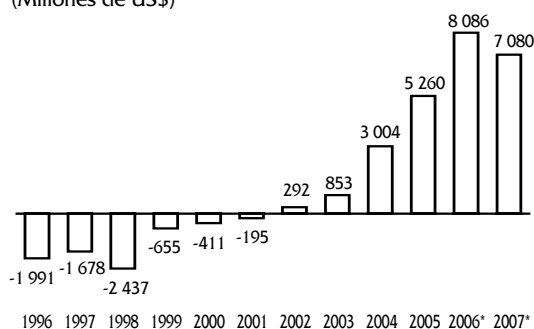
Para el año 2006 se proyecta un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente a 1,3 por ciento del PBI. Ello es originado en un saldo comercial positivo de US\$ 8,1 mil millones, lo que a su vez se explica por el crecimiento de las exportaciones y a las mayores remesas provenientes del exterior. Para 2007 se espera un contexto internacional menos favorable, por lo cual el superávit comercial se reduciría a un nivel alrededor de US\$ 7 mil millones, y el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos a uno equivalente a 0,2 puntos porcentuales del PBI.

**Gráfico 33**  
**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyectado.

**Gráfico 34**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)



\* Proyectado.

51. Para el presente año se proyecta un superávit en la cuenta corriente equivalente a 1,3 por ciento del PBI, tasa mayor en 0,6 puntos porcentuales del PBI a la estimada en el Reporte de mayo, ante la mejora esperada en la balanza comercial y en el ingreso de remesas. Se estima un saldo comercial positivo de US\$ 8,1 mil millones debido principalmente al crecimiento de las exportaciones y de las remesas provenientes del exterior, las cuales alcanzarían US\$ 1,7 mil millones.

52. Las **exportaciones** alcanzarían US\$ 23 mil millones en 2006 (aumento de 34 por ciento), destacando las mayores exportaciones tradicionales (40 por ciento) en tanto que las no tradicionales crecerían 17 por ciento. El aumento de exportaciones del sector minero, favorecido por los elevados precios internacionales se vería compensado, en parte, por las menores exportaciones de productos pesqueros, las cuales se reducirían por la menor disponibilidad del recurso durante el presente año.

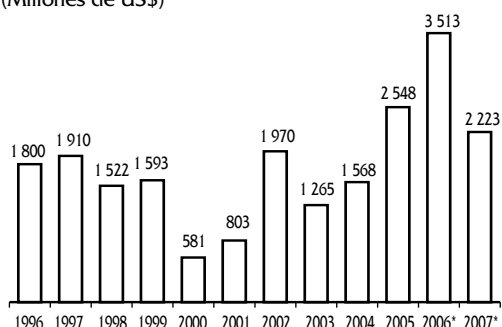
**Cuadro 17**

**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

|                            | 2004          | 2005          | 2006          |               | 2007          |               |               |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                            |               |               | I. Sem.       | RI May 06*    | RI Set 06*    | RI May 06*    | RI Set 06*    |
| <b>EXPORTACIONES</b>       | <b>12 809</b> | <b>17 336</b> | <b>10 395</b> | <b>21 842</b> | <b>23 262</b> | <b>23 427</b> | <b>24 705</b> |
| De los cuales:             |               |               |               |               |               |               |               |
| Productos tradicionales    | 9 199         | 12 919        | 7 965         | 16 679        | 18 109        | 17 588        | 18 867        |
| Productos no tradicionales | 3 479         | 4 277         | 2 350         | 5 007         | 4 992         | 5 665         | 5 664         |
| <b>IMPORTACIONES</b>       | <b>9 805</b>  | <b>12 076</b> | <b>7 001</b>  | <b>14 653</b> | <b>15 176</b> | <b>16 990</b> | <b>17 265</b> |
| De los cuales:             |               |               |               |               |               |               |               |
| Bienes de consumo          | 1 995         | 2 318         | 1 187         | 2 639         | 2 664         | 3 072         | 3 072         |
| Insumos                    | 5 364         | 6 603         | 3 848         | 7 901         | 8 080         | 8 827         | 8 834         |
| Bienes de capital          | 2 361         | 3 060         | 1 901         | 3 981         | 4 319         | 4 953         | 5 599         |
| <b>BALANZA COMERCIAL</b>   | <b>3 004</b>  | <b>5 260</b>  | <b>3 394</b>  | <b>7 189</b>  | <b>8 086</b>  | <b>6 437</b>  | <b>7 080</b>  |

\* Proyección

**Gráfico 35**  
**INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA <sup>1/</sup>**  
(Millones de US\$)



<sup>1/</sup> Sin privatización.

\* Proyectado.

Las **importaciones** crecerían 26 por ciento este año, acorde con el dinamismo de la actividad económica y el desarrollo de proyectos de inversión. Por componentes, los principales incrementos se registrarían principalmente en los bienes de capital (41 por ciento) y en las materias primas para la industria (18 por ciento). Con ello, las importaciones del año se estiman en US\$ 15 mil millones.

La **cuenta financiera** del sector privado registraría un flujo positivo de US\$ 521 millones, explicado principalmente por el mayor nivel de inversión directa por utilidades retenidas, el financiamiento de proyectos de inversión como Cerro Verde y por la compra de acciones por parte de SAB Miller. Los capitales públicos registrarían un flujo negativo de US\$ 631 millones. El flujo por Inversión Directa Extranjera (IDE) alcanzaría US\$ 3,5 mil millones.

53. Para **2007** se espera un contexto internacional menos favorable, con lo cual el superávit comercial se reduciría a US\$ 7,1 mil millones y el de la cuenta corriente a 0,2 puntos porcentuales del PBI. Las **exportaciones** crecerían 6 por ciento, debido al menor crecimiento de las exportaciones tradicionales en términos de valor, las cuales crecerían 4 por ciento. Dicha tasa se mantendría en niveles positivos por la entrada en operación de varios proyectos mineros, como los de sulfuros primarios de Cerro Verde y Cerro Corona (cobre) y Cerro Lindo (zinc). Para ese año se estima que las **importaciones** crecerían 16 por ciento, lideradas por las importaciones de bienes de capital, las que aumentarían en 30 por ciento.

**Cuadro 18**

**BALANZA DE PAGOS**

(Millones de US\$)

|                                       | 2005         |              | 2006        |              | 2007         |              |              |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                       | I. Sem.      | Año          | I. Sem.     | RI May 06*   | RI Set 06*   | RI May 06*   | RI Set 06*   |
| <b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b> | <b>19</b>    | <b>1 105</b> | <b>513</b>  | <b>596</b>   | <b>1 219</b> | <b>185</b>   | <b>151</b>   |
| <i>Porcentaje del PBI</i>             | <i>0,0</i>   | <i>1,4</i>   | <i>1,2</i>  | <i>0,7</i>   | <i>1,3</i>   | <i>0,2</i>   | <i>0,2</i>   |
| 1. Balanza comercial                  | 3 004        | 5 260        | 3 394       | 7 189        | 8 086        | 6 437        | 7 080        |
| a. Exportaciones                      | 12 809       | 17 336       | 10 395      | 21 842       | 23 262       | 23 427       | 24 705       |
| b. Importaciones                      | -9 805       | -12 076      | -7 001      | -14 653      | -15 176      | -16 990      | -17 625      |
| 2. Servicios                          | - 732        | -834         | -434        | -931         | -1 038       | -1 091       | -1 233       |
| 3. Renta de factores                  | -3 686       | -5 076       | -3 438      | -7 655       | -7 894       | -7 329       | -7 934       |
| 4. Transferencias corrientes          | 1 433        | 1 755        | 991         | 1 994        | 2 065        | 2 168        | 2 239        |
| <b>II. CUENTA FINANCIERA</b>          | <b>2 417</b> | <b>361</b>   | <b>-195</b> | <b>904</b>   | <b>281</b>   | <b>1 015</b> | <b>1 049</b> |
| <b>III. FLUJO DE RIN</b>              | <b>2 437</b> | <b>1 466</b> | <b>318</b>  | <b>1 500</b> | <b>1 500</b> | <b>1 200</b> | <b>1 200</b> |

\* Proyección.



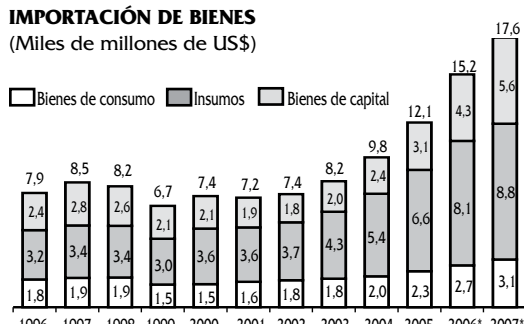
**Gráfico 36**  
**EXPORTACIÓN DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.

\* Proyectado.

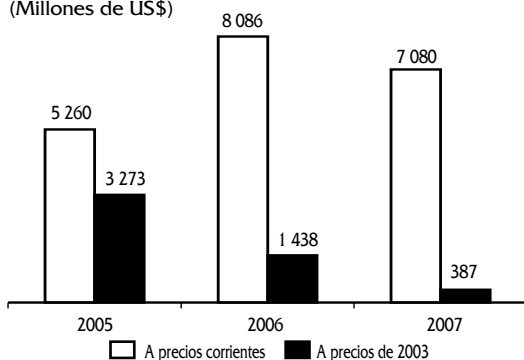
**Gráfico 37**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



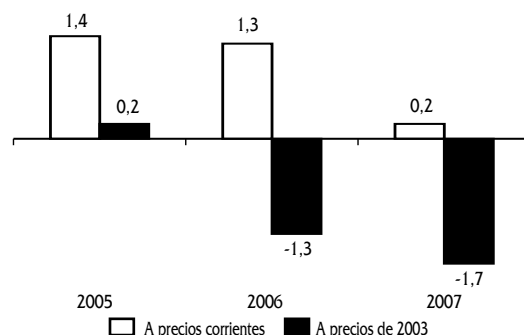
Nota: El total de importaciones incluye el rubro otras importaciones.

\* Proyectado.

**Gráfico 38**  
**BALANZA COMERCIAL: SIMULACIÓN CON PRECIOS DE EXPORTACIÓN DEL AÑO 2003**  
(Millones de US\$)



**Gráfico 39**  
**CUENTA CORRIENTE: SIMULACIÓN CON PRECIOS DE EXPORTACIÓN DEL AÑO 2003**  
(Porcentaje del PBI)



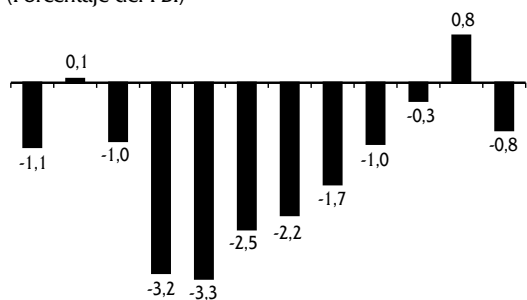
54. El saldo de la **cuenta financiera** sería de US\$ 1,0 mil millones. La proyección de balanza de pagos considera un aumento de reservas internacionales de US\$ 1,5 mil millones en 2006 y US\$ 1,2 mil millones en 2007.

55. Como se mencionó, los resultados positivos en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se han registrado en los últimos años, y que se prevén hasta 2007, han estado asociados en parte a los términos de intercambio favorables. Para medir el efecto que podría tener una reversión de los precios, se ha estimado el valor de la balanza comercial y el saldo de la cuenta corriente a precios del año 2003, los cuales son menores en 47 por ciento a los del presente año. Los resultados indican que aunque la balanza comercial sería inferior en cerca de US\$ 7 mil millones tanto en 2006 como en 2007, se mantendría en niveles superavitarios. Por su parte, la cuenta corriente ajustada con precios de minerales e hidrocarburos de 2003, pasaría a ser negativa en 1,3 y 1,7 por ciento del PBI en los años 2006 y 2007, respectivamente. La menor sensibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos a los términos de intercambio obedece a que las utilidades de las empresas mineras compensarían parcialmente el deterioro de la balanza comercial, la misma que seguiría siendo positiva. Estos niveles moderados de déficit en cuenta corriente con términos de intercambio de 2003 muestran que parte importante de la mejora en las cuentas externas proviene del crecimiento de las exportaciones reales (13,3 por ciento en promedio en los últimos 3 años) debido tanto a una mayor diversificación y acceso a mercados para nuestros productos de exportación como a la maduración de importantes proyectos mineros y de hidrocarburos.

## 5. FINANZAS PÚBLICAS

Considerando que el mayor dinamismo económico y los altos precios de las exportaciones elevarían los ingresos corrientes del gobierno central de 15,7 por ciento del PBI a 17,2 por ciento, se ha revisado la proyección del resultado económico de 0,2 a 0,8 por ciento del PBI. Teniendo en cuenta las proyecciones presentadas en el Marco Macroeconómico Multianual del Ministerio de Economía y Finanzas actualizado al mes de agosto, se está asumiendo un déficit fiscal para el año 2007 equivalente a 0,8 por ciento del PBI, el cual considera un aumento significativo de la inversión pública en 21,1 por ciento en términos reales.

