

REPORTE DE INFLACIÓN:

Evolución y perspectivas

Agosto 2005

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

CONTENIDO

| | |
|--|----|
| PRÓLOGO | 5 |
| RESUMEN EJECUTIVO | 7 |
| I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA AL SEGUNDO TRIMESTRE | 9 |
| I.1 Inflación | 9 |
| I.2 Tipo de cambio | 17 |
| I.3 Demanda interna y PBI | 22 |
| I.4 Cuentas externas | 27 |
| I.5 Finanzas públicas | 30 |
| I.6 Tasas de interés y agregados monetarios | 33 |
| II. PROYECCIONES 2005 - 2006 | 42 |
| II.1 Contexto internacional y cuentas externas | 42 |
| II.2 Actividad económica | 57 |
| II.3 Finanzas públicas | 61 |
| II.4 Expectativas | 65 |
| II.5 Inflación | 66 |
| III. BALANCE DE RIESGOS | 69 |
| CONCLUSIÓN | 71 |
| ANEXO ESTADÍSTICO | 72 |

Este Reporte de Inflación se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2005 del producto bruto interno, la balanza de pagos y las operaciones del sector público no financiero, al mes de julio de las cuentas monetarias y al mes de agosto de la inflación y el tipo de cambio.

PRÓLOGO

- Desde el año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú se guía por un Esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación anual es 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Esta meta se mide con la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana a diciembre de cada año.
- La transparencia es uno de los elementos fundamentales del Esquema de Metas Explícitas de Inflación, por lo que el Banco y los agentes económicos comparten la información relevante usada en la formulación de la política monetaria. Dentro de esta línea, el Banco publica un Reporte de Inflación tres veces al año, en los meses de enero, mayo y agosto. En este documento se rinde cuentas al público sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria y de las funciones establecidas por su ley orgánica relativas a la regulación del mercado monetario, y a la información sobre las finanzas nacionales.
- Este último Reporte del año contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en los primeros ocho meses de 2005 y las proyecciones macroeconómicas para los años 2005 y 2006.
- Desde el año 2001, el BCRP publica el calendario de las sesiones de Directorio que corresponden al primer jueves de cada mes, fecha en que se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria. Este calendario de reuniones se publica a inicios de cada año junto con la Nota de Prensa del Programa Monetario de enero.
- La decisión sobre la posición de política monetaria del Directorio del Banco Central anuncia una tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP están dirigidas a mantener esta tasa de interés de corto plazo en el nivel de referencia anunciado, afectándose de esta manera al conjunto de variables económicas que determinan la tasa de inflación.
- El cronograma de las siguientes sesiones en las que el Directorio aprobará el Programa Monetario de cada mes es el siguiente:
6 de octubre 3 de noviembre 1 de diciembre

El BCRP difundirá su siguiente Reporte de Inflación el 3 de febrero de 2006.

RESUMEN EJECUTIVO

- En este tercer Reporte de Inflación del año se analiza la ejecución de la política monetaria durante los primeros ocho meses de 2005 y las proyecciones macroeconómicas para los años 2005 y 2006. Estas proyecciones indican que la inflación se mantendrá dentro del rango meta para este periodo y que la actividad económica seguirá creciendo de modo sostenido.
- De enero a agosto de 2005, la inflación acumulada fue de 1,0 por ciento, en tanto que la inflación acumulada en los últimos doce meses fue de 1,2 por ciento. La tendencia a la baja de la inflación en el presente año responde principalmente a la reversión paulatina de los choques externos e internos ocurridos durante el 2004 (mayor inflación importada y menor producción agrícola) los que ubicaron transitoriamente la tasa de inflación en el límite superior de la meta (3,5 por ciento) en dicho año; y a la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol registrada especialmente desde el segundo semestre de 2004.
- En este contexto de baja inflación, el Banco Central ha mantenido estable su posición de política monetaria en una tasa de interés interbancaria de 3,0 por ciento, desde octubre del año pasado.
- Para los siguientes meses se espera que la tasa de inflación medida en los últimos doce meses esté cerca al 1,5 por ciento, límite inferior del rango meta, y cierre el año 2005 en 1,8 por ciento. El próximo año, la tasa de inflación últimos doce meses convergería hacia 2,5 por ciento, lo cual asume una reversión de la trayectoria apreciatoria del Nuevo Sol y un crecimiento económico cercano al 5 por ciento.
- La tasa de crecimiento de la economía continuó acelerándose al pasar de 4,8 por ciento en el 2004 a 5,9 por ciento en el primer semestre del año. Hay un mayor dinamismo de las exportaciones, tanto en precios como en volumen, superior a los previstos en el último Reporte, sólido crecimiento del sector manufacturero no primario y un positivo clima de confianza de consumidores y empresarios. Por ello se ha revisado hacia arriba, por segunda vez en el año, la tasa de crecimiento del PBI real de 5,0 a 5,5 por ciento para el 2005. Para el próximo año, se mantiene la proyección de una tasa de crecimiento anual de 5,0 por ciento.
- El entorno internacional sigue siendo favorable, con términos de intercambio aumentando 4,3 por ciento en el primer semestre, luego del incremento de 9 por ciento en el 2004. Los mayores precios del oro, cobre, zinc y molibdeno, que son nuestros principales productos de exportación, más que compensaron el impacto negativo del aumento de los precios internacionales de combustible.

- En adelante se espera una reversión parcial de esta mejora de los términos de intercambio (aunque seguirían siendo superiores a los registrados antes de 2004), si la economía mundial modera su crecimiento -3,5 por ciento en promedio para nuestros socios comerciales- asociado a ajustes graduales de la tasa de interés en los Estados Unidos de NA.
- El escenario macroeconómico de los años 2005 y 2006 considera un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI, favorecido por ingresos asociados a altos precios de exportación, y por una posición sólida de balanza de pagos, sin presión de financiamiento en ambos casos. Este entorno macroeconómico supone que los mercados financieros continuarán operando sin turbulencia. En la perspectiva de una eventual volatilidad en los mercados financieros provocada por los numerosos procesos de renovación política electoral en la región y en el país, el Banco Central ha acumulado en forma preventiva un nivel elevado de reservas internacionales.

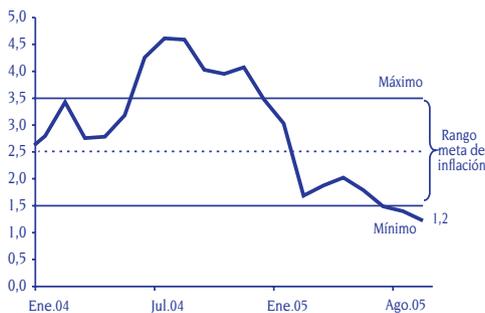
I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA AL SEGUNDO TRIMESTRE

I.1 Inflación

En el período enero – agosto de 2005 la tasa de inflación últimos 12 meses ha continuado reduciéndose pasando de 3,48 por ciento en diciembre de 2004 a 1,2 por ciento a agosto de 2005. La menor inflación registrada está asociada tanto a la reversión de los choques de oferta: reducción de las cotizaciones internacionales de insumos y la recuperación de la oferta de productos agrícolas, cuanto a la fortaleza de la moneda nacional.