**Gráfico 40**  
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyectado.

56. Para el año **2006** se espera que el Sector Público No Financiero registre un **resultado económico** positivo de 0,8 por ciento del PBI, mejor al proyectado en el Reporte de mayo (0,2 por ciento del PBI), debido a una previsión más alta de ingresos corrientes en un equivalente a 0,7 puntos del PBI al pasar de 16,5 por ciento del PBI a 17,2 por ciento. Este resultado se produce en un escenario de mayores ingresos extraordinarios, producto de la coyuntura favorable en el precio de las materias primas. Para el año **2007**, se estima que el sector público registraría un **déficit fiscal** de 0,8 por ciento del PBI, mayor

### Cuadro 19

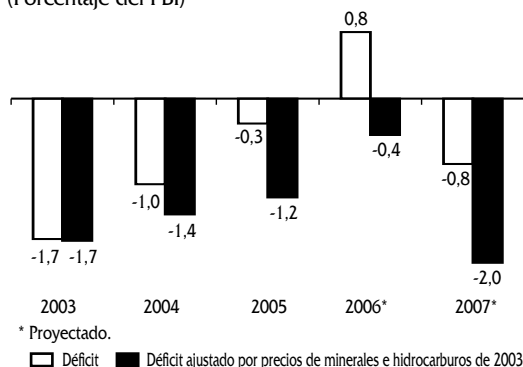
#### SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

|   | 2005    |         | 2006    |            | 2007       |            |            |
|---|---------|---------|---------|------------|------------|------------|------------|
|   | I. Sem. | Año     | I. Sem. | RI May 06* | RI Set 06* | RI May 06* | RI Set 06* |
| <b>1. Ingresos corrientes</b><br>(% del PBI)        | 20 640  | 41 046  | 26 665  | 48 549     | 51 384     | 50 054     | 52 142     |
|   | 16,0    | 15,7    | 18,1    | 16,5       | 17,2       | 16,0       | 16,4       |
| <b>2. Gastos no financieros</b><br>(% del PBI)      | -16 059 | -38 468 | -18 158 | -42 629    | -44 156    | -44 585    | -48 746    |
|   | -12,5   | -14,7   | -12,3   | -14,5      | -14,8      | -14,3      | -15,4      |
| Corriente<br>(% del PBI)                            | -14 749 | -33 577 | -16 571 | -36 863    | -37 352    | -37 852    | -40 303    |
|   | -11,4   | -12,8   | -11,2   | -12,6      | -12,5      | -12,1      | -12,7      |
| Capital<br>(% del PBI)                              | -1 310  | -4 891  | -1 587  | -5 766     | -6 805     | -6 733     | -8 443     |
|   | -1,0    | -1,9    | -1,1    | -2,0       | -2,3       | -2,2       | -2,7       |
| <b>3. Otros</b><br>(% del PBI)                      | 1 076   | 1 699   | 1 423   | 601        | 1 102      | 600        | 575        |
|   | 0,8     | 0,6     | 1,0     | 0,2        | 0,4        | 0,2        | 0,2        |
| <b>4. Resultado Primario (1+2+3)</b><br>(% del PBI) | 5 657   | 4 277   | 9 930   | 6 521      | 8 330      | 6 069      | 3 971      |
|   | 4,4     | 1,6     | 6,7     | 2,2        | 2,8        | 2,0        | 1,3        |
| <b>5. Intereses</b><br>(% del PBI)                  | -2 411  | -5 066  | -2 844  | -5 907     | -5 916     | -5 922     | -6 401     |
|   | -1,9    | -1,9    | -1,9    | -2,0       | -2,0       | -1,9       | -2,0       |
| <b>6. Resultado económico</b><br>(% del PBI)        | 3 246   | -789    | 7 086   | 614        | 2 413      | 147        | -2 430     |
|   | 2,5     | -0,3    | 4,8     | 0,2        | 0,8        | 0,0        | -0,8       |

\* Proyección.

**Gráfico 41**  
**DÉFICIT FISCAL: SIMULACIÓN CON PRECIOS DE EXPORTACIÓN DEL AÑO 2003**  
 (Porcentaje del PBI)



al considerado en el Reporte de mayo, cuando se estimó un equilibrio en el resultado económico. El mayor déficit del año 2007 con respecto a la proyección del Reporte de mayo se origina en un incremento del gasto no financiero de 14,3 por ciento del PBI a 15,4 por ciento.

57. Al aislar el efecto de los mayores precios de exportación en la recaudación mediante una simulación a precios de 2003 se obtiene que el superávit estimado para el año 2006 (0,8 por ciento del PBI) se tornaría en un déficit de 0,4 por ciento del PBI<sup>7</sup>. Siguiendo esta metodología para el año 2007 el déficit fiscal pasaría de 0,8 por ciento del PBI a 2,0 por ciento. Estos resultados refuerzan la idea de adoptar una posición fiscal prudente, en la que se reserven recursos para períodos de estrechez fiscal.

7 Este cálculo no toma en cuenta efectos adicionales como reducción de la recaudación por la menor actividad económica inducida por la caída de los precios de exportación.

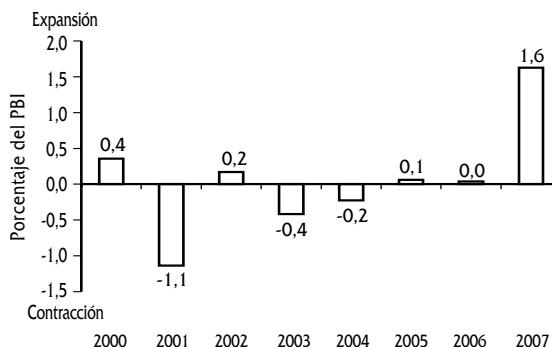
### RECUADRO 6 EVOLUCIÓN DEL IMPULSO FISCAL

Uno de los determinantes de la evolución de la demanda agregada es la política fiscal, tanto por su política tributaria como por su política de gasto. Una primera aproximación para medir cómo la política fiscal afecta a la demanda agregada se obtiene observando los cambios en el déficit fiscal. Así por ejemplo, en los últimos años se ha observado una reducción sostenida en el déficit económico del Sector Público No Financiero.

Sin embargo, esta mejora de las finanzas públicas ha ocurrido en un entorno macroeconómico favorable, en el que los recursos disponibles del fisco han aumentado no sólo por las medidas de administración y política tributaria, sino también por el mayor crecimiento de la actividad económica y por el continuo aumento de los precios internacionales de los productos de exportación.

Por ello, para tener una medida del balance fiscal que se encuentre libre de dichos efectos y por lo tanto refleje mejor la posición de la política fiscal se calcula el déficit estructural. Esta medida aísla del déficit fiscal el efecto de la posición de la economía en el ciclo económico, así como el impacto de los mayores precios de exportación de minerales y del precio del petróleo en los ingresos fiscales<sup>1/</sup>. Los cambios en el déficit estructural reflejan cuál es el impacto propio de la política fiscal sobre la demanda agregada. A este indicador se le denomina impulso fiscal.

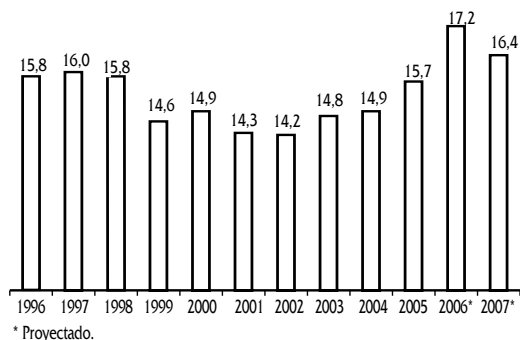
#### IMPULSO FISCAL: 2000-2007



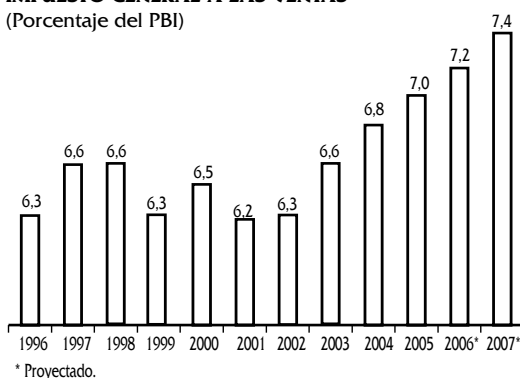
**Notas:**

1/ El ajuste por el ciclo económico se efectuó considerando una brecha entre el PBI y su nivel potencial y una elasticidad producto de los ingresos fiscales de 1,09. En el caso de los precios de los minerales y del petróleo, se empleó como referencia el promedio de los últimos 20 años de los precios internacionales para estimar el ajuste en la recaudación por impuesto a la renta, regalías y canon por las actividades mineras y de hidrocarburos. En Moreno E. y Montoro C. (2006) "Regla Estructural y Ciclo Económico" (disponible en la página [http://www.mef.gob.pe/DGAES/Seminarios\\_talleres/](http://www.mef.gob.pe/DGAES/Seminarios_talleres/)) se encuentra una descripción de la metodología utilizada.

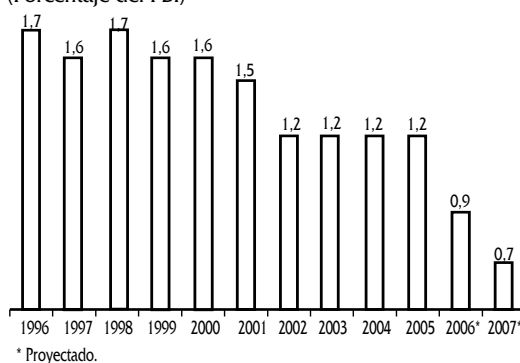
**Gráfico 42**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



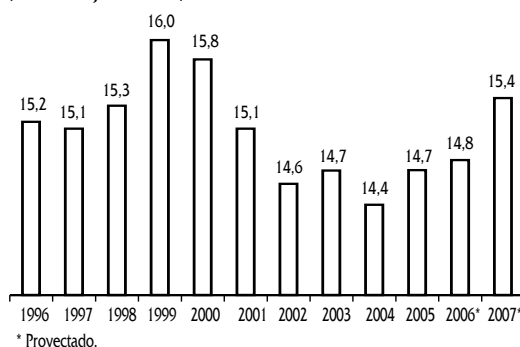
**Gráfico 43**  
**IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 44**  
**IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 45**  
**GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



58. Los **ingresos corrientes** del Gobierno Central ascenderían en el año 2006 a 17,2 por ciento del PBI, lo que implica un crecimiento en términos reales de 22,7 por ciento. Esta proyección se sustenta en mayores ingresos por **impuesto a la renta**, lo cual sería producto de la evolución favorable del precio de nuestras materias primas; así como por un ingreso extraordinario asociado a la venta de acciones de una empresa minera. En el año 2007 los ingresos descenderían a 16,4 por ciento del PBI. Esta caída respondería a la disminución en el impuesto a la renta por el efecto de menores precios de exportación, la reducción del ISC a los combustibles ejecutada durante el 2006 y los menores ingresos tributarios por importaciones. Esto último asume la eliminación de los aranceles por la firma del Acuerdo de Promoción Comercial con los Estados Unidos de América y la eliminación de los aranceles de los bienes de capital. Se mantendría en vigencia el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y el Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN).

59. El **gasto no financiero del Gobierno Central** en 2006 ascendería a 14,8 por ciento del PBI, lo que implica un incremento de 12,5 por ciento en términos reales. Este incremento se sustenta principalmente en mayores gastos de capital (36,3 por ciento en términos reales), los que pasarían de 1,9 por ciento del PBI en 2005 a 2,3 por ciento del PBI en 2006. En 2007, el gasto no financiero nominal alcanzaría un nivel equivalente a 15,4 por ciento del PBI, de acuerdo con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009 del Ministerio de Economía y Finanzas. Los gastos corrientes se incrementarían a 12,7 por ciento del PBI y los gastos de capital ascenderían a 2,7 por ciento del PBI; estos últimos, mayores en 0,4 puntos porcentuales respecto a lo proyectado para 2006.

60. En 2006 la amortización de deuda pública ascendería a US\$ 2,6 mil millones y estaría compuesta por vencimientos de deuda externa por US\$ 1,2 mil millones y por vencimientos de deuda interna por US\$ 1,4 mil millones. El **requerimiento financiero** para 2006 sería de US\$ 1,9 mil millones y se cubriría con desembolsos externos por US\$ 713 millones y bonos por US\$ 1,7 mil millones.

## RECUADRO 7

### PRESUPUESTO POR RESULTADOS PARA IMPULSAR LA CALIDAD DEL GASTO PÚBLICO

Los principales enfoques que estudian conceptualmente el tema de la gestión del presupuesto por resultados son los siguientes: la teoría de la agencia y la teoría de la Nueva Gestión Pública.

La *teoría de la agencia* establece una relación vertical entre la administración central del gobierno (principal) y las unidades ejecutoras del gasto (agentes). El principal paga a los agentes en función del esfuerzo que realicen para alcanzar determinados objetivos.

Sin embargo existe un problema de información asimétrica, puesto que el esfuerzo de los agentes no es directamente observable por el principal; por lo que se debe establecer un sistema de incentivos y penalidades que promueva tanto la participación como el esfuerzo de los ejecutores del gasto.

La *teoría de la Nueva Gestión Pública* establece la relación del ciudadano como cliente del Estado, quien demanda una provisión de bienes y servicios acorde a sus preferencias. En este sentido, el presupuesto basado en resultados constituye un sistema que, manteniendo la sostenibilidad fiscal, relaciona los costos de los programas sociales o servicios públicos con el impacto que éstos tienen sobre su población objetivo.

Este sistema es dinámico en el sentido que los resultados guían las acciones y la reasignación de recursos; esto significa que los resultados obtenidos se comparan con los deseados, y dependiendo de esta brecha se revisan las políticas y programas para garantizar la consecución de las metas establecidas. En línea con estos enfoques, el Banco Mundial (1998)<sup>1</sup> ha establecido tres pilares básicos que todo presupuesto por resultados debe cumplir:

1. **Disciplina fiscal** en el manejo agregado de las finanzas públicas, lo que constituye una condición necesaria para garantizar la sostenibilidad de las políticas públicas.
2. Dado el nivel de gasto público consistente con la evolución de la economía, se deben **asignar los recursos públicos basados en prioridades estratégicas**.
3. Finalmente, una vez que se han establecidos estas prioridades, se debe garantizar el **uso eficiente y efectivo de los recursos en su implementación**.

Además recomienda que se integre estos pilares de decisión política, planeamiento, formulación y ejecución del presupuesto en un Esquema de Gasto de Mediano Plazo.

Analizando las experiencias de Chile, Colombia y Perú, se puede notar que la transición desde una formulación de presupuesto de forma inercial a una por resultados es lenta y gradual. Estos países han adoptado reglas macro-fiscales, para garantizar la sostenibilidad fiscal, y de allí del gasto público.

Respecto a las prioridades programáticas, Chile ha diseñado un esquema de competencia, donde todas las instituciones del Sector Público desarrollan y presentan al Ministerio de Hacienda propuestas para ampliar programas exitosos o crear nuevos programas, los mismos que postulan a un fondo común concursable. La evaluación y aprobación del proyecto de presupuesto de cada institución, es responsabilidad del Presidente de la República, con asistencia del Ministerio de Hacienda y del Ministerio de Planificación y Cooperación.

En Colombia existe un Consejo a cargo del Estado, cuya función es evaluar y aprobar las políticas, estrategias, programas y proyectos que el Gobierno Nacional va a implementar en un horizonte de cuatro años. Sin embargo, éste es un horizonte muy largo, como para introducir correcciones en los presupuestos de los años siguientes.

En el Perú diversos organismos del MEF se encargan de formular el presupuesto. Actualmente, se viene mejorando la asignación de recursos por prioridades. La Dirección General de Programación Multianual del Sector Público tendría esta

#### COMPARACIÓN DE LOS PRINCIPALES LINEAMIENTOS DEL ESQUEMA PRESUPUESTO POR RESULTADO

|   | Chile                        | Colombia   | Perú  |
|---|------------------------------|--|---|
| Sostenibilidad Fiscal y Consistencia Macroeconómica | Superávit estructural        | Ahorro corriente   | Déficit fiscal  |
| Prioridades Programáticas                           | Fondos concursables          | Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES) | Dirección General de Programación Multianual del Sector Público |
| <u>Usos Eficientes</u><br>Contrato Incentivos       | PMG<br>Bono de Productividad | Plan Indicativo  | CAR<br>Bono de Productividad                                    |

responsabilidad. Recientemente, el MEF está diseñando el Sistema de Seguimiento y Evaluación del Gasto Público (SSEGP). Este sistema debería proveer de información oportuna y precisa sobre indicadores de gestión, indicadores financieros e información económica y de impacto sobre los distintos programas y procesos de la administración pública.

En este sentido, el sistema debería permitir que la formulación del presupuesto en el futuro, incluya las consideraciones de impacto y eficiencia que se requiera alcanzar en la ejecución del gasto público.

Otro aspecto importante es establecer mecanismos para un uso eficiente y efectivo de los recursos. Para este objetivo, los Ministerios de Hacienda de cada país firman

convenios de productividad con las instituciones públicas, donde se establecen los objetivos y metas que tienen que alcanzar. Estos convenios son verificados por las unidades de auditoría interna del gobierno de cada país.

El país que mayor avance ha logrado en este aspecto es Chile (Programa de Mejoramiento de la Gestión o PMG), ya que este país establece incentivos monetarios financiados con recursos del Tesoro, al cumplimiento de los objetivos.

Colombia (Planes Indicativos) no establece ningún esquema de incentivos al cumplimiento de los objetivos, razón por la cual este país no ha logrado buenos resultados al implementar un presupuesto por resultados. En el Perú (Convenio de Administración por Resultados o CAR) también se establecen estos incentivos, pero están condicionados a que las instituciones cumplan con sus objetivos y además generen el ahorro necesario para financiarlo. En la mayoría de casos estos incentivos no se han pagado debido a que las instituciones no han podido generar el ahorro necesario.

En resumen, la implementación del esquema de presupuesto por resultados incrementará la eficiencia y eficacia del gasto público, y mejorará la relación entre el ciudadano y el Estado.

**Notas:**

1. *Public Expenditure Management Handbook, World Bank 1998.*

61. El **requerimiento financiero** de 2007 sería de US\$ 2,2 mil millones, el mismo que se cubriría con desembolsos externos por US\$ 1,1 mil millones y con emisiones internas por US\$ 772 millones. Bajo este escenario, el saldo de **deuda pública** se reduciría de 37,7 por ciento del PBI en 2005 a 33,0 por ciento en 2006 y luego a 31,3 por ciento a diciembre de 2007.

**Cuadro 20**

**REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO  
NO FINANCIERO**

(Millones de US\$)

|                                   | 2005       |              | I. Sem.     | 2006         |              | 2007         |              |
|-----------------------------------|------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                   | I. Sem.    | Año          |             | RI May 06*   | RI Set 06*   | RI May 06*   | RI Set 06*   |
| <b>I. USOS</b>                    | <b>230</b> | <b>4 656</b> | <b>-429</b> | <b>1 460</b> | <b>1 858</b> | <b>2 013</b> | <b>2 212</b> |
| 1. Amortización                   | 1 226      | 4 460        | 1 713       | 1 621        | 2 559        | 2 058        | 1 463        |
| a. Externa                        | 732        | 3 678        | 645         | 1 200        | 1 205        | 1 647        | 1 174        |
| b. Interna                        | 494        | 783          | 1 068       | 421          | 1 354        | 411          | 289          |
| Del cual: Bonos de Reconocimiento | 92         | 192          | 78          | 105          | 154          | 79           | 80           |
| 2. Déficit Fiscal                 | -996       | 196          | -2 142      | -161         | -701         | -45          | 749          |
| <b>II. FUENTES</b>                | <b>230</b> | <b>4 656</b> | <b>-429</b> | <b>1 460</b> | <b>1 858</b> | <b>2 013</b> | <b>2 212</b> |
| 1. Externas 1/                    | 312        | 1 046        | 133         | 855          | 770          | 778          | 1 077        |
| 2. Internas                       | -1 156     | -168         | -1 737      | -95          | -565         | 195          | 363          |
| 3. Bonos                          | 1 074      | 3 778        | 1 175       | 701          | 1 654        | 1 040        | 772          |

\* Proyección

1/ Incluye condonaciones.

Fuente: BCRP, MEF, ONP, proyecciones MEF.

## RECUADRO 8

### CAMBIOS RECIENTES DEL PATRÓN DE DEUDA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La composición de deuda soberana<sup>1</sup> de países emergentes se ha caracterizado por el mayor peso de la moneda extranjera, respecto a la local, debido a que los inversionistas evitan incursionar en deuda en moneda local o lo hacen a tasas de interés real muy elevadas, por el temor a una inflación alta y/o por ser muy volátil con relación al tipo de cambio.

¿Cómo recomponer la estructura de la deuda? Ilyina y otros (2006) indican que la combinación de régimen de tipo de cambio flexible y metas explícitas de inflación podrían minimizar los incentivos para dolarizar la deuda soberana o facilitar la emisión de deuda en moneda local.

Recientemente se viene registrando la recomposición en el portafolio de deuda soberana, a favor de aquella en moneda local. Ello ha respondido a: (1) entorno internacional con bajas tasas de interés, mayores términos de intercambio y aumento en calificaciones crediticias y (2) mejores fundamentos macroeconómicos.

En el proceso de recomposición de deuda soberana, se observan operaciones tales como canjes y extensión de la curva de rendimiento en moneda local. Se privilegió la emisión de bonos indexados a la inflación y/o al tipo de cambio para extender la madurez en moneda local. De acuerdo al *Global Financial Stability Report - GFSR* (FMI, abril 2006), los bonos indexados a la inflación se han triplicado entre 1996 y 2004, siendo Brasil, Colombia y Turquía los que más han utilizado este instrumento.

El GFSR señala que la proporción de la deuda en moneda nacional a tasa fija se ha elevado principalmente por las economías emergentes asiáticas (con excepción de Indonesia). Asimismo, los gobiernos han buscado aumentar la madurez de su deuda soberana doméstica, lo que ha sido facilitado por el entorno internacional favorable.

En la región, la emisión de deuda externa en moneda local es baja. En los últimos años sólo Uruguay, Colombia y Brasil han emitido deuda externa denominada en la propia moneda. En Uruguay fue parte de su programa de reestructuración de deuda, colocando pesos por el equivalente a US\$ 540 millones entre 2003 y 2004, de los cuales US\$ 290 millones eran indexados a la inflación. Más relevantes fueron los casos brasileño y colombiano que más bien buscaban disminuir su vulnerabilidad diversificando su portafolio. Colombia colocó bonos a 5 años por 954 mil millones de pesos (US\$ 375 millones) en noviembre de 2004 reabriendo el bono por 294 mil millones de pesos (US\$ 125 millones) en enero de 2005. Recientemente, Brasil emitió bonos por 3,4 mil millones de reales (US\$ 1,5 mil millones) a un plazo de 10 años.

#### MONTO DE BONOS DE GOBIERNO EN MONEDA LOCAL RESPECTO AL TOTAL DE BONOS DEL GOBIERNO

(En porcentaje)

|           | 2000 | 2004 | Variación<br>Puntos<br>porcentuales |
|-----------|------|------|-------------------------------------|
| Brasil    | 60,7 | 73,6 | 12,9                                |
| Chile     | 9,1  | 16,0 | 6,9                                 |
| Colombia  | 47,4 | 54,2 | 6,8                                 |
| México    | 48,3 | 59,4 | 11,1                                |
| Perú      | 6,3  | 10,0 | 3,7                                 |
| Venezuela | 28,6 | 36,5 | 7,9                                 |

Fuente: Standard & Poor's.

Como resultado de estas operaciones, particularmente en América Latina y Europa emergente, se registra una disminución de la participación del saldo de bonos en moneda extranjera (emitidos tanto en el país como en el exterior) sobre la deuda total<sup>2</sup>. En Latinoamérica, según *Standard & Poor's*, los gobiernos de Brasil y México son los que más han reconvertido su cartera de moneda extranjera a moneda local. Destaca también la cartera colombiana con un 54 por ciento de la deuda del gobierno en moneda nacional.

#### Notas:

1. La deuda soberana corresponde a la acumulación, pendiente de pago, de pasivos reconocidos por el sector público frente al resto de la economía y el mundo, generados por operaciones del sector público en el pasado.
2. También habría influido la apreciación de las monedas respecto al dólar.

#### Referencias:

Tovar, Camilo E. (2005) "International Government Debt Denominated in Local Currency: Recent Developments in Latin America", *BIS Quarterly Review*, December.

Olivier, Jeanne and Anastasia Guscina, 2006, "Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).

#### TAMAÑO DE LA DEUDA DOMÉSTICA EN AMÉRICA LATINA EN 2004

|                          | Soberana                     |                        | Total*                       |                        |
|--------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|------------------------|
|                          | Miles de millones de dólares | Como porcentaje de PBI | Miles de millones de dólares | Como porcentaje de PBI |
| Argentina                | 9,6                          | 6,3                    | 24,3                         | 16,0                   |
| Brasil                   | 295,9                        | 49,0                   | 371,6                        | 61,5                   |
| Chile                    | 20,0                         | 21,2                   | 41,8                         | 44,4                   |
| Colombia                 | 29,6                         | 30,4                   | 30,2                         | 31,0                   |
| México                   | 153,1                        | 22,7                   | 176,9                        | 26,2                   |
| Perú 1/                  | 4,0                          | 5,8                    | 7,1                          | 10,3                   |
| <b>América Latina 2/</b> | <b>512,2</b>                 | <b>30,3</b>            | <b>651,8</b>                 | <b>38,5</b>            |

\* Incluye emisiones de bonos del sector privado.

1/ Sólo considera bonos soberanos y bonos de reconocimiento.

2/ Sobre la suma de países.

Fuentes: IMF; BIS, Camilo E. Tovar.

## 6. ACTIVIDAD ECONÓMICA

*La actividad económica ha mantenido un dinamismo mayor al presentado en el Reporte de Inflación de mayo favorecido por altos niveles de confianza del consumidor y empresarios respecto a las perspectivas económicas y un escenario internacional con altos precios de exportación. Para los años 2006 y 2007 se proyectan tasas de crecimiento de la actividad económica en rangos de 6,5 a 7,0 por ciento y entre 5,5 y 6,0 por ciento, respectivamente. Por el lado del gasto, la demanda interna mantendría un dinamismo importante en todos sus componentes. El escenario central de proyección de 2007 contempla una recuperación de los sectores primarios y condiciones climatológicas caracterizadas por un fenómeno El Niño débil, así como la entrada en vigencia del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-EEUU.*

62. El dinamismo que venían mostrando diversos indicadores de la actividad económica desde el segundo semestre de 2005 se ha consolidado durante el primer semestre de 2006, impulsado por un significativo crecimiento de la demanda interna, particularmente de la inversión privada y el consumo privado. La magnitud del incremento de estos indicadores permite caracterizar el estado actual de la economía peruana como una fase de expansión económica o de crecimiento por encima de la tendencia. En el Recuadro 2 del Reporte de Inflación de agosto de 2003 se señalaba que desde mediados de la década de los sesenta esta fase se había repetido hasta en cinco oportunidades y que en todas ellas las tasas de crecimiento del consumo privado y de la inversión privada fueron superiores a 5 y 15 por ciento, respectivamente, cifras similares a las actualmente observadas.
63. Esta fase de expansión económica para los años 2006 y 2007 se desarrollará en un ambiente de estabilidad de precios en el que las previsiones de inflación indican que ésta se mantendrá dentro del rango meta anunciado por el Banco Central y con un escenario externo que seguiría siendo favorable este año aunque con un menor impulso para 2007 debido a una desaceleración del crecimiento de la economía mundial y una corrección gradual de los términos de intercambio.



## Cuadro 21

## DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

(Var. % reales anuales)

|                              | 2004       | 2005       | 2006       |            |            |            | 2007       |  |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
|                              |            |            | I. Sem.    | RI May 06* | RI Set 06* | RI May 06* | RI Set 06* |  |
| I. Demanda global (1+2)      | 6,0        | 7,1        | 7,4        | 6,4        | 7,8        | 6,0        | 6,5        |  |
| <b>1. Demanda interna 1/</b> | <b>4,4</b> | <b>5,5</b> | <b>8,6</b> | <b>7,1</b> | <b>9,3</b> | <b>5,7</b> | <b>6,4</b> |  |
| a. Consumo privado           | 3,5        | 4,4        | 5,4        | 4,8        | 5,4        | 4,3        | 4,6        |  |
| b. Consumo público           | 4,1        | 9,8        | 8,4        | 6,2        | 8,3        | 4,2        | 8,3        |  |
| c. Inversión privada         | 9,1        | 13,9       | 20,1       | 13,5       | 19,4       | 12,0       | 12,0       |  |
| d. Inversión pública         | 5,7        | 12,2       | 11,9       | 20,5       | 29,9       | 9,9        | 21,1       |  |
| 2. Exportaciones             | 14,7       | 14,9       | 1,4        | 2,9        | 1,0        | 7,6        | 6,8        |  |
| II. Oferta global (3+4)      | 6,0        | 7,1        | 7,4        | 6,4        | 7,8        | 6,0        | 6,5        |  |
| <b>3. PBI</b>                | <b>5,2</b> | <b>6,4</b> | <b>6,6</b> | <b>5,5</b> | <b>6,6</b> | <b>5,3</b> | <b>5,7</b> |  |
| 4. Importaciones             | 10,6       | 10,6       | 11,8       | 11,3       | 14,0       | 10,0       | 10,0       |  |

\* Proyección.

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: INEI.

## RECUADRO 9

## CICLO ECONÓMICO Y POLÍTICA MONETARIA

Un elemento esencial en la práctica y diseño de la política monetaria es la identificación oportuna de las presiones inflacionarias que existen en la economía. Por ello, es importante contar con indicadores que permitan tomar medidas de política anticipadas que conduzcan al cumplimiento de la meta de inflación. La reacción anticipada del Banco Central se sustenta en la existencia de rezagos de diversa amplitud con relación al tiempo que transcurre para que la política monetaria tenga un impacto sobre la demanda agregada y la inflación.

Las presiones inflacionarias provienen de diversas fuentes, una de éstas es la presión de demanda que se traslada a la inflación por medio del impacto de la mayor actividad sobre los costos unitarios de las empresas. De este modo, el Banco Central requiere contar con medidas e indicadores que permitan identificar de antemano en qué momento se presentarán dichas presiones de demanda.

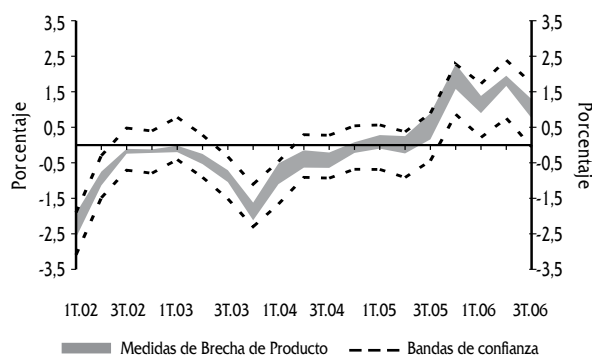
Uno de los indicadores utilizados para identificar posibles presiones inflacionarias derivadas del balance entre la demanda y la oferta de bienes y servicios en la economía es la brecha del producto, es decir, la diferencia entre el PBI real y su nivel potencial. Este último se define como aquel nivel de actividad económica que no generaría presiones inflacionarias o deflacionarias. Cuando la brecha del producto es sistemáticamente positiva, podría implicar que la demanda agregada se encuentra en una fase que tiende a inducir presiones inflacionarias; en cambio, cuando la brecha es negativa, la demanda tiene el efecto contrario. Es por ello que la política monetaria se preocupa por estimar estos desvíos o brechas para tener la mayor información sobre posibles presiones de demanda.