1. La tasa de inflación medida por el incremento del Índice de Precios al Consumidor en los últimos 12 meses se ubica ligeramente por debajo del rango inferior de la meta anual (de 1,5 a 3,5 por ciento), pasando de 3,5 por ciento a finales de 2004 a 1,2 por ciento al mes de agosto.
2. La meta anual de inflación se ha cumplido en los tres años de implementación del esquema de Metas Explícitas de Inflación

Gráfico 1
INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN:
ENERO 2004 - AGOSTO 2005
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Cuadro 1

INFLACIÓN 2004-2005
(Variación porcentual acumulada)

| | Ponderación | 2004 | | 2005 | Var% Prom. Anual Ene-02-Ago 05 ^{1/} |
|------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---|
| | | Ene-Ago | Ene-Dic | Ene-Ago | |
| I. INFLACIÓN SUBYACENTE | 68,3 | 2,25 | 2,63 | 0,40 | 1,49 |
| Bienes | 41,8 | 2,81 | 3,19 | -0,04 | 1,41 |
| Alimentos y bebidas | 20,7 | 6,03 | 6,82 | -0,59 | 2,20 |
| Textiles y calzado | 7,6 | 0,85 | 1,36 | 1,15 | 1,22 |
| Aparatos electrodomésticos | 1,0 | -2,49 | -2,83 | -1,74 | -0,86 |
| Resto de productos industriales | 12,5 | -0,94 | -1,24 | 0,36 | 0,37 |
| Servicios | 26,6 | 1,38 | 1,75 | 1,09 | 1,62 |
| Comidas fuera del hogar | 12,0 | 1,43 | 1,78 | 0,73 | 1,37 |
| Educación | 5,1 | 3,43 | 4,63 | 2,17 | 3,41 |
| Salud | 1,3 | -0,04 | 1,18 | 2,28 | 2,44 |
| Alquileres | 2,3 | -0,26 | -1,57 | -0,30 | 0,03 |
| Resto de servicios | 5,9 | 0,40 | 0,48 | 1,10 | 0,94 |
| II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE | 31,7 | 5,14 | 5,20 | 2,08 | 3,98 |
| Alimentos | 14,8 | 7,27 | 1,85 | 4,93 | 2,59 |
| Combustibles | 3,9 | 11,25 | 17,77 | 2,09 | 11,98 |
| Transportes | 8,4 | -0,02 | 3,49 | 0,16 | 3,92 |
| Servicios públicos | 4,6 | 2,02 | 6,19 | -3,17 | 0,75 |
| III. INFLACIÓN | 100,0 | 3,20 | 3,48 | 0,95 | 2,30 |

1/ Previo al esquema de metas explícitas de inflación, un período de extensión e inflación similar, con una tasa de inflación menor al 2,3 por ciento no se ha visto desde 1936.

Gráfico 2
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ANUAL
(Puntos porcentuales)

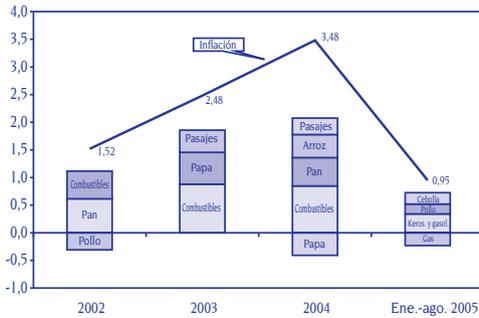


Gráfico 3
INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE:
AGOSTO 2002 - AGOSTO 2005
(Variación porcentual últimos 12 meses)

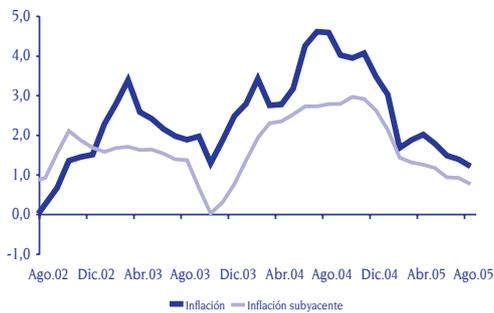
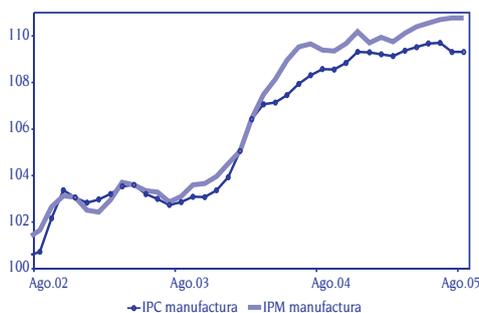


Gráfico 4
IPC MANUFACTURA E IPM MANUFACTURA
(Índices diciembre 2001 = 100)



(2002-2004) y la inflación promedio anual desde el inicio del esquema (enero de 2002) y agosto de 2005 se ubica en 2,3 por ciento. Las fluctuaciones de la inflación de los últimos años provienen de choques de oferta, principalmente en combustibles y alimentos (gráfico 2), lo que ha generado que, en algunos meses, la tasa de inflación últimos 12 meses se haya ubicado por encima o por debajo del rango meta.

Inflación subyacente

3. Para aislar el efecto transitorio de los choques de oferta sobre la inflación se utiliza un indicador de tendencia de crecimiento de los precios denominado inflación subyacente. A agosto, la tasa de inflación subyacente últimos 12 meses se ubica en 0,8 por ciento. La menor inflación subyacente estaría asociada a reducción de costos (menor tipo de cambio, mayor uso del gas natural en sustitución de otros combustibles, entre otros), menores expectativas de inflación, ganancias de productividad y menores márgenes de utilidad y de comercialización por mayores escalas de actividad y mayor competencia. Los factores anteriormente mencionados han atenuado el efecto del mayor precio del petróleo en el mercado internacional en un contexto de recuperación de la actividad económica.
 - a. El tipo de cambio se ha apreciado 4,1 por ciento entre agosto de 2004 y agosto de 2005 por efecto de las condiciones favorables de nuestras cuentas externas y la desdolarización financiera. Esta tendencia cambiaria ha presionado a la baja de precios de productos importados y de los que sustituyen importaciones y reducido los costos de importación de insumos y bienes de capital.
 - b. Los precios de los bienes industriales estuvieron influenciados por la mayor productividad y competencia; esto último se refleja en parte en el menor crecimiento de los precios al consumidor de los bienes industriales respecto a los precios de los mayoristas. Así, en el período enero-agosto el IPC de bienes manufacturados se mantuvo constante, en tanto el índice de precios al por mayor de manufactura aumentó 1,0 por ciento.
4. Dentro del IPC subyacente, los **alimentos y bebidas** disminuyeron 0,6 por ciento en promedio. Al interior de este grupo destacó la caída de precios de arroz (5,1 por ciento), aceites (5,2 por ciento) y fideos (2,6 por ciento).
 - a. **Arroz:** El precio del arroz acumuló una disminución de 5,1 por ciento en el periodo enero-agosto de 2005 debido a una mayor producción de arroz pilado, que registró un incremento de 35 por ciento durante el periodo enero-julio 2005, respecto a similar periodo de 2004. La mayor disponibilidad de agua en los valles de la costa norte del país, permitió aumentar el área sembrada de arroz en 24 por ciento en la presente campaña con respecto a la campaña anterior.

- b. **Aceites:** El precio de aceites disminuyó 5,2 por ciento entre enero y agosto de 2005. Este resultado se debe a que la cotización del aceite de soya se ha mantenido en lo que va del año, por debajo del promedio de igual período de 2004 (US\$ 503 por TM Versus US\$ 678 por TM en el 2004). Otro factor que ha contribuido a la disminución de los precios internos es la fuerte competencia que enfrenta la industria de aceites en el país.
- c. **Fideos:** Entre enero y agosto de 2005, el precio de fideos registró una caída de 2,6 por ciento reflejando no sólo la fuerte competencia del sector, sino la disminución del precio internacional del trigo, principal insumo para su elaboración. La cotización del trigo registró un promedio de US\$ 125 por TM durante el período, versus US\$ 139 por TM en el 2004.

Inflación no subyacente

- 5. La inflación no subyacente recoge la evolución de los precios con mayor sensibilidad a los choques de oferta. En el período enero-agosto de 2005, la tasa de inflación no subyacente fue 2,1 por ciento debido a la evolución de los alimentos (4,9 por ciento).

Alimentos

- 6. Al interior de los alimentos clasificados como no subyacentes, destacó el incremento en los precios de pollo (5,4 por ciento), papaya (40,1 por ciento), cebolla (35,2 por ciento) y huevos (8,7 por ciento), lo que fue parcialmente compensado por la disminución en los precios de cítricos (23,1 por ciento).
 - a. **Pollo:** El resultado refleja principalmente las alzas en los meses de enero y marzo (6,2 y 5,7 por ciento, respectivamente) atribuible tanto a la menor disponibilidad de productos sustitutos (huelga ganadera en enero y menor pesca de jurel en marzo) como a una mayor presión de demanda. En los meses de enero a agosto, las ventas de pollo de la Asociación Peruana de Avicultura, presentaron un aumento de 9 por ciento con respecto al mismo período del año anterior. Asimismo, las colocaciones de pollos bebé, principal indicador del nivel de oferta, registraron un incremento similar.
 - b. **Papaya:** Las mayores alzas se registraron en los meses de junio (25,8 por ciento) y julio (34,3 por ciento) como resultado de los problemas en el abastecimiento originados por el paro de los agricultores y coccaleros en las zonas productoras de Huánuco y San Martín. Según información disponible del Ministerio de Agricultura, la producción de papaya disminuyó 9 por ciento en el período enero-julio, comparado con el mismo período del año anterior.

Combustibles

- 7. Los precios internos de las gasolinas, kerosene y gas licuado, combustibles relevantes para el cálculo del IPC, aumentaron

en promedio 2,1 por ciento en el período enero–agosto de 2005. El aumento en los precios de la gasolina y kerosene (6,6 y 12,2 por ciento, respectivamente) fue revertido por la disminución del precio del gas (14,1 por ciento). Esta reducción se produjo por efecto de la eliminación del ISC y del arancel decretado en julio pasado.

Durante el año 2004 la cotización del petróleo crudo West Texas Intermediate (WTI) aumentó 27 por ciento lo que se reflejó en un alza de 21 por ciento en el promedio de los precios de paridad internacional, destacándose el mayor aumento en el kerosene y diesel. Para el período enero–agosto de este año, el aumento del petróleo crudo fue de 50 por ciento y el promedio de paridad aumentó 36 por ciento.

Cuadro 2

PRECIO INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y DERIVADOS

| | 31 Dic. 2003 | 31 Dic. 2004 | 22 Ago. 2005 | Variaciones | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------|
| | | | | 2004 | Ene-Ago.2005 |
| PETRÓLEO CRUDO | | | | | |
| WTI \$/ Barril | 112,1 | 142,1 | 211,4 | 27% | 49% |
| TC (S/. US\$) | 3,47 | 3,28 | 3,25 | -6% | -1% |
| WTI US\$ Barril | 32,3 | 43,3 | 65,0 | 34% | 50% |
| PARIDAD INTERNACIONAL¹ (S/. por galón) | | | | | |
| Gasolina 84 | 3,9 | 4,5 | 6,5 | 15% | 44% |
| Gasolina 90 | 4,1 | 4,6 | 6,7 | 12% | 46% |
| Gasolina 95 | 4,3 | 4,7 | 7,0 | 10% | 48% |
| Gasolina 97 | 4,4 | 4,8 | 7,1 | 9% | 48% |
| Kerosene | 4,1 | 5,2 | 7,2 | 29% | 38% |
| Diesel 2 | 4,0 | 5,1 | 7,0 | 30% | 37% |
| Residual 6 | 2,7 | 2,9 | 4,0 | 6% | 39% |
| Residual 500 | 2,7 | 2,7 | 3,8 | 2% | 40% |
| Gas Licuado | 3,4 | 3,8 | 4,1 | 11% | 8% |
| Promedio | 3,7 | 4,4 | 6,0 | 21% | 36% |

1/ Elaborado por OSINERG.

Los precios de venta final de los combustibles tuvieron en el año 2004 un aumento promedio menor que el precio interno neto (17 versus 33 por ciento) debido a la reducción del elevado peso de los impuestos en la estructura del precio final, que pasó de 44 a 33 por ciento de diciembre 2003 a diciembre 2004, por la decisión del gobierno de bajar el ISC a los mismos. Para el presente año, los precios de los combustibles aumentaron 11 por ciento debido al aumento de los residuales, el diesel y el kerosene, parcialmente contrarrestados por la reducción del precio del gas licuado en 14 por ciento. En julio se eliminó el arancel y el ISC al gas y en agosto, se redujo el ISC al diesel y a las gasolinas de 90, 95 y 97 octanos. De no haberse dado estas medidas la inflación hubiese sido 0,2 puntos porcentuales mayor.