El producto potencial está ligado al concepto de oferta de largo plazo en la economía y por tanto está determinado por fundamentos reales como la productividad de los factores, el progreso tecnológico, las tasas reales de interés, el crecimiento poblacional, entre otros.

El principal problema que enfrenta la autoridad monetaria al momento de tomar decisiones de política es que el producto potencial no es directamente observable. Actualmente, existen diversos métodos para estimar dicho indicador. En primer lugar, se emplean métodos para estimar la tendencia de la actividad económica. En segundo lugar, se utiliza el método de la función de producción que consiste en desglosar el crecimiento del producto potencial en sus distintos componentes, los cuales están asociados por un lado con la acumulación de factores de producción (trabajo y capital) y por otro lado, con el progreso tecnológico. Dada la imposibilidad de medir directamente el progreso tecnológico a partir de datos reales, éste se mide indirectamente como un residuo, es decir, como aquella parte del crecimiento económico que no es explicada por la acumulación de factores. Por último, se utiliza un método que asume una determinada estructura del mecanismo de transmisión hacia la inflación a partir de presiones de demanda no observadas directamente. Para ello, se considera un modelo estructural dinámico en el que las señales de presión de demanda no observada se estiman por medio del Filtro de Kalman<sup>1</sup>.

En el siguiente gráfico se incorpora la brecha de producto junto con su rango de incertidumbre estimado a partir del filtro de Kalman. Asimismo, se dibujan los estimados resultantes a partir del método de función de producción y del método univariado de Hodrick y Prescott. En conjunto, estas estimaciones revelan un incremento en la probabilidad de que la brecha del producto esté en una posición expansiva a partir del tercer trimestre de 2005<sup>2</sup>.

#### INCERTIDUMBRE SOBRE LA BRECHA DEL PRODUCTO



#### Notas:

1. La aplicación de esta metodología para el Perú fue desarrollada por Llosa y Miller (2005).
2. Las bandas de confianza se calculan a partir del método del Filtro de Kalman y consideran una desviación estándar para arriba y para abajo. La región sombreada corresponde a la zona donde se encuentran los estimadores centrales de i) de tendencia (Hodrick-Prescott), ii) Función de Producción y iii) Filtro de Kalman.

#### Referencias

- \* Llosa, G. y S. Miller (2005) "Usando información adicional en la estimación de la brecha producto en el Perú: Una aproximación multivariada de componentes no observados", *Documento de Trabajo No. 2005-004*, Banco Central de Reserva del Perú. (Reproducido en *The Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics Bulletin No. 20*, abril 2005).

64. El escenario internacional se presenta como uno de los mejores de los que se tiene referencia desde 1950. Los términos de intercambio que se esperan para este año (aumento de 24 por ciento) serían similares al máximo histórico del referido período, ocurrido en 1973, y se ubicarían incluso por encima de los niveles registrados en 1979, año en el que también se experimentó un incremento del precio de los minerales en el mercado internacional. Tal como se señala en el recuadro sobre términos de intercambio en este reporte, la evolución de los precios de comercio exterior desde el año 2002 tendría un importante efecto positivo en la explicación del crecimiento de largo plazo del producto y de la inversión. Consistente con esta dinámica de precios en el mercado internacional, la economía mundial muestra señales de fortaleza con revisiones hacia el alza en las previsiones de crecimiento de prácticamente todos los bloques comerciales con los cuales comerciamos, excepto el caso de la economía de los Estados Unidos.

## RECUADRO 10

### LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y EL DINAMISMO DE LA ECONOMÍA

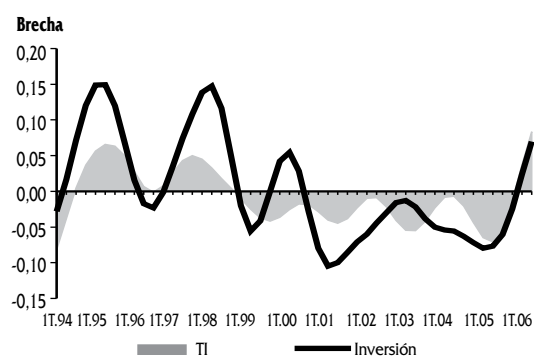
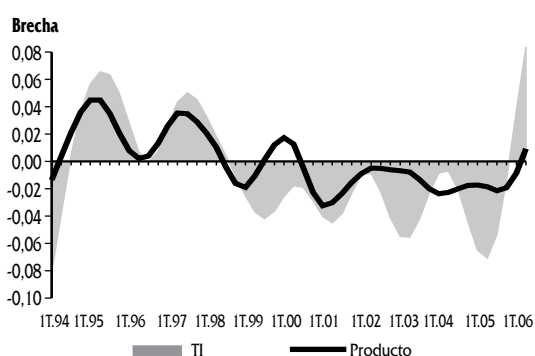
El índice de términos de intercambio (TI), definido como el cociente entre el índice de precios de exportación y el de importación, es uno de los precios relativos más importantes de la economía, siendo uno de los determinantes de las fluctuaciones del producto y de la inversión.

Existen varios mecanismos a través de los cuales los TI afectan la actividad económica y la inversión. Primero, los TI determinan el poder de compra de las exportaciones, y por tanto afectan el nivel de riqueza de un país. Así, dependiendo de cuán persistentes sean los cambios en los TI, la capacidad de consumo y de ahorro de una economía se incrementará en mayor o menor medida. Cuando los cambios son relativamente persistentes, el efecto de los TI sobre la riqueza esperada es mayor, y por tanto el consumo tiende a aumentar, lo que a su vez induce a mayores niveles de actividad económica. En cambio, cuando los cambios en los TI son relativamente transitorios, su impacto es mayor en los niveles de ahorro, que en consumo.

Segundo, dado que el precio esperado de las exportaciones, principalmente de los metales y alimentos, constituyen un determinante fundamental de la rentabilidad esperada de la inversión de empresas del sector exportador, aumentos en los TI generan también una expansión en la demanda por inversión en estos sectores, favoreciendo, consecuentemente, el crecimiento del producto potencial de la economía. Finalmente, en muchas economías, las empresas utilizan insumos importados, como por ejemplo petróleo, en sus procesos de producción por lo que aumentos en los TI generados por una caída en los precios de estos insumos, representan para estas empresas ahorros importantes en sus costos de producción, y por consiguiente representan mejoras en su competitividad que las inducen a producir más sin generar presiones inflacionarias.

La evidencia empírica corrobora dicho mecanismo. Por ejemplo, Mendoza (1995) reporta, para una muestra de 7 economías desarrolladas, una correlación promedio entre TI y producto de 0,78 mientras que para la inversión de 0,87<sup>1</sup>. En el caso de economías emergentes, estas mismas correlaciones alcanzan 0,32 y 0,60, respectivamente<sup>2</sup>. En el caso de la economía peruana a partir de los 90's, tal como lo documentan Castillo, Montoro y Tuesta (2006), los TI se han convertido en un determinante importante del ciclo económico. De esta manera, para el período 1994-2005 la correlación entre los TI y la brecha producto alcanza 0,78, mientras que con la inversión ésta es 0,8. Para el período 1979-1993 las mismas correlaciones fueron de -0,45, y -0,52, respectivamente<sup>3</sup>.

La importancia de los TI en la evolución cíclica del producto y la inversión se puede apreciar claramente en las dos figuras que se presentan a continuación, en las cuales se muestra que la relación entre estas dos variables y los TI es fuerte a lo largo de todo el período muestral, pero particularmente en el período 1994-1999.



Sin embargo, los TI no sólo tienen efectos en el ciclo económico, sino también en el comportamiento de largo plazo de la economía. Como se precisó anteriormente, aumentos persistentes en los TI inducen a incrementos en el nivel de capital, mediante aumentos continuos de la inversión, especialmente en el sector exportador. En el caso del Perú, los TI han mostrado una tendencia creciente a partir del año 2001, no obstante resulta difícil predecir qué tan permanentes serán éstos. Sin embargo, es posible inferir su posible impacto de largo plazo, a partir del comportamiento observado de la economía en el período 1992-2005.

Con esta finalidad, se utiliza información histórica de los TI, el consumo, la inversión y el producto de la economía peruana para el período muestral antes mencionado, y se aplica la metodología sugerida por Mellander, Vredin y Warne (1992) para separar el componente transitorio y permanente de los TI<sup>4</sup>. Utilizando esta descomposición se estima la importancia que ha tenido el componente permanente de los TI en la varianza del producto, de la inversión y del consumo.

Así, la varianza de los TI explicarían el 74 y 59 por ciento de la varianza de largo plazo del producto y la inversión durante el período 1992-2005. En el caso del consumo, sin embargo, la contribución de los TI a su evolución de largo plazo habría sido mínima. Para esta última variable, aumentos en productividad habrían explicado parte importante de su comportamiento.

Los altos precios de exportación que se esperan para el resto de 2006, indicarían que los términos de intercambio continuarían favoreciendo una expansión sostenida, no sólo de la brecha producto, sino también del producto potencial en los próximos años. No obstante, este panorama no se repetiría para 2007, debido a la caída que se espera en los TI.

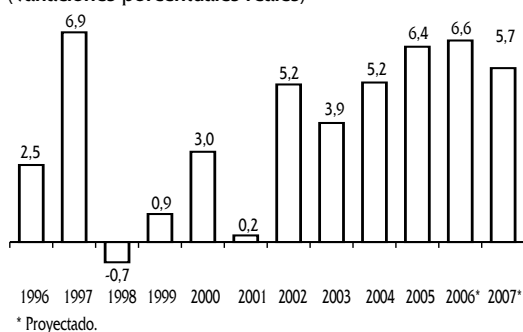
**Notas:**

1. Las economías desarrolladas consideradas son: Estados Unidos de América, Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Canadá y Japón.
2. Para el caso de las economías emergentes se considera a Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela.
3. Los componentes cíclicos de las series de TI, producto e inversión se han obtenido utilizando el filtro de Baxter y King (1999), con información trimestral para el período 1979-2005.
4. A diferencia del Filtro de Baxter y King (1999), el filtro sugerido por Mellander, Verdín y Warne, permite no sólo descomponer la serie entre sus componentes cíclicos y de tendencia, sino también encontrar los determinantes de cada componente.

**Referencias**

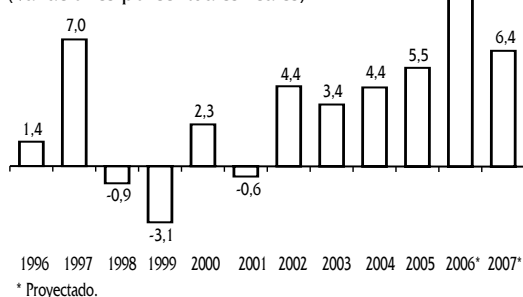
- \* Castillo, P., Montoro, C. y V. Tuesta (2006) "Hechos Estilizados de la Economía Peruana" *Documento de Trabajo DT2006-004*, Banco Central de Reserva del Perú.
- \* Mendoza, Enrique (1995) "The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations", *International Economic Review*, Vol 36, N° 1.
- \* Mellander, Vredin y A Warne (1992) "Stochastic Trends and Economic Fluctuations in a Small Open Economy", *Journal of Applied Econometrics*, Volume 7, N° 4.

**Gráfico 46**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)



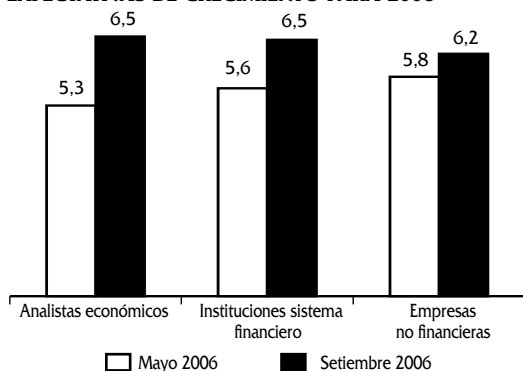
65. Durante el primer semestre de 2006 la actividad económica registró un crecimiento de 6,6 por ciento como resultado de la aceleración de la demanda interna, la cual aumentó 8,6 por ciento, evolución que refleja importantes incrementos tanto en la inversión privada (20,1 por ciento) como en el consumo privado (5,4 por ciento). Durante estos primeros meses del año, y a pesar de la incertidumbre propia del proceso electoral, diversos indicadores de demanda como el crédito, la importación de bienes de consumo duradero y la de bienes de capital, así como los asociados a la medición de la confianza de los consumidores continuaron mostrando signos muy favorables, consistentes con el actual ciclo expansivo de la economía.

**Gráfico 47**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA**  
(Variaciones porcentuales reales)



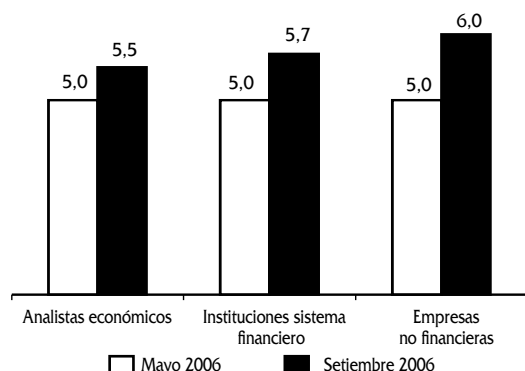
66. Teniendo en cuenta este contexto macroeconómico, el escenario central de proyección para el presente año, prevé que se alcance una tasa de crecimiento del producto en el rango de 6,5 a 7,0 por ciento, superior a la considerada en el Reporte de mayo (5,5 por ciento). Tal como se ha explicado, esta revisión al alza se fundamenta esencialmente en la dinámica que vienen mostrando variables como el consumo y la inversión privada, las cuales crecerían en alrededor de 5 y 19 por ciento este año respectivamente, a lo cual se le agrega el impulso del gasto público en el segundo semestre del año.