Cuadro 3

PRECIO INTERNO NETO
 (Sin impuestos) (S/. por galón) 1/

| | 31 Dic. 2003 | 31 Dic. 2004 | 22 Ago. 2005 | Variaciones | |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------|
| | | | | 2004 | Ene-Ago.2005 |
| Gasolina 84 | 3,8 | 4,9 | 5,5 | 29% | 13% |
| Gasolina 90 | 3,9 | 5,0 | 6,0 | 28% | 18% |
| Gasolina 95 | 4,1 | 5,6 | 6,4 | 37% | 14% |
| Gasolina 97 | 4,2 | 5,7 | 6,6 | 36% | 16% |
| Kerosene | 3,9 | 5,2 | 6,5 | 33% | 25% |
| Diesel 2 | 3,9 | 5,7 | 6,7 | 44% | 18% |
| Residual 6 | 2,7 | 3,0 | 3,9 | 14% | 27% |
| Residual 500 | 2,6 | 2,8 | 3,6 | 7% | 31% |
| Gas Licuado | 3,3 | 4,0 | 3,6 | 21% | -8% |
| PROMEDIO | 3,6 | 4,8 | 5,6 | 33% | 16% |
| Adelanto (Rezago) % 2/ | (2,1%) | 6,8% | (3,0%) | | |

1/ Precio promedio de las refinерías.

2/ Incluye las compensaciones y aportes del Fondo de Estabilización de Precios.

Cuadro 4

PRECIOS FINALES
 (Incluido los impuestos) (S/. por galón) 1/

| | 31 Dic. 2003 | 31 Dic. 2004 | 22 Ago. 2005 | Variaciones | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|
| | | | | 2004 | Ene-Ago.2005 |
| Gasolina 84 | 8,3 | 9,7 | 10,5 | 16,8% | 8,2% |
| Gasolina 90 | 9,5 | 10,9 | 12,0 | 15,0% | 9,7% |
| Gasolina 95 | 10,1 | 12,0 | 12,9 | 19,4% | 7,3% |
| Gasolina 97 | 10,6 | 12,5 | 13,4 | 18,1% | 7,4% |
| Kerosene | 7,2 | 8,7 | 10,2 | 20,2% | 17,7% |
| Diesel 2 | 7,4 | 8,8 | 9,9 | 18,6% | 12,6% |
| Residual 6 | 3,2 | 3,6 | 4,6 | 14,2% | 27,3% |
| Residual 500 | 3,1 | 3,3 | 4,3 | 7,3% | 30,8% |
| Gas Licuado | 4,6 | 5,1 | 4,3 | 10,7% | -14,3% |
| PROMEDIO | 6,4 | 7,5 | 8,3 | 16,7% | 11,2% |
| Promedio sin diesel y residuales 2/ | 7,0 | 8,1 | 8,5 | 15,6% | 4,6% |

1/ No considera el margen del grifero.

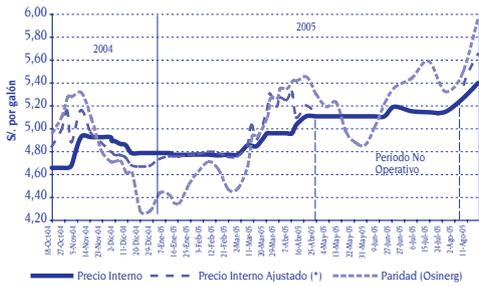
2/ Concepto relevante para la medición del IPC.

RECUADRO 1

**FONDO DE ESTABILIZACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS
COMBUSTIBLES**

Ante el incremento del precio internacional del petróleo, el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles reinició sus operaciones el 10 de agosto del presente, después de haber estado paralizado desde el 2 mayo último por agotamiento de recursos del Fondo. El monto asignado al Fondo de S/. 80 millones se amplió a S/. 120 millones reiniciando sus operaciones con S/. 59 millones de recursos disponibles y S/. 61 millones comprometidos.

PRECIOS INTERNOS Y DE PARIDAD INTERNACIONAL
(Promedio ponderado)



Como se observa en el gráfico, el esquema de estabilización ha permitido atenuar parcialmente el aumento de los precios internos en un contexto volátil y alcista de los precios internacionales de los combustibles. Esta atenuación transitoria de los precios internos (sin impuestos) se observa en el Precio Interno Ajustado del siguiente gráfico, que expresa el precio promedio interno de las refinерías más las compensaciones netas entregadas por el Fondo. En este caso, el rezago asumido por las refinерías es igual a la diferencia de precios de paridad y precios internos ajustados que al 22 de agosto ha sido de 3 por ciento.

Cuadro 5

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES: ENERO 2004-AGOSTO 2005
(Variación porcentual mensual)

| | 2004 | | | | | | 2005 | | | | | | | | |
|-----------------|-----------|------|------|------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-----------|
| | Ene.-Ago. | Set. | Oct. | Nov. | Dic. | Ene.-Dic. | Ene. | Feb. | Mar. | Abr. | May. | Jun. | Jul. | Ago. | Ene.-Ago. |
| Combustibles | 11,2 | 0,7 | 2,6 | 2,8 | -0,3 | 17,8 | -0,9 | -0,6 | 0,8 | 1,2 | 0,2 | 0,8 | -1,9 | 2,6 | 2,1 |
| Gasolina | 9,6 | 0,9 | 3,3 | 3,3 | -0,2 | 17,7 | -0,3 | -0,6 | 0,6 | 1,4 | 0,3 | 1,1 | 1,4 | 2,4 | 6,6 |
| Gas | 14,0 | -0,4 | 1,7 | 0,9 | -1,1 | 15,3 | -2,6 | -1,8 | 1,1 | 0,6 | -0,2 | 0,1 | -10,2 | -1,6 | -14,1 |
| Kerosene | 10,5 | 1,4 | 2,7 | 4,2 | 0,2 | 20,3 | 0,0 | 0,5 | 0,7 | 1,4 | 0,2 | 1,1 | 1,6 | 6,2 | 12,2 |
| Cotización WTI | | | | | | | | | | | | | | | |
| US\$ por barril | 38,4 | 45,9 | 53,2 | 48,5 | 43,3 | 41,5 | 47,1 | 48,1 | 54,3 | 53,0 | 49,9 | 56,4 | 58,7 | 64,8 | 54,0 |
| Var % | 40,0 | 2,3 | 15,9 | -8,9 | -10,8 | 34,9 | 9,0 | 2,0 | 12,9 | -2,4 | -5,8 | 13,0 | 4,1 | 10,4 | 49,8 |

Fuente: INEI, Bloomberg.

El aumento de precios internos de combustibles también afectó de manera indirecta a la inflación vía presión de costos, aunque parte del mismo viene siendo absorbido por los márgenes y por la reducción de otros costos. En el pasaje urbano, se registró un incremento de 0,3 por ciento en el período enero-agosto 2005 mientras que el precio del diesel 2, combustible de mayor uso en este sector, aumentó 10 por ciento.