**Gráfico 48**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO PARA 2006**

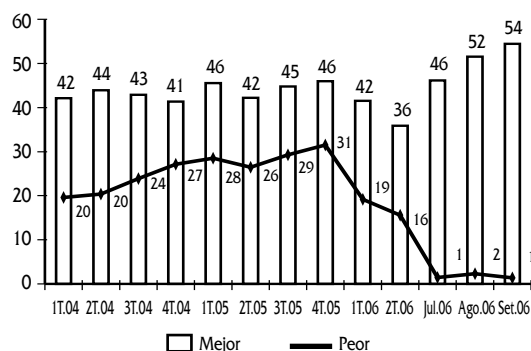


67. Las previsiones de la actividad económica para el año 2007 asumen que continuaría un importante dinamismo de la inversión privada con la expectativa de un mayor acceso de nuestros productos a los mercados internacionales. El escenario central de proyección considera la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-EEUU por parte del

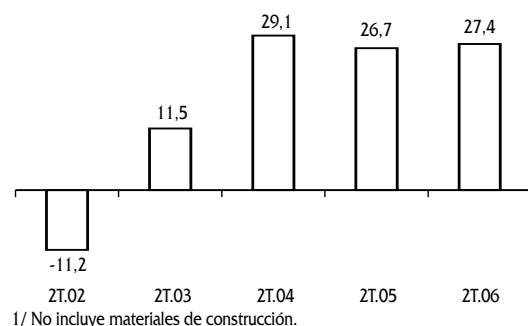
**Gráfico 49**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO PARA 2007**



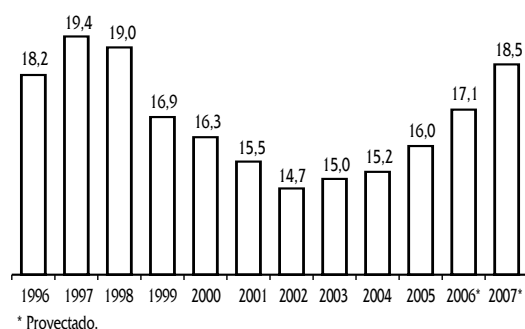
**Gráfico 50**  
**EVOLUCIÓN EN LOS PRÓXIMOS 3 MESES DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS**



**Gráfico 51**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL**<sup>1/</sup>  
(Variaciones porcentuales anuales)



**Gráfico 52**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Porcentaje del PBI)



Congreso estadounidense y su vigencia durante el año 2007. El impacto de este acuerdo comercial sobre la economía peruana sería positivo tal como se menciona en el Recuadro 6 del Reporte de Inflación de mayo 2006, donde se describen sus beneficios, entre los que destacan el incremento de la productividad de la economía y la transferencia de tecnología, así como el mayor acceso de nuestros productos a dicho mercado. Sin embargo, al esperarse un entorno internacional menos favorable reflejado en una reversión moderada de los términos de intercambio y un menor crecimiento mundial, la proyección del crecimiento del próximo año estaría en el rango de 5,5 a 6,0 por ciento, tasa menor a la de 2006, aunque mayor a la prevista en nuestro Reporte de mayo (5,3 por ciento).

68. El dinamismo que viene mostrando la **inversión privada** se presenta en un contexto en el cual la evolución favorable en los precios de los principales productos de exportación junto con el buen desempeño de la economía, se reflejan en la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía, y por ende, de la confianza de los empresarios, así como en mayores ventas y utilidades.

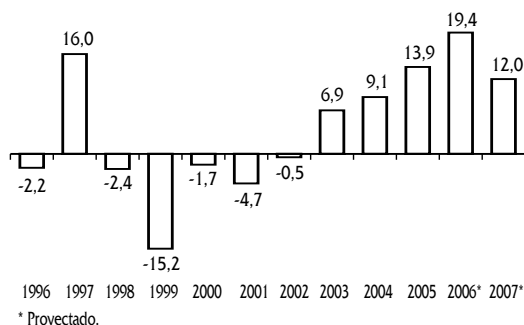
69. La evolución favorable que se observa en todos los sectores de la economía y las buenas perspectivas económicas se traducen en decisiones empresariales para aumentar la capacidad productiva de diversos sectores de la economía. Por ejemplo, las importaciones de bienes de capital para la industria crecieron 34,8 por ciento durante la primera mitad de 2006.

70. Se espera que esta evolución continúe y la inversión privada alcance una tasa de 19,4 por ciento en 2006, considerando los proyectos de los sectores minería tales como Cerro Lindo, Cerro Corona y ampliación de Cerro Verde, y energía, como la central termoeléctrica de Enersur en Chilca. A ellos se suma la construcción de locales comerciales en diversas ciudades del país como Trujillo, Huancayo y Cusco, además de Lima; el crecimiento del mercado hipotecario; así como la ampliación de la capacidad instalada de empresas de diversos sectores. Para el año 2007, el crecimiento de la inversión privada se estima en 12,0 por ciento.

71. El dinamismo del **consumo privado** se verifica en la evolución favorable de una serie de indicadores que ya venían mostrando una tendencia positiva a lo largo del año.

- La **confianza** que muestra la población también influyó positivamente en el comportamiento de los consumidores. Al respecto, el Índice de Confianza al Consumidor de Apoyo (INDICCA) permaneció en el rango optimista, por encima de los 50 puntos básicos, desde el inicio del año, registrando incluso un comportamiento alcista en

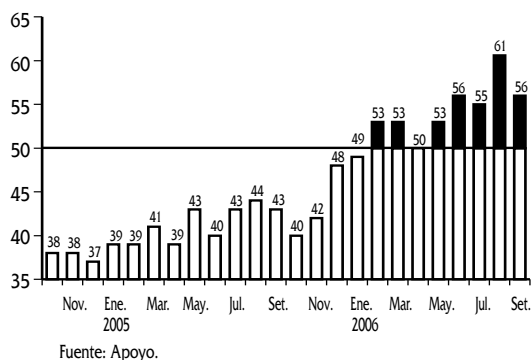
**Gráfico 53**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Variaciones porcentuales reales)



los últimos meses. Al mes de setiembre registra un nivel de 56 puntos. Este indicador muestra un mayor nivel de confianza en lo relativo a la situación económica futura de los agentes, lo cual estaría emparejado con una mayor predisposición a tomar créditos.

- El **ingreso nacional disponible** creció 8,7 por ciento en el primer semestre, incidiendo en este resultado el fuerte aumento que vienen mostrando los términos de intercambio.

**Gráfico 54**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA Lima**



**Cuadro 22**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

|                                      | 2004 | 2005 | 2006    |            | 2007       |            |            |
|--------------------------------------|------|------|---------|------------|------------|------------|------------|
|                                      |      |      | I. Sem. | RI May 06* | RI Set 06* | RI May 06* | RI Set 06* |
| Producto bruto interno (PBI)         | 5,2  | 6,4  | 6,6     | 5,5        | 6,6        | 5,3        | 5,7        |
| Ingreso nacional bruto (IN) 1/       | 5,4  | 6,3  | 8,4     | 7,0        | 8,5        | 5,0        | 5,1        |
| Ingreso nacional disponible (IND) 2/ | 5,4  | 6,5  | 8,7     | 7,1        | 8,6        | 5,0        | 5,1        |

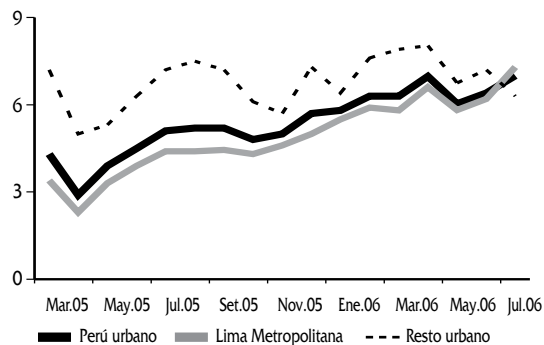
\* Proyección.

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

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

Fuente: INEI y BCRP.

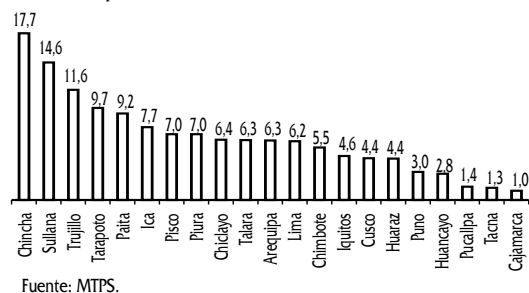
**Gráfico 55**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Variación porcentual anual)



- El **empleo urbano**, medido por la Encuesta de Empleo Urbano del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo para empresas de 10 y más trabajadores, creció 6,4 por ciento entre enero y julio. Las ciudades del interior registraron las tasas más altas destacando entre ellas: Chincha (17,7 por ciento), Sullana (14,6 por ciento) y Trujillo (11,6 por ciento). En términos de actividades, los resultados del empleo han estado asociados a actividades como agricultura y minería, a la agroindustria orientada a la exportación y al sector servicios.

- Mayores **importaciones de bienes de consumo duradero** y un aumento en la **adquisición de vehículos nuevos**. Es de destacar que en las fases de expansión económica las familias adquieren bienes duraderos con sus mayores ingresos y con créditos.

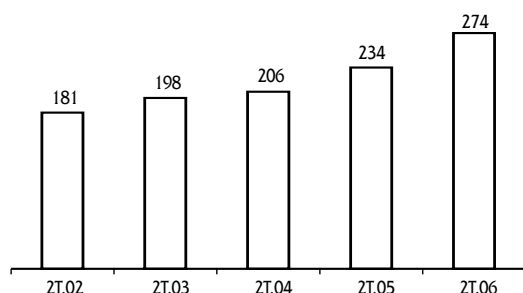
**Gráfico 56**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES POR CIUDADES: Enero-Julio 2006**  
(Variación porcentual anual)



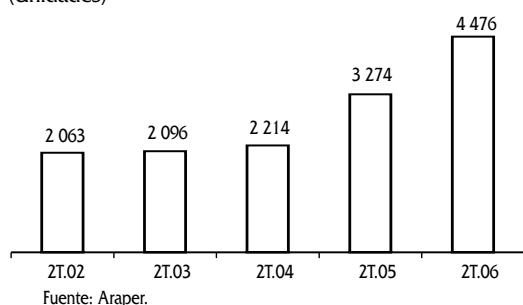
72. Considerando la evolución de estos indicadores se prevé, para el 2006, que el **consumo privado** crezca en 5,4 por ciento, la tasa más alta de los últimos once años mientras que para el año 2007 éste crecería a una tasa de 4,6 por ciento.

73. Un impulso adicional sobre la actividad económica durante el segundo semestre de 2006 y en el año 2007 sería el **gasto público**. El crecimiento de la inversión pública en 2006 y 2007 sería de 30 y 21 por ciento, respectivamente.

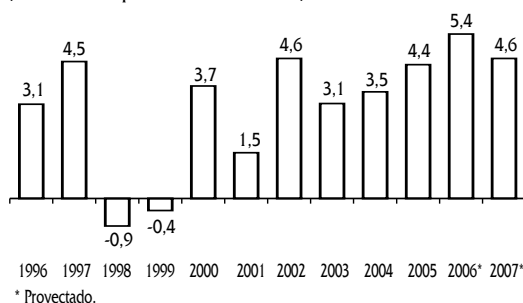
**Gráfico 57**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO**  
(Millones de US\$)



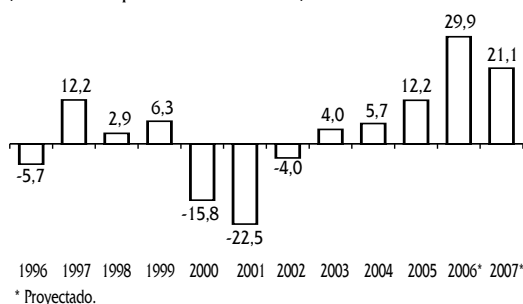
**Gráfico 58**  
**VENTAS DE VEHÍCULOS FAMILIARES**  
(Unidades)



**Gráfico 59**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 60**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Variaciones porcentuales reales)



74. La **contribución al crecimiento** permite determinar cuántos puntos porcentuales de la expansión del PBI para un período determinado son explicados por sus componentes de demanda interna o exportaciones netas (demanda externa neta). En los años 2004 y 2005 el aporte de las exportaciones fue significativamente alto con relación a su peso en el producto. Para los años 2006 y 2007 la contribución del crecimiento de las exportaciones se reduciría y en su lugar el mayor aporte al crecimiento provendría del consumo privado y de la inversión privada. Esta última explicaría 3,7 puntos del crecimiento de 6,6 por ciento en 2006 y 1,7 puntos del crecimiento de 5,7 por ciento en 2007. La inversión pública por su parte elevaría su contribución de 0,3 puntos en 2005 a 0,9 puntos porcentuales en promedio para los años 2006 y 2007.

**Cuadro 23**

**CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL GASTO AL CRECIMIENTO DEL PBI**  
(En puntos porcentuales)

|                                    | 2000       | 2001        | 2002       | 2003       | 2004       | 2005       | 2006*       | 2007*       |
|------------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>Demanda interna</b>             | <b>2,3</b> | <b>-0,6</b> | <b>4,4</b> | <b>3,4</b> | <b>4,3</b> | <b>5,3</b> | <b>9,0</b>  | <b>6,3</b>  |
| Consumo privado                    | 2,6        | 1,0         | 3,3        | 2,2        | 2,5        | 3,1        | 3,7         | 3,1         |
| Consumo público                    | 0,3        | -0,1        | 0,0        | 0,3        | 0,4        | 0,9        | 0,8         | 0,8         |
| Inversión bruta interna            | -0,6       | -1,5        | 1,1        | 0,8        | 1,5        | 1,4        | 4,5         | 2,4         |
| - Inversión privada 1/             | 0,2        | -0,6        | 1,2        | 0,7        | 1,3        | 1,0        | 3,7         | 1,7         |
| - Inversión pública                | -0,8       | -0,9        | -0,1       | 0,1        | 0,2        | 0,3        | 0,9         | 0,8         |
| <b>Demanda externa neta</b>        | <b>0,6</b> | <b>0,8</b>  | <b>0,7</b> | <b>0,5</b> | <b>0,9</b> | <b>1,1</b> | <b>-2,4</b> | <b>-0,6</b> |
| Exportaciones                      | 1,3        | 1,2         | 1,2        | 1,1        | 2,7        | 3,0        | 0,2         | 1,4         |
| Importaciones                      | -0,6       | -0,5        | -0,5       | -0,6       | -1,8       | -1,9       | -2,6        | -2,0        |
| <b>Tasa de crecimiento del PBI</b> | <b>3,0</b> | <b>0,2</b>  | <b>5,2</b> | <b>3,9</b> | <b>5,2</b> | <b>6,4</b> | <b>6,6</b>  | <b>5,7</b>  |

\* Proyección  
1/ Incluye inventarios

**Producción sectorial**

75. En el primer semestre de 2006, los **sectores no primarios** lideraron el crecimiento con una expansión de 7,6 por ciento. La expansión de los sectores no primarios fue generalizada destacando el incremento en el número de microempresas. No obstante, destaca el avance en el **sector construcción**, el cual creció 14,8 por ciento. Dicho sector viene registrando tasas de expansión mensual de dos dígitos desde agosto de 2005, debido al dinamismo de los programas de construcción y autoconstrucción de viviendas y al desarrollo de infraestructura pública tanto en la ciudad de Lima (Vía Expresa de la Av. Grau, ampliación en el Aeropuerto Jorge Chávez, Proyecto Ecológico de la Faja Atocongo-Conchán) como por la ejecución de obras por los gobiernos subnacionales.

**Cuadro 24**

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

|                                     | 2004        | 2005       | 2006        |                       | 2007                  |            |            |
|-------------------------------------|-------------|------------|-------------|-----------------------|-----------------------|------------|------------|
|                                     |             |            | I. Sem.     | RI May 06* RI Set 06* | RI May 06* RI Set 06* |            |            |
| <b>Agropecuario</b>                 | <b>1,7</b>  | <b>4,8</b> | <b>3,2</b>  | <b>3,1</b>            | <b>3,6</b>            | <b>4,7</b> | <b>4,0</b> |
| Agrícola                            | -3,2        | 4,0        | 2,0         | 1,7                   | 2,5                   | 5,0        | 3,7        |
| Pecuario                            | 2,0         | 6,6        | 5,1         | 5,4                   | 5,1                   | 4,6        | 4,6        |
| <b>Pesca</b>                        | <b>33,9</b> | <b>1,2</b> | <b>-2,3</b> | <b>-1,2</b>           | <b>-0,7</b>           | <b>4,7</b> | <b>4,2</b> |
| <b>Minería e hidrocarburos</b>      | <b>5,2</b>  | <b>8,1</b> | <b>6,6</b>  | <b>1,6</b>            | <b>1,2</b>            | <b>6,2</b> | <b>5,6</b> |
| Minería metálica                    | 5,2         | 7,4        | 7,1         | 0,8                   | 1,1                   | 6,2        | 5,6        |
| Hidrocarburos                       | 7,1         | 23,4       | 1,6         | 10,7                  | 2,9                   | 6,6        | 5,6        |
| <b>Manufactura</b>                  | <b>7,4</b>  | <b>6,5</b> | <b>4,7</b>  | <b>5,7</b>            | <b>5,6</b>            | <b>5,7</b> | <b>5,6</b> |
| Procesadores de recursos primarios  | 7,3         | 2,1        | 1,3         | 1,7                   | 1,9                   | 3,0        | 2,5        |
| Manufactura no primaria             | 7,4         | 7,7        | 5,5         | 6,6                   | 6,6                   | 6,4        | 6,4        |
| <b>Electricidad y agua</b>          | <b>4,6</b>  | <b>5,3</b> | <b>5,6</b>  | <b>5,5</b>            | <b>5,7</b>            | <b>4,4</b> | <b>5,0</b> |
| <b>Construcción</b>                 | <b>4,7</b>  | <b>8,4</b> | <b>14,8</b> | <b>9,2</b>            | <b>12,6</b>           | <b>7,0</b> | <b>9,0</b> |
| <b>Comercio</b>                     | <b>5,8</b>  | <b>5,2</b> | <b>8,7</b>  | <b>6,3</b>            | <b>9,1</b>            | <b>5,2</b> | <b>6,1</b> |
| <b>Otros servicios</b>              | <b>4,5</b>  | <b>6,3</b> | <b>6,9</b>  | <b>5,9</b>            | <b>7,3</b>            | <b>5,0</b> | <b>5,7</b> |
| <b>VALOR AGREGADO BRUTO</b>         | <b>5,1</b>  | <b>6,2</b> | <b>6,7</b>  | <b>5,5</b>            | <b>6,7</b>            | <b>5,3</b> | <b>5,8</b> |
| Impuestos y derechos de importación | 6,4         | 8,5        | 5,5         | 5,0                   | 6,0                   | 4,9        | 5,5        |
| <b>PBI GLOBAL</b>                   | <b>5,2</b>  | <b>6,4</b> | <b>6,6</b>  | <b>5,5</b>            | <b>6,6</b>            | <b>5,3</b> | <b>5,7</b> |
| <b>VAB Primario</b>                 | <b>4,6</b>  | <b>5,4</b> | <b>3,8</b>  | <b>2,3</b>            | <b>2,3</b>            | <b>5,0</b> | <b>4,3</b> |
| <b>VAB No Primario</b>              | <b>5,2</b>  | <b>6,5</b> | <b>7,6</b>  | <b>6,3</b>            | <b>7,8</b>            | <b>5,4</b> | <b>6,1</b> |

\* Proyección.

76. El **crecimiento en el año 2006** sería liderado por los sectores no primarios, que aumentarían 7,8 por ciento en tanto que los sectores primarios lo harían en 2,3 por ciento. La expansión de la actividades no primarias prevista para 2006 está estrechamente ligada al crecimiento de la inversión privada, que ha venido reflejándose en el dinamismo del sector construcción. Éste registraría el mayor aumento entre todos los sectores: 12,6 por ciento, tanto por la puesta en marcha de diversos proyectos de inversión del sector privado como por la ejecución de obras por parte de los gobiernos locales. A ello se suma el crecimiento de la actividad de autoconstrucción favorecida por el crecimiento del empleo y los ingresos.

El crecimiento de la construcción sería acompañado durante el año 2006 por la expansión de la actividad comercial y de servicios, así como por la manufactura no primaria, tanto en la producción de bienes de consumo para el mercado doméstico y de los insumos para construcción, como en la producción orientada al mercado externo.



- 
77. Para el año **2007** se prevé una recuperación de la actividad de los sectores primarios, que crecerían 4,3 por ciento. La proyección contempla un escenario con condiciones climáticas ligeramente anómalas para la agricultura y la pesca, así como la puesta en operación de las unidades mineras Cerro Lindo y la ampliación de Cerro Verde, que impactarían positivamente en la producción de este sector. De otro lado, los sectores no primarios aumentarían 6,1 por ciento con un fuerte componente proveniente del sector construcción (9,0 por ciento). Esto estaría asociado a la continuación del dinamismo de la edificación de viviendas, así como a la construcción de proyectos viales y de infraestructura dentro del marco de programas de concesiones y licitaciones desarrollados por el sector público.
78. El escenario central de proyección asume un Fenómeno El Niño débil para 2007. La Organización Meteorológica Mundial en su reporte del 3 de octubre señaló que este fenómeno sería entre débil y moderado y podría persistir hasta principios de 2007. En el mismo sentido, el 5 de octubre, la *National Weather Service* de Estados Unidos (NOAA)<sup>8</sup> confirmó la existencia de anomalías en la temperatura del Pacífico, coincidentes con las manifestaciones propias de El Niño.

En el Perú, el Comité Multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) señaló, que con base a las condiciones climáticas y el análisis de modelos numéricos, que no se presentaría en el litoral peruano un evento similar a los fenómenos El Niño 1982-1983, 1997-1998, clasificados como de intensidad extrema. Asimismo indicó que el desplazamiento de una onda Kelvin hacia el Océano Pacífico Oriental, podría evolucionar hacia un evento cálido de intensidad débil, cuyos impactos afectarían a algunos sectores y áreas geográficas en el primer trimestre de 2007.

79. El impacto de un Fenómeno El Niño de intensidad débil sobre la producción agrícola dependería de la etapa del calendario agrícola en que ocurra, pues son importantes no sólo los efectos sobre la disponibilidad de agua sino también los efectos sobre la temperatura (productos como mango y limón son particularmente sensibles a las anomalías de temperatura durante la etapa inicial de su ciclo de cultivo). Algunos cultivos se verían favorecidos por el Fenómeno de El Niño en la medida en que la disponibilidad de agua al inicio de la campaña agrícola sea adecuada, como es el caso del arroz y el maíz amarillo duro en el norte del país.

---

8 Ver informe al 5 de octubre de 2006 en <http://www.nws.noaa.gov>, portal del *National Weather Service of the National Oceanographic and Atmospheric Administration* (NOAA).

### RECUADRO 11

#### COMITÉ MULTISECTORIAL ENCARGADO DEL ESTUDIO NACIONAL DEL FENÓMENO EL NIÑO (ENFEN)



IMARPE



SENAMHI



IGP



DHN



INDECI



INRENA

#### COMUNICADO OFICIAL N° 10/2006- ENFEN

El Comité Multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), con respecto a las condiciones océano-atmosféricas, biológico-pesqueras e hidrológicas, comunica a la ciudadanía lo siguiente:

##### CONDICIONES AL MES DE SETIEMBRE:

1. El Sistema de Presión Atmosférica en el Océano Pacífico sur oriental, se ubicó dentro de su posición normal, con una intensidad alrededor de su promedio climatológico frente a la costa sudamericana, mostrando una normalización respecto a los dos meses anteriores, sin embargo, aisladamente se presentaron vientos de dirección Norte, frente a la costa central y norte del Perú.
2. La temperatura del aire en la costa peruana, presentó anomalías positivas entre 1 y 2° C. Estas anomalías fueron menores a las observadas en los meses de julio y agosto que presentaron 4° C.
3. La Temperatura Superficial del Mar (TSM) en el Océano Pacífico Ecuatorial presentó anomalías positivas entre 0,7 a 1,0° C. Continúa el desplazamiento de una onda Kelvin hacia la costa ecuatorial sudamericana.
4. En el litoral peruano, la TSM disminuyó aproximadamente 1° C con respecto a los meses anteriores. Sin embargo, en los últimos días del mes, al norte de la Isla Lobos de Afuera, se registró un incremento temporal de la TSM producto del inicio de la llegada de la onda Kelvin. En cuanto al afloramiento costero de aguas frías, éste se intensificó desde San Juan de Marcona (Ica) hacia el sur.
5. El recurso anchoveta registró un retraso en su proceso reproductivo, mostrando una tendencia creciente del desove en las últimas semanas de setiembre.
6. Los principales ríos de la costa peruana registraron caudales ligeramente inferiores a sus promedios históricos, a excepción de los ríos Chancay-Huaral, Pisco y Majes. Asimismo, los volúmenes almacenados en los reservorios presentaron valores superiores a setiembre 2005.

##### PERSPECTIVAS:

En el mes de setiembre continuaron las condiciones anómalas en la atmósfera y en el Océano Pacífico Ecuatorial, con tendencia a evolucionar hacia un evento cálido frente a la costa sudamericana. La onda Kelvin observada en el Océano Pacífico Central-Oriental arribó a fines de setiembre y se prevé que se incremente temporalmente la TSM en la costa norte durante el mes de octubre. Mientras que en la zona sur, la normalización y orientación del anticiclón del Pacífico Sur intensificará el afloramiento de aguas frías frente a la costa sur del Perú.

Con respecto a la preocupación en relación con la intensidad de las lluvias que ocurrirán en la próxima estación lluviosa, tomando en consideración los modelos internacionales de prestigio, evaluados por el Comité ENFEN predicen un calentamiento de las aguas costeras que marginalmente calificarían como un Niño débil. Del análisis realizado por las instituciones integrantes del Comité, y considerando los pronósticos mas pesimistas, se espera un año lluvioso menor o comparable a los años 1987 y 1992. Se descarta la ocurrencia de un evento El Niño de intensidad extrema similar a los años 1982-1983 o 1997-1998.

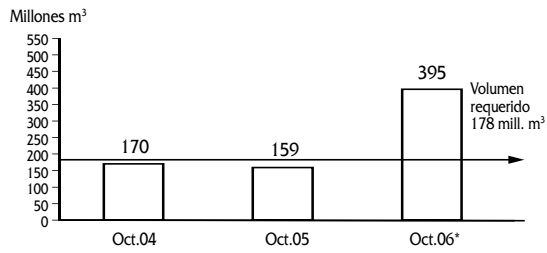
El Comité Técnico del ENFEN seguirá monitoreando las condiciones ambientales para informar oportunamente a la ciudadanía sobre cualquier cambio significativo.

Lima, 05 octubre 2006

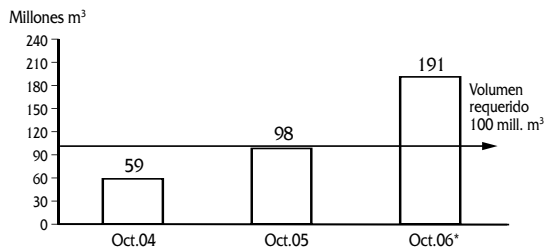
Para mayor información, visite las páginas electrónicas:  
[www.imarpe.gob.pe](http://www.imarpe.gob.pe) [www.senamhi.gob.pe](http://www.senamhi.gob.pe) [www.dhn.mil.pe](http://www.dhn.mil.pe)  
[www.igp.gob.pe](http://www.igp.gob.pe) [www.inrena.gob.pe](http://www.inrena.gob.pe) [www.indeci.gob.pe](http://www.indeci.gob.pe)

**Gráfico 61**  
**VOLUMEN DE AGUA ALMACENADA EN RESERVORIOS: 2004-2006\***

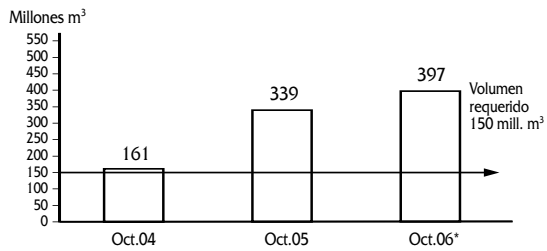
**POECHOS - DPTO. DE PIURA**



**TINAJONES - DPTO. DE LAMBAYEQUE**



**GALLITO CIEGO - DPTO. DE LA LIBERTAD**

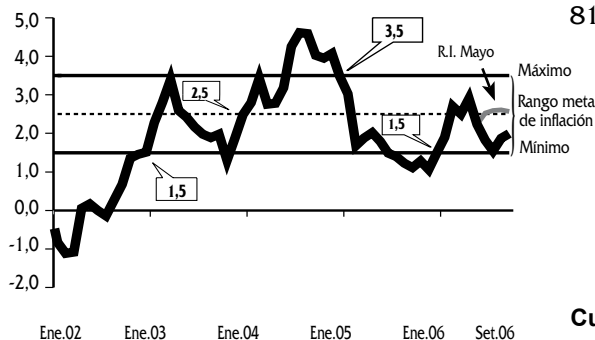


\* Con información al 6 de octubre.

80. La información disponible señala que los reservorios en la costa norte tienen acumuladas reservas de agua muy por encima del nivel mínimo requerido, como es el caso de Poechos en Piura, Tinajones en Lambayeque y Gallito Ciego en La Libertad. Los productos de agroexportación más importantes no se verían afectados debido a que su dependencia con respecto a la disponibilidad de agua sería limitada. Por ejemplo, en el caso del espárrago, esta relativa independencia se asocia a las mejoras en la infraestructura de riego introducidas en la costa norte, tales como pozos tubulares y sistemas de riego por goteo. En el caso de la alcachofa también se observan estas mejoras en las plantaciones de La Libertad, que junto con Ica, Junín y Cajamarca son las zonas donde se concentra la producción. En otros casos como los de uva y páprika, la producción se concentra en Ica, zona donde la influencia del Fenómeno sería en principio muy limitada.