RECUADRO 2

EL MERCADO DEL GAS EN EL PERÚ

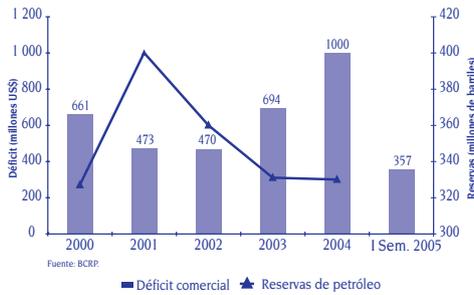
COTIZACIÓN PROMEDIO DEL PETRÓLEO WTI
(US\$ por barril)



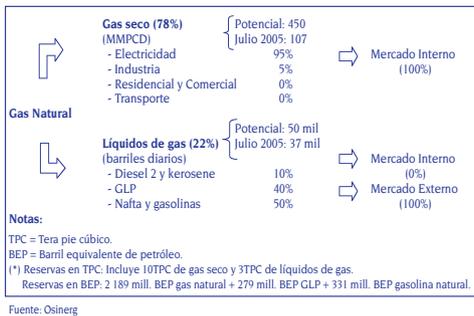
La dependencia del consumo de petróleo aumenta la vulnerabilidad de nuestra economía ante los choques externos. En un contexto en el que el precio internacional del petróleo es cada vez más volátil y nuestras reservas de petróleo son menores, cobra mayor importancia cambiar la matriz energética hacia un uso más extensivo del gas. Así, entre diciembre 2001 y julio 2005, la cotización internacional del petróleo aumentó 200 por ciento y nuestras reservas de petróleo cayeron 18 por ciento.

Desde el inicio de sus operaciones en agosto de 2004, Camisea ha contribuido a mejorar nuestra balanza comercial con 37 mil barriles diarios de gas líquido adicionales para exportación. En el mercado

DÉFICIT DE HIDROCARBUROS Y RESERVAS DE PETRÓLEO 2000 - I SEMESTRE 2005



CAMISEA: ESQUEMA DE PRODUCCIÓN Y VENTAS DE GAS NATURAL (Reservas: 13 TPC = 2 800 millones BEP)*



interno, el 95 por ciento de la producción de gas seco se dirige al sector eléctrico (ETEVENSA). Con las condiciones actuales (nivel de reservas, tecnología utilizada, etc.), Camisea tiene un potencial de producción de 450 MMPCD de gas natural seco y 50 mil barriles diarios de gas líquido; y se encuentra operando al 25 y al 75 por ciento de su capacidad en dichos combustibles, respectivamente.

El mercado para el gas natural en el país está dividido en 4 segmentos:

- Sector eléctrico:** Es el principal destino para el gas natural y actualmente constituye el 95 por ciento de la demanda. El gas natural es más eficiente y competitivo para la generación térmica de electricidad que otros combustibles. El impacto en la economía se observa en las menores tarifas eléctricas.
- Sector industrial:** Este segmento de la demanda está compuesto principalmente por aquellas industrias que usan intensivamente energía como las que utilizan hornos (cementeras, siderúrgicas, cerámicas, etc.), las que necesitan calderos de generación de vapor (pesqueras, papeleras, textiles, etc.), entre otras. El impacto en la economía se refleja principalmente en una mayor competitividad de la industria nacional.
- Sector transporte:** La demanda por gas natural vehicular será una de las más dinámicas una vez que operen estaciones de servicio –gasocentros- y se otorguen facilidades para la conversión de vehículos. El desarrollo del sector transporte traería un cambio sustancial en el parque automotor con la consecuente disminución de las emisiones que afectan el medio ambiente.
- Sector residencial:** El desarrollo de este sector estaría condicionado a la reducción de los costos de instalación que actualmente enfrenta el consumidor. Para las familias el uso del gas representaría una mejora en sus economías.

En contrato celebrado en mayo de 2002, entre el Estado peruano y la empresa GNLC (hoy denominada Calidda) para la Distribución de Gas Natural en Lima y Callao, se estableció que Calidda deberá estar en condiciones de prestar el servicio de distribución según un cronograma: 10 mil consumidores potenciales a los 2 años, 30 mil consumidores potenciales a los 4 años y 70 mil consumidores potenciales a los 6 años de iniciada sus operaciones comerciales.

Actualmente se ha formado una comisión multisectorial especial con la finalidad de elaborar los mecanismos adecuados para impulsar el desarrollo del mercado del gas. El uso más extensivo del gas en el Perú aumentará la productividad de las empresas, favoreciendo una mayor tasa de crecimiento sostenido de la economía.

Servicios públicos

8. Las tarifas de **servicios públicos** disminuyeron 3,2 por ciento en el período enero–agosto de 2005, lo que obedece a la caída de las tarifas eléctricas (3,8 por ciento) y telefónicas (5,4 por ciento). La caída de las tarifas eléctricas se sustentó en la expansión de la oferta proyectada hasta el 2007 que incluye la reconversión a ciclo combinado de la Central Ventanilla, operación a gas natural de la Central Santa Rosa y el ingreso de la Central Egechilca. La disminución de las tarifas telefónicas se debió a la aplicación del factor de productividad trimestral determinado por Osiptel.

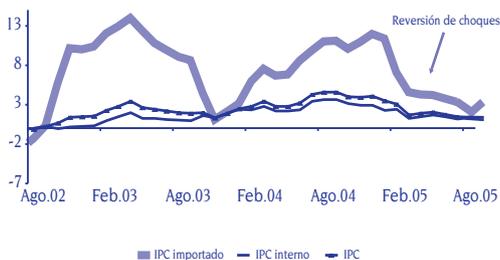
Cuadro 6

**TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS:
ENERO 2004-AGOSTO 2005**
(Variación porcentual mensual)

| | 2004 | | | | | | 2005 | | | | | | | | |
|--------------------|----------|------|------|------|------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| | Ene-Ago. | Set. | Oct. | Nov. | Dic. | Ene-Dic. | Ene. | Feb. | Mar. | Abr. | May. | Jun. | Jul. | Ago. | Ene-Ago. |
| Servicios públicos | 2,0 | 0,6 | 0,1 | 3,7 | -0,3 | 6,2 | -1,1 | -0,2 | -0,5 | 0,0 | -1,9 | 0,5 | 0,2 | -0,2 | -3,2 |
| Electricidad | 2,6 | 1,3 | 0,1 | 7,4 | 0,3 | 12,0 | -2,1 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | -3,7 | 2,3 | 0,2 | -0,2 | -3,8 |
| Teléfonos | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -2,0 | -2,0 | 0,0 | -0,2 | -2,1 | 0,0 | 0,0 | -2,6 | 0,0 | -0,6 | -5,4 |
| Agua | 3,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 3,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Fuente: INEI.