## 7. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PROYECCIONES DE INFLACIÓN

**Gráfico 62**  
**INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



A setiembre de 2006, la tasa de inflación últimos 12 meses fue 2,0 por ciento, situándose dentro del rango meta, con una tendencia transitoria a la baja por la corrección de precios de alimentos, luego del alza registrada en los primeros meses del año. El escenario central considera que durante el horizonte de proyección 2006-2007 la tasa de inflación se mantendría, la mayor parte del período, en el tramo inferior del rango meta (1,5-2,5 por ciento) convergiendo gradualmente a 2,5 por ciento, al mismo tiempo que la economía tendría un crecimiento a un ritmo sostenido.

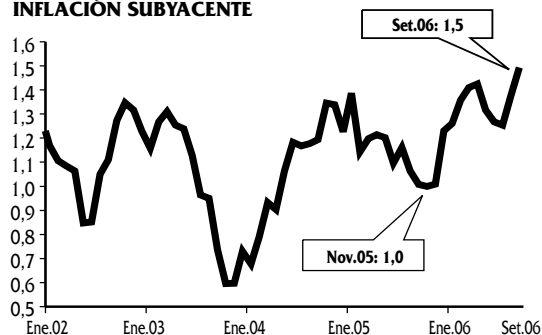
81. En lo que va del año pueden distinguirse dos períodos en la evolución de la inflación: entre enero y abril la inflación acumulada fue de 2,0 por ciento; mientras que entre mayo y setiembre ésta fue de -0,7 por ciento. El comportamiento diferenciado estuvo asociado a la reversión de choques que afectaron los precios de productos como el azúcar, la papa y el pollo y que se registran al interior de la inflación no subyacente.

**Cuadro 25**

**INFLACIÓN 2002-2006**  
(Variación porcentual)

|                          | Ponderación  | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        |               | Promedio Anual 2002-2006 |
|--------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------------------|
|                          |              |             |             |             |             | Ene-set     | Set.06/Set.05 |                          |
| <b>I. Subyacente</b>     | <b>60,6</b>  | <b>1,23</b> | <b>0,73</b> | <b>1,23</b> | <b>1,23</b> | <b>1,02</b> | <b>1,49</b>   | <b>1,15</b>              |
| 1. Alimentos             | 10,7         | 0,02        | 0,14        | 3,24        | 0,98        | 0,38        | 0,52          | 0,99                     |
| 2. No alimentos          | 49,9         | 1,49        | 0,85        | 0,80        | 1,28        | 1,16        | 1,70          | 1,18                     |
| a. Bienes                | 23,3         | 1,39        | 0,08        | -0,29       | 0,71        | 0,60        | 1,07          | 0,52                     |
| b. Servicios             | 26,6         | 1,57        | 1,53        | 1,75        | 1,77        | 1,63        | 2,23          | 1,74                     |
| <b>II. No Subyacente</b> | <b>39,4</b>  | <b>1,96</b> | <b>5,16</b> | <b>6,75</b> | <b>1,87</b> | <b>1,81</b> | <b>2,69</b>   | <b>3,68</b>              |
| 1. Alimentos             | 22,5         | 0,28        | 3,73        | 5,82        | 1,62        | 3,15        | 3,91          | 3,06                     |
| 2. No alimentos          | 16,9         | 4,22        | 7,00        | 7,90        | 2,17        | 0,20        | 1,19          | 4,49                     |
| a. Combustibles          | 3,9          | 15,60       | 8,94        | 17,77       | 6,89        | 1,77        | 3,08          | 10,59                    |
| b. Transporte            | 8,4          | 0,11        | 10,99       | 3,49        | 1,29        | -0,10       | 0,87          | 3,24                     |
| c. Servicios públicos    | 4,6          | 1,96        | -1,98       | 6,19        | -1,72       | -1,24       | -0,58         | 0,63                     |
| <b>III Total</b>         | <b>100,0</b> | <b>1,52</b> | <b>2,48</b> | <b>3,48</b> | <b>1,49</b> | <b>1,35</b> | <b>1,99</b>   | <b>2,17</b>              |
| <b>Nota:</b>             |              |             |             |             |             |             |               |                          |
| IPC Importado            |              | 10,3        | 3,03        | 11,33       | 2,18        | 1,41        | 1,93          | 5,03                     |

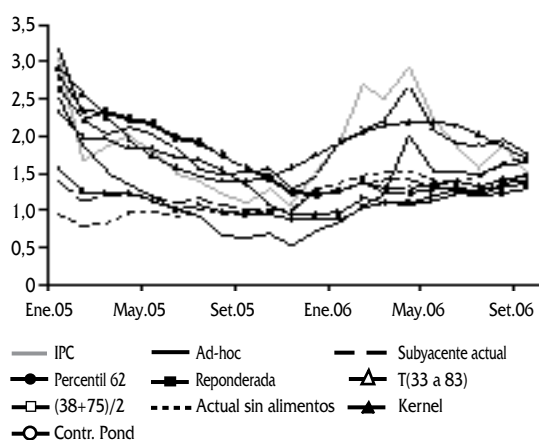
**Gráfico 63**  
**INFLACIÓN SUBYACENTE**



**Inflación subyacente**

82. 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, acumuló 1,5 por ciento en los últimos 12 meses. Luego de la aceleración que registró entre noviembre 2005 (1,0 por ciento) y abril 2006 (1,4 por ciento), este indicador se ha mantenido entre 1,3 y 1,5 por ciento entre mayo y setiembre.

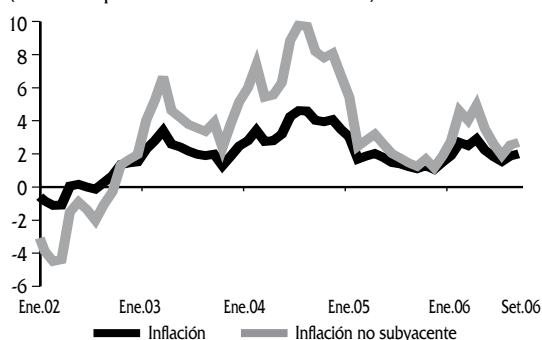
**Gráfico 64**  
**MEDIDAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



83. Esta evolución de la tasa de inflación subyacente -creciente entre noviembre de 2005 y abril de 2006 y relativamente estable desde mayo- se complementa con otros indicadores alternativos de inflación tendencial<sup>9</sup> que en su gran mayoría muestran una trayectoria similar. Así, ocho de las nueve principales medidas alternativas de inflación mostraron una tendencia creciente en el período noviembre 2005-abril 2006 y seis de esos mismos nueve indicadores registraron una tendencia estable o decreciente en mayo-setiembre 2006.

84. A setiembre de 2006, los diferentes indicadores de inflación tendencial se ubican entre 1,3 por ciento y 1,8 por ciento. Estos bajos niveles de inflación -ubicados por debajo o dentro del tramo inferior del rango meta- en un contexto de ciclo económico expansivo reflejarían mejoras de productividad, mayor competencia y ausencia de presiones de costos laborales en la economía.

**Gráfico 65**  
**INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)

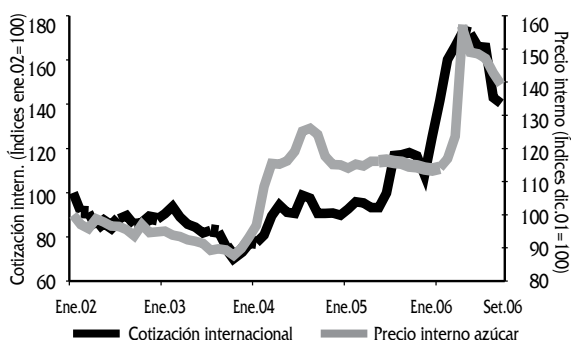


**Inflación no subyacente**

85. La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló 2,7 por ciento en los últimos 12 meses y 1,8 por ciento entre enero y setiembre. En este período destacaron las alzas en los precios del azúcar (22,6 por ciento), la carne de pollo (5,7 por ciento) y, en menor medida, combustibles (3,1 por ciento).

86. El aumento en el precio del **azúcar** se produjo principalmente en los primeros 4 meses del año (enero a abril) cuando el precio se elevó en 40 por ciento debido a problemas de gestión, bajos rendimientos y las salvaguardas aplicadas al azúcar proveniente de Colombia; posteriormente entre mayo y setiembre el precio se corrigió a la baja en 13 por ciento, debido a la normalización de las condiciones de oferta y a que en julio quedó sin efecto la salvaguarda aplicada al azúcar colombiana, con lo cual se abarató significativamente el precio de internamiento.

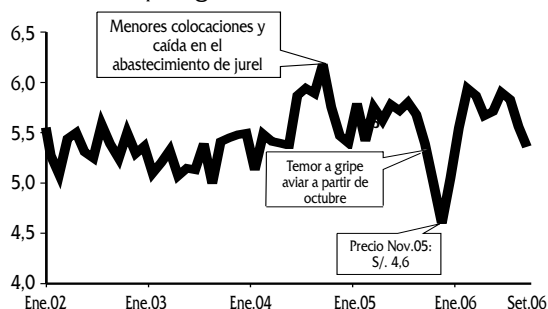
**Gráfico 66**  
**COTIZACIÓN INTERNACIONAL Y PRECIO INTERNO DEL AZÚCAR**



87. El incremento en el precio del **pollo** respondió básicamente a la recuperación de la demanda, tras la fuerte contracción registrada entre octubre y noviembre de 2005 originada por

<sup>9</sup> Un resumen de este conjunto de indicadores se puede encontrar en el recuadro 2 del Reporte de Inflación de mayo 2006 y un detalle más exhaustivo de los mismos en la Nota de Estudios del BCRP N° 11-2006.

**Gráfico 67**  
**PRECIO DEL POLLO**  
(Nuevos soles por Kg.)



el temor a la gripe aviar. No obstante, luego del alza registrada entre diciembre de 2005 y febrero de 2006 (variación promedio mensual de 7,7 por ciento), el precio cayó a una tasa promedio de -2,7 por ciento entre julio y setiembre, reflejando el aumento de las colocaciones de pollos BB (8 por ciento en los primeros 9 meses del año), principal indicador del nivel de la oferta.

88. El precio interno de los **combustibles** registró un alza promedio de 1,8 por ciento entre enero y setiembre. En el mercado internacional, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), pasó de US\$ 59 en diciembre 2005 a US\$ 74 por barril en julio 2006, reduciéndose a US\$ 64 en setiembre 2006. Sin embargo, dicho aumento no se trasladó en su totalidad a los precios internos debido tanto a la aplicación de un conjunto de medidas fiscales, como la utilización del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles y la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a las gasolinas y el kerosene, como a la apreciación de la moneda local.

89. Las **tarifas de servicios públicos** cayeron en promedio 1,2 por ciento en el período de enero a setiembre de 2006. En el caso de electricidad, las tarifas se redujeron 4,7 por ciento. La caída se dio en mayo (-6,8 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 (-3,5 por ciento) obedece a la aplicación de los factores de aumento de productividad establecidos por Osiptel y corregidos por inflación.

**Cuadro 26**

**TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS**  
(Variaciones porcentuales)

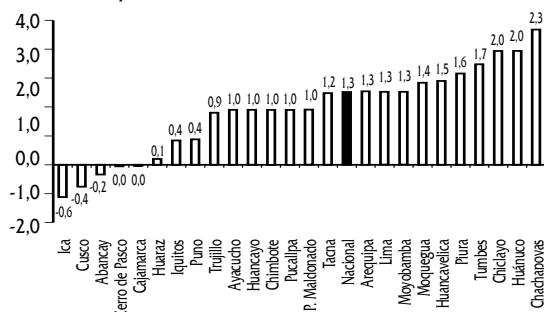
|                           | 2002       | 2003        | 2004       | 2005        | 2006        |             |
|---------------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |            |             |            |             | Ene. - set. | 12 meses    |
| <b>Servicios públicos</b> | <b>2,0</b> | <b>-2,0</b> | <b>6,2</b> | <b>-1,7</b> | <b>-1,2</b> | <b>-0,6</b> |
| Electricidad              | 7,9        | -4,6        | 12,0       | -2,5        | -4,7        | -5,2        |
| Teléfonos                 | -8,3       | 0,3         | -2,0       | -7,0        | -3,5        | -4,4        |
| Agua                      | 2,3        | 0,9         | 3,0        | 5,2         | 8,5         | 14,1        |

Fuente: INEI.

**Inflación nacional**

90. 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 enero y agosto 2006 fue 1,3 por ciento. En 10 ciudades se observó un incremento mayor que el promedio, mientras que las restantes 15 tuvieron una inflación media menor que el promedio, de éstas, 3 mostraron inflación negativa.

**Gráfico 68**  
**INFLACIÓN NACIONAL ENERO-AGOSTO 2006**  
(Variación porcentual acumulada)



91. Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Chachapoyas (2,3 por ciento), Huánuco y Chiclayo (2,0 por ciento en ambos casos). En contraste, las ciudades que registraron menor crecimiento de precios fueron: Ica (-0,6 por ciento) y Cusco (-0,4 por ciento).

**RECUADRO 12**

**IMPACTO DE NORMA DE FIJACIÓN DE PRECIOS EN NUEVOS SOLES**

El 27 de agosto de 2004, entró en vigencia la Ley 28300 que modificó el texto del Art. 7 A del Texto Único Ordenado de la Ley de Protección al Consumidor. Con esta medida se establece que los proveedores de productos o servicios deberán consignar sus precios en nuevos soles, pudiendo optar además por consignarlos en moneda extranjera.

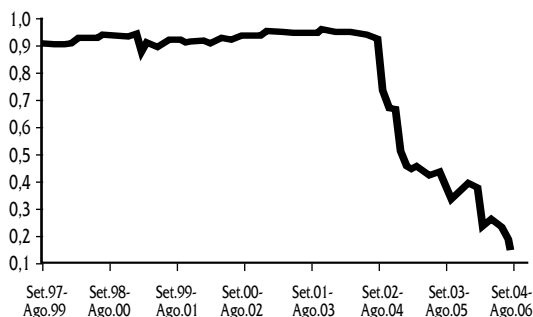
Desde la entrada en vigencia de esta Ley, la correlación entre las variaciones porcentuales mensuales de los rubros de la canasta de consumo y el tipo de cambio ha disminuido significativamente. Actualmente, la correlación más alta con el tipo de cambio se da en el rubro de alquileres. La correlación con los aparatos electrodomésticos disminuyó fuertemente a partir de agosto de 2004, desde 0,9 a 0,2 como promedio móvil últimos 24 meses.