Gráfico 5
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y
COMPONENTE IMPORTADO: AGOSTO 2002 - AGOSTO 2005
(Variación porcentual últimos 12 meses)



9. La **inflación importada**, que comprende los bienes del Índice de Precios al Consumidor que se encuentran afectados, en forma directa o indirecta, por las cotizaciones internacionales (pan, fideos, aceites, combustibles) y/o el tipo de cambio, acumuló un incremento de 0,40 por ciento en el período enero-agosto de 2005 (frente al incremento de 9,0 por ciento en el mismo período de 2004), lo que obedece principalmente a la normalización en la evolución de los precios de alimentos y a las políticas adoptadas para atenuar el efecto de los precios internacionales del petróleo en los combustibles.

Cuadro 7

INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2004 - 2005
(Variación porcentual acumulada)

| | Ponderación | 2004 | | 2005 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | Ene-Ago | Ene-Dic | Ene-Ago |
| II. IPC IMPORTADO | 12,1 | 9,03 | 11,33 | 0,41 |
| Alimentos | 5,4 | 11,22 | 10,90 | -1,07 |
| Combustibles | 3,9 | 11,25 | 17,77 | 2,09 |
| Aparatos electrodomésticos | 1,0 | -2,49 | -2,83 | -1,74 |
| Otros | 1,8 | 2,30 | 3,23 | 1,51 |
| II. IPC INTERNO | 87,9 | 2,31 | 2,28 | 1,04 |
| III. IPC | 100,0 | 3,20 | 3,48 | 0,95 |
| Tipo de cambio | | -2,18 | -5,48 | -0,73 |

Gráfico 6
INFLACIÓN NACIONAL: ENERO - JULIO 2005
(Variación porcentual acumulada)

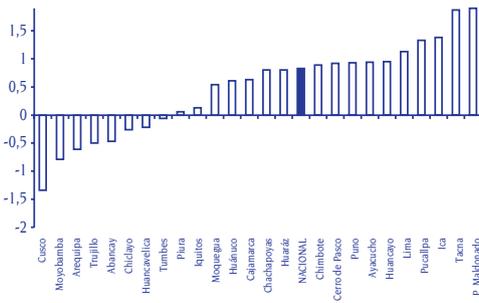
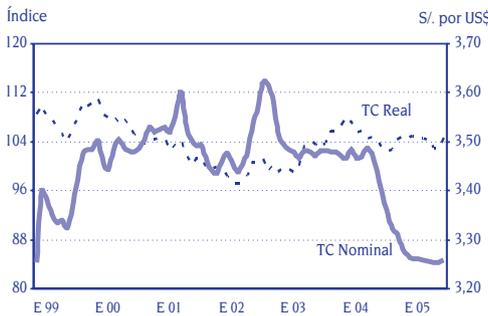


Gráfico 7
TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL
Enero 1999 - Agosto 2005



Inflación nacional

10. El índice nacional de precios acumulado entre enero y julio de 2005 fue de 0,83 por ciento, inferior al de Lima (1,13 por ciento). En 15 ciudades se registró un incremento del IPC menor que el promedio nacional, mientras que en las restantes 10 ciudades el registro inflacionario fue mayor que el promedio nacional. Nótese que el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades desde enero de 2003.

1.2 Tipo de cambio

La apreciación del Nuevo Sol ha contribuido a la reducción de la tasa de inflación

11. El tipo de cambio **nominal** promedio bajó de S/. 3,28 en diciembre de 2004 a S/. 3,26 por dólar en agosto de este año, implicando una apreciación de 0,7 por ciento respecto al dólar norteamericano y de 1,9 por ciento respecto al promedio de las monedas de nuestros principales socios comerciales. En el año 2004, el nuevo sol se apreció en 5,5 por ciento respecto al dólar; y en 1,5 por ciento respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales.

Cabe mencionar que en los últimos días de agosto se observó una ligera depreciación del sol asociada a demandas puntuales por parte de la banca e inversionistas institucionales que condujo al tipo de cambio a niveles de S/. 3,29 por dólar al cierre del mes.

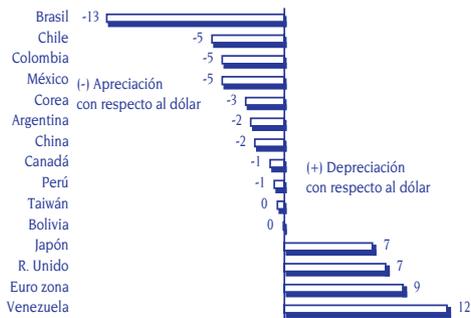
Cuadro 8

VARIACION NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL RESPECTO A MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES AL MES DE AGOSTO 2005

| | Nominal | | Real | |
|------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | Respecto a: | | Respecto a: | |
| | ago. 2004 | dic. 2004 | ago. 2004 | dic. 2004 |
| EUA | -4,1% | -0,7% | -2,2% | 1,1% |
| Euro zona | -3,1% | -8,7% | -2,3% | -8,1% |
| Japón | -4,3% | -6,8% | -5,6% | -7,9% |
| Brasil | 21,8% | 14,1% | 27,1% | 16,7% |
| R. Unido | -5,4% | -7,6% | -4,0% | -7,3% |
| Chile | 11,8% | 4,8% | 13,7% | 6,6% |
| China | -2,0% | 1,4% | -0,8% | 3,7% |
| Colombia | 8,1% | 4,0% | 12,2% | 7,4% |
| México | 2,2% | 4,0% | 5,2% | 4,7% |
| Argentina | -0,3% | 1,8% | 8,4% | 8,8% |
| Korea | 8,8% | 2,2% | 9,7% | 3,7% |
| Taiwan | 1,8% | -0,2% | 2,5% | 1,1% |
| Venezuela | -14,3% | -11,3% | -2,5% | -3,2% |
| Canada | 4,5% | 0,3% | 5,7% | 1,1% |
| Bolivia | -5,1% | -0,7% | -1,2% | 1,7% |
| Canasta * | -0,4% | -1,9% | 1,6% | -0,4% |

* Peso con respecto al comercio del año 1994.

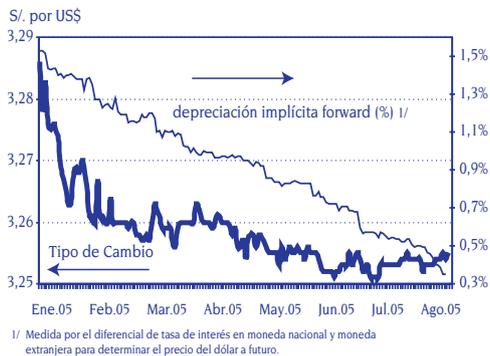
Gráfico 8
VARIACIÓN % DE COTIZACIONES DE MONEDAS
DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR
 (Ago.05/Dic.04)



En **términos reales**, el nuevo sol se ha depreciado 1,1 por ciento con respecto al dólar norteamericano en lo que va del año, explicado por el diferencial de inflaciones (2,8 por ciento estimado para Estados Unidos de NA versus 0,9 por ciento). Con respecto a la canasta de monedas de nuestros principales socios comerciales, el Nuevo Sol se ha apreciado 0,4 por ciento.

La evolución del tipo de cambio real estuvo influida por la apreciación del dólar en los mercados internacionales, (luego de haberse depreciado durante los últimos años) debido a las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de NA y al mayor diferencial de tasas de interés a favor del dólar. Esta evolución del dólar se acentuó en junio luego de los resultados de los referéndum en los países de la Eurozona. Asimismo, la revaluación del yuan, decretada en julio por el Banco Central de China, habría reducido parcialmente las presiones depreciatorias del dólar respecto a las monedas fuertes. En América Latina, el dólar se ha depreciado (con excepción del bolívar de Venezuela), en un contexto de indicadores macroeconómicos favorables y menor riesgo país de estas economías.

Gráfico 9
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO
Y DEPRECIACIÓN IMPLÍCITA FORWARD (3 MESES)
 Enero - Agosto 2005

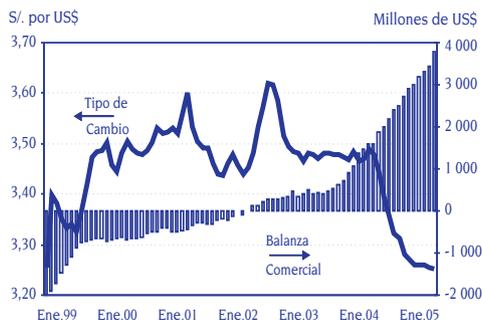


Sin embargo, desde agosto, el dólar ha retomado su evolución depreciatoria por el mantenimiento de los desequilibrios externos y por la difusión de indicadores macroeconómicos positivos en la Eurozona y el Japón.

12. La apreciación del nuevo sol en lo que va del año continuó respondiendo a los siguientes factores: cuentas externas favorables, desdolarización financiera y mayor reducción del riesgo país.

Por su parte, la reducción del diferencial de tasas de interés entre soles y dólares –por la estabilidad de la primera y el alza de la segunda– habría atenuado las presiones apreciatorias. En línea con este menor diferencial de tasas de interés, las expectativas de depreciación implícitas de las operaciones forward a tres meses se redujeron de 1,5 a 0,2 por ciento entre enero y agosto.

Gráfico 10
TIPO DE CAMBIO y BALANZA COMERCIAL
 Enero 1999 - Junio 2005



- a. **Fortalecimiento de las cuentas externas.** El superávit de la balanza comercial mantuvo su tendencia creciente superando en junio los US\$ 3 800 millones en términos anuales. Como resultado, la cuenta corriente de la balanza de pagos del primer semestre del año fue superavitaria en US\$ 173 millones ó 0,4 por ciento del PBI.

- b. **Desdolarización.** Los ratios de dolarización continuaron reduciéndose en los primeros meses del año. La inversión de las AFPs en activos en moneda extranjera al 12 de agosto (42 por ciento) y el coeficiente de dolarización del sistema bancario a julio (53 por ciento) se redujeron respecto a los niveles de diciembre 2004 (de 44 y 55 por ciento, respectivamente). Dicha reducción se registró en el primer trimestre del año, manteniéndose estables en los siguientes meses.

Gráfico 11
CARTERA EN DÓLARES DE AFPs Y
TIPO DE CAMBIO



Gráfico 12
COEFICIENTE DE DOLARIZACION
DEL SISTEMA BANCARIO
Enero 1999 - Julio 2005

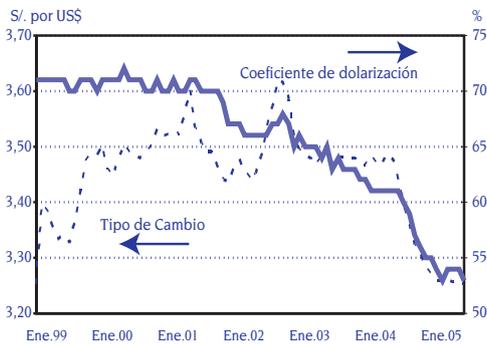


Gráfico 13
TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAIS
Enero 2003 - Agosto 2005



- c. **Reducción del riesgo país percibida por los inversionistas y apreciación de las monedas de la región.** El spread emergente y el de algunas economías de la región –que reflejan el riesgo país- alcanzaron niveles mínimos (básicamente en julio y en la primera quincena de agosto) influidos por: (i) el mantenimiento del ritmo medido de alzas de tasas de la FED, (ii) la mejora de las principales variables macroeconómicas de las economías de la región; y (iii) el impacto favorable del alza del petróleo y minerales en algunas economías exportadoras.

El spread de Perú ha registrado una significativa disminución entre las economías de la región. En este resultado impactó la mejora del outlook del Perú por parte de la agencia S&P (de “estable” a “positivo”), el anuncio del pre-pago de deuda al Club de París y la buena aceptación en el mercado de la colocación de bonos para financiar dicha operación, en particular de los bonos en moneda nacional en el mercado local.

Cabe mencionar la caída del spread argentino de 6 498 pbs. a niveles alrededor de los 400 pbs. Una vez concluida la reestructuración de la deuda de este país se reemplazó los bonos en default por los nuevos bonos en el Índice JP Morgan, lo que explica esta reducción. El spread de Brasil subió ligeramente respecto a diciembre de 2004 por el ruido político.

La reducción en los spreads estuvo acompañada de la apreciación de la mayoría de monedas de la región: el real se apreció en 13 por ciento y los pesos chileno, mexicano y colombiano en 5 por ciento, y el peso argentino en 2 por ciento. La fuerte apreciación del real se explica en parte por las perspectivas favorables de crecimiento, el incremento del superávit comercial y la disminución del ruido político.