**RUBROS DE MAYOR CORRELACIÓN CON EL TIPO DE CAMBIO**

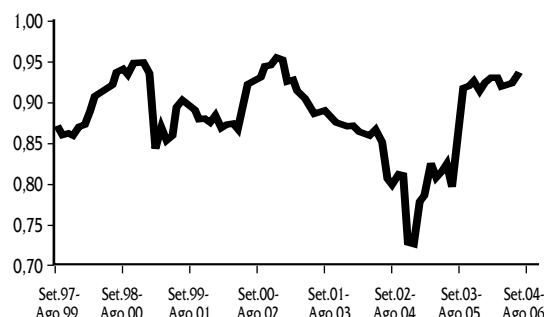
|                                   | Ponderación | Correlación set.04-ago.06 | Correlación 1/ | Correlación 1995-ago.06 |
|-----------------------------------|-------------|---------------------------|----------------|-------------------------|
| <b>Correlación mayor a 0,5 1/</b> |             |                           |                |                         |
| <b>Bienes</b>                     |             |                           |                |                         |
| Aparatos electrodomésticos        | 1,0         | 0,16                      | 0,96           | 0,82                    |
| Artículos recreativos             | 0,5         | -0,06                     | 0,86           | 0,48                    |
| Compra de vehículos               | 0,4         | 0,71                      | 0,85           | 0,59                    |
| Artículos de joyería              | 0,3         | -0,06                     | 0,92           | 0,60                    |
| Repuestos de vehículos            | 0,1         | 0,26                      | 0,69           | 0,45                    |
| Aparatos de recreo y cultura      | 0,1         | 0,00                      | 0,93           | 0,25                    |
| <b>Servicios</b>                  |             |                           |                |                         |
| Alquileres                        | 2,3         | 0,94                      | 0,96           | 0,75                    |
| Gastos en hoteles                 | 0,1         | 0,11                      | 0,74           | 0,55                    |
| <b>Total</b>                      | <b>4,7</b>  |                           |                |                         |

1/ Correlación más alta tomando ventanas móviles de 24 meses de enero de 1995 a agosto de 2006.

**CORRELACIÓN ENTRE IPC ELECTRODOMÉSTICOS Y TIPO DE CAMBIO**  
(Ventana móvil de 24 meses)



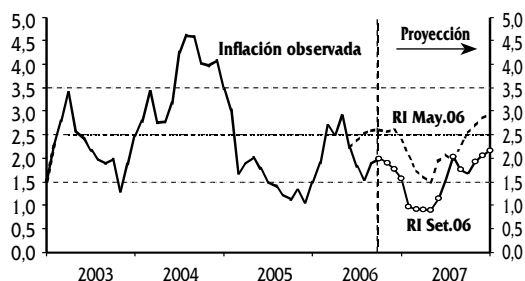
**CORRELACIÓN ENTRE ALQUILERES Y TIPO DE CAMBIO**  
(Ventana móvil de 24 meses)



## Proyecciones

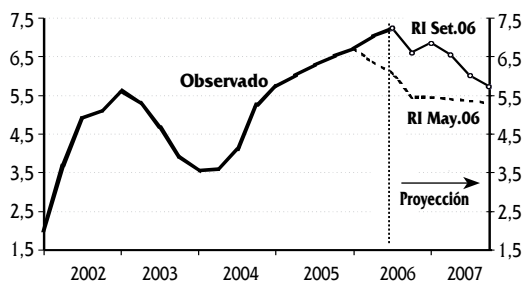
92. El panorama de la inflación durante el horizonte de proyección 2006-2007 se ha revisado a la baja. La trayectoria de la inflación a 12 meses en el escenario base continuaría en el tramo inferior del rango meta en lo que resta del año. Durante los primeros meses de 2007 se espera que la inflación se ubique temporalmente debajo del rango meta debido a que la base de comparación de la inflación a 12 meses con un período (enero a abril) en el cual el índice de precios al consumidor estuvo en un nivel relativamente alto. De esta forma, en la primera mitad de 2007 se prevé un descenso de la inflación principalmente explicado por la normalización de las condiciones de oferta en algunos alimentos a partir de mayo de 2006. En el Reporte de mayo ya se había previsto esta normalización de precios de alimentos, aunque de una manera más paulatina.

**Gráfico 69**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN A 12 MESES**



**Gráfico 70**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**

(Tasa de variación promedio últimos 4 trimestres)



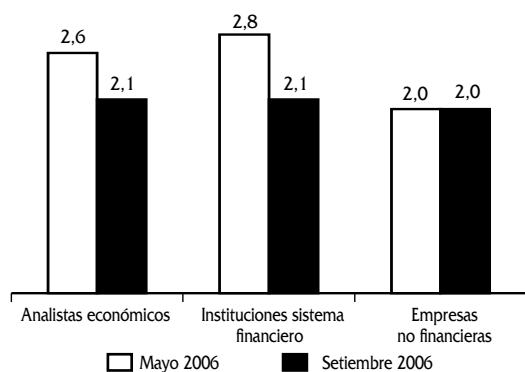
93. En este escenario se supone que el estímulo monetario se amenguará paulatinamente durante el horizonte de proyección para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. En la medida que el BCRP vaya acopiando nueva información sobre el estado de la economía, la posición de política monetaria se ajustará de manera consistente con la meta de inflación. Bajo este escenario central, la actividad económica mantiene un ritmo de crecimiento sostenido en un contexto de inflación reducida que converge gradualmente hacia el nivel meta.

94. El dinamismo previsto de la **actividad económica** para los años 2006 y 2007 impulsaría esta convergencia de la inflación hacia el nivel meta de 2,5 por ciento en el transcurso del año 2008. Este dinamismo recoge el crecimiento observado de la actividad económica en el primer semestre de este año (6,6 por ciento), los altos niveles de confianza de consumidores e inversionistas y los mejores términos de intercambio (24 por ciento). Por ello se ha revisado hacia arriba la proyección de crecimiento del PBI del año 2006 desde el rango de 5,0-5,5 por ciento de los Reportes anteriores a 6,5-7,0 por ciento en el presente informe. Se mantiene la tendencia a una tasa menor de crecimiento en el año 2007, originada en un menor impulso por la reducción de los términos de intercambio de nuestro comercio exterior en 5,3 por ciento, aunque también se ha elevado el rango de proyección de crecimiento de 5,0-5,5 por ciento a 5,5-6,0 por ciento.

95. Otro de los factores que influye en la predicción de la inflación es la evolución de la inflación importada. En este contexto se espera un alza moderada del precio internacional del petróleo. En relación al tipo de cambio, la proyección considera una moderación en el ritmo apreciatorio luego de la reversión observada después del período electoral. En este sentido, la inflación importada no implicaría presiones al alza en la inflación en 2007, a diferencia de la evolución registrada en los últimos años por efecto de los mayores precios internacionales de combustible.

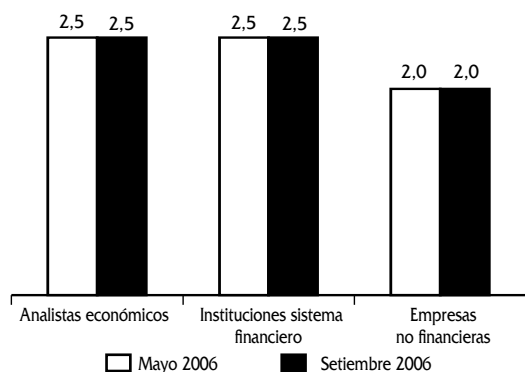


**Gráfico 71**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2006**



96. Un elemento adicional que influye sobre la proyección de la inflación está dado por las **expectativas** sobre la evolución futura de esta variable, en tanto que ellas determinan parcialmente el mecanismo de fijación de precios de la economía. Como se ha documentado a través de las encuestas realizadas a los agentes económicos por el BCRP, en los últimos años se ha reforzado la credibilidad de la política monetaria de manera tal que las expectativas de inflación se encuentran ancladas en la meta a lo largo del horizonte de proyección. En este sentido, la actitud previsor de la autoridad monetaria bajo el esquema de Metas Explícitas de Inflación coadyuva a mantener las expectativas alineadas con la meta de inflación.

**Gráfico 72**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2007**



## 8. BALANCE DE RIESGOS

97. El escenario de proyección presentado en este reporte se considera como el más probable para el horizonte 2006-2007. Sin embargo, los resultados de estas proyecciones son sensibles a la evolución de las variables exógenas consideradas, las que pueden diferir del escenario central planteado. El balance de riesgos muestra los diferentes escenarios alternativos que podrían desviar la proyección de inflación en un sentido u otro.

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

- **Choque de demanda: Exceso de gasto agregado.**

En el escenario base, la actividad económica tiene un nivel de crecimiento sostenido en un ritmo entre 5,5 y 6,0 por ciento durante el 2007 que -considerando los demás factores- está en línea con el mantenimiento de una inflación controlada. En el escenario contingente que se registre un mayor crecimiento de la demanda -en particular si no viene acompañada de un crecimiento de la inversión o de productividad en la economía- se podrían generar presiones al alza en la inflación.

La reacción del BCRP ante este evento se plasmaría en un retiro más rápido del estímulo monetario de manera tal que se puedan contener las presiones inflacionarias y mantener así las expectativas ancladas en la meta con tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo.

- **Choque de oferta: Fenómeno El Niño.** En el escenario base de proyección se asume la presencia de un fenómeno de magnitud débil. Si las condiciones empeoraran, se podría afectar el actual desarrollo de la actividad económica a través de la oferta de bienes y servicios causando presiones transitorias sobre los precios y pérdidas de ingresos.

Ante este evento, el BCRP sólo reaccionaría si se produce un alza generalizada de los precios que amenace en propagarse en el horizonte de proyección y afecten las expectativas de inflación.

- 
- **Choque externo: Desaceleración en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos de América y postergación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-Estados Unidos.** El escenario base contempla un suavizamiento en el dinamismo de la actividad económica de los Estados Unidos de América. Sin embargo, existen signos de enfriamiento del sector inmobiliario, por lo que no se puede descartar la posibilidad de que la desaceleración del consumo en los Estados Unidos de América provoque una desaceleración más acentuada en dicha economía.

Esta situación podría ahondar los desequilibrios externos de los Estados Unidos de América presionando sobre el dólar. La magnitud del déficit en cuenta corriente, que el FMI estima en 6,6 por ciento del PBI en 2006 y en 6,9 por ciento en 2007, y la posición deudora de los Estados Unidos de América plantean un riesgo para la estabilidad del dólar. En caso de una depreciación brusca de dicha moneda, podría darse una elevación de tasas de interés que afectaría el crecimiento de la economía norteamericana e impactaría sobre el crecimiento global.

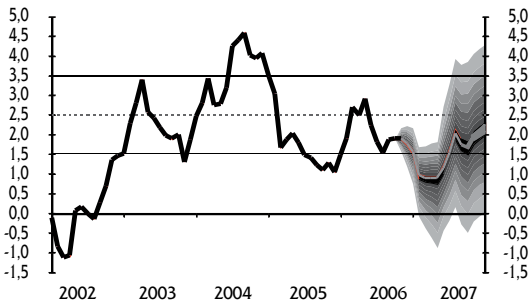
En tal contexto, se produciría una caída de la demanda internacional por productos primarios, ocasionando una reducción de los términos de intercambio del Perú. Asimismo, el incremento de tasas de interés en los Estados Unidos de América podría reflejarse en un aumento del riesgo país en las economías emergentes que presionaría a los mercados cambiarios.

Este escenario tendría dos efectos sobre la economía. Por un lado se generaría un menor impulso sobre la actividad económica, de otro lado, un panorama menos propicio de los términos de intercambio afectaría negativamente los fundamentos de la economía peruana y por ello tendería a depreciar el Nuevo Sol. Dependiendo de la magnitud y persistencia de ambos efectos sobre la inflación la política monetaria se ajustará para alcanzar la meta de inflación. Si este escenario induce una alta volatilidad al alza en el tipo de cambio, el BCRP podría intervenir en el mercado cambiario.

Si es que se posterga por un tiempo prolongado la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos de América sin extensión del acuerdo ATPDEA, las exportaciones a este país perderían dinamismo. Ello generaría un impacto negativo sobre la actividad económica, presionando hacia abajo la inflación. En tal caso el BCRP podría mantener por un lapso mayor una posición de estímulo monetario.

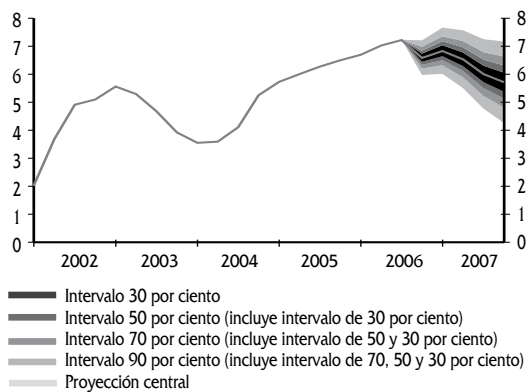
- **Choque financiero: Apreciación del Nuevo Sol.** Tal como se adelantó en el Reporte de Inflación de mayo, las

**Gráfico 73**  
**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN: 2006-2007**  
(Variación porcentual 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la 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 las demás franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

**Gráfico 74**  
**PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales anuales del PBI en cada trimestre)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción del crecimiento del PBI a lo largo del horizonte de proyección. La franja más oscura alrededor de la proyección central muestra el 30 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que las demás franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

perspectivas de que el Nuevo Sol incrementa su fortaleza luego del período electoral se han venido cumpliendo. Esta evolución responde al vínculo de tipo de cambio con sus fundamentos, así como a la estabilidad macroeconómica y a la mejora de los precios de exportaciones. Dados los factores determinantes del tipo de cambio real, subsiste el riesgo de que las presiones apreciatorias sean aún más fuertes que aquellas consideradas en el escenario base.

Frente a esta eventualidad, el BCRP podría mantener más tiempo una posición de estímulo monetario que se justificaría por el riesgo a la baja en la inflación proyectada derivada de una mayor apreciación del Nuevo Sol. Igualmente, podría intervenir en el mercado cambiario para atenuar una excesiva volatilidad del tipo de cambio a la baja.

99. La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto al escenario base da como resultado un balance neutral sobre la proyección de inflación, por lo que se puede afirmar que las probabilidades de fallar por arriba o por debajo de la proyección central son similares. Asimismo, se obtiene una proyección de densidad de inflación que indica una alta probabilidad, de alrededor del 80 por ciento, de que la inflación se ubique momentáneamente por debajo del rango permisible de la meta en la primera mitad de 2007.

100. Con relación al crecimiento del PBI, el gráfico de densidad de probabilidades de la proyección indica que el crecimiento del PBI para el 2007 será menor de lo que se espera para el presente año. A partir del gráfico, se puede concluir que la probabilidad de tener un crecimiento menor al 5,0 por ciento es de 20 por ciento.