Cuadro 9

SPREADS DE ECONOMÍAS EMERGENTES EMBI+
(Fin de período, en pbs.)

| | Dic. 03 (1) | Dic. 04 (2) | May.05 (3) | Jul.05 (4) | Ago.05 (5) |
|-----------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Economías Emergentes | 418 | 356 | 372 | 290 | 296 |
| América Latina | 521 | 466 | 455 | 331 | 337 |
| Brasil | 463 | 382 | 420 | 402 | 413 |
| Colombia | 431 | 396 | 354 | 317 | 309 |
| México | 199 | 180 | 164 | 152 | 152 |
| Argentina | 5 632 | 4 703 | 6 498 | 413 | 439 |
| Perú | 312 | 220 | 206 | 173 | 169 |

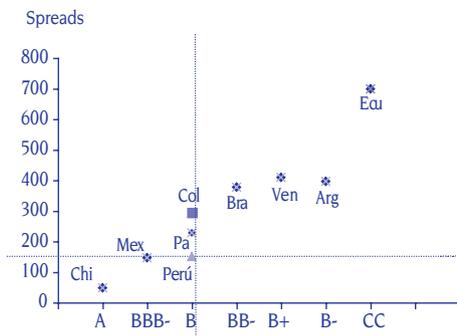
13. La tendencia apreciatoria del Nuevo Sol habría influido en el mantenimiento de la posición de cambio de la banca (US\$ 350 millones) y en la profundización del mercado cambiario forward. Al 31 de agosto se registró un significativo incremento del saldo de operaciones de compra (operaciones de cobertura contra apreciaciones del Nuevo Sol), que sumado al de ventas, han superado en más de US\$ 500 millones los montos observado a fines de diciembre de 2004.

RECUADRO 3

CALIFICACIÓN DE RIESGO Y SPREADS DE BONOS SOBERANOS

El spread de los bonos soberanos de Perú ha venido reduciéndose paulatinamente. En diciembre de 2004, el spread del EMBI+ de Perú se ubicaba en 220 puntos básicos (pbs) y en la actualidad se ubica en 169 pbs, habiendo alcanzado un mínimo de 145 pbs el día 17 de agosto.

Calificación de riesgo país y spreads



Si bien la reducción de los spreads es una tendencia regional favorecida por los altos niveles de liquidez internacional y la mejor situación macroeconómica de la región, hay que destacar que la reducción registrada en el spread de Perú es mayor que el de las economías de América Latina. Su nivel actual es similar al de México (a quien las agencias calificadoras de riesgo le otorgan el grado de inversión) y es significativamente más bajo que el de otros países que actualmente tienen una calificación de riesgo similar a la de Perú.

Así, al 31 de agosto, el spread de Perú se ubicaba en 169 pbs, mientras que el spread de México en 152 pbs. Asimismo el spread de Perú es menor que el de aquellos países con una calificación de riesgo similar como Colombia (a quien Moodys otorga incluso una calificación mayor) y Brasil cuyos spreads alcanzan a 309 y 413 pbs, respectivamente.

La percepción favorable sobre la economía peruana se sustenta en las perspectivas positivas de crecimiento, las bajas tasas de inflación, la evolución favorable de las cuentas externas, la paulatina desdolarización de la economía, el bajo déficit fiscal y el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública. Este último se ha fortalecido recientemente con las operaciones de canje de deuda interna en dólares por deuda en soles y el reperfilamiento de deuda con el Club de París. Estas operaciones mostraron la capacidad del Estado Peruano de emitir deuda en moneda nacional en montos significativos, a plazos largos y con preferencia del mercado por tasas nominales.

El canje de deuda interna consistió en el rescate de bonos en dólares (US\$ 262 millones) otorgando a cambio bonos en soles (S/. 851 millones), entre los cuales destacó un bono a 10 años. Para la sustitución de deuda externa, se realizaron subastas que incluyeron un bono a 12 años (S/. 1 500 millones), un bono a 15 años (S/. 1 050 millones) y un bono a 11 años (S/. 69 millones), cuyos recursos fueron destinados al pago adelantado de la deuda con el Club de París. Como resultado de estas operaciones, el plazo promedio del stock de deuda pública interna se incrementó de 5,9 años a 8,9 años.

Los factores mencionados contribuyen a reducir los riesgos de la economía. En este contexto, Standard & Poor's mejoró en julio de este año la perspectiva (outlook) de la calificación de riesgo país (de estable a positiva) y ha señalado que de mantenerse el manejo macroeconómico prudente, podríamos mejorar la calificación acercándonos con ello al grado de inversión.

Gráfico 14
TASAS DE INTERÉS DE FED Y DE PERU
Y TIPO DE CAMBIO

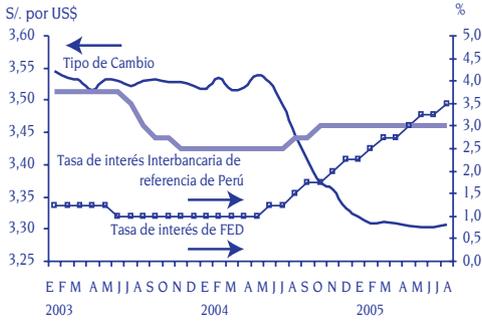


Gráfico 15
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN BCRP :
Enero 2002 - Agosto 2005

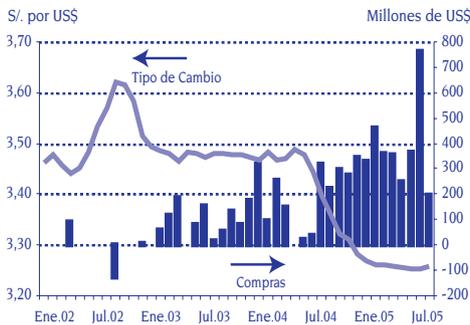
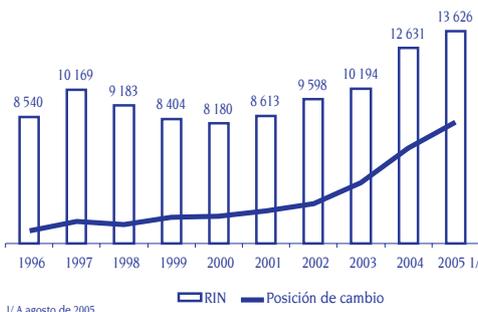


Gráfico 16
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y
POSICIÓN DE CAMBIO
(En millones de US\$)



1/ A agosto de 2005.

Cuadro 10
POSICIÓN DE CAMBIO DE LA BANCA

| | Saldo forward de la banca | | | PCCU ^{3/} |
|--------|---------------------------|---------------------|----------------|--------------------|
| | Compra ^{1/} | Venta ^{2/} | Venta + Compra | |
| Dic.02 | 236 | 1 141 | 1 377 | 587 |
| Dic.03 | 227 | 834 | 1 061 | 536 |
| Dic.04 | 464 | 1 163 | 1 627 | 340 |
| May.05 | 440 | 979 | 1 419 | 358 |
| Jul.05 | 763 | 1 297 | 2 060 | 404 |
| Ago.05 | 891 | 1 242 | 2 133 | 350 |

1/ Representa cobertura contra riesgo de apreciación.

2/ Representa cobertura contra riesgo de depreciación.

3/ Posición de cambio cubierta de los bancos (activos menos pasivos en dólares de la banca, incluyendo compras y ventas a futuro de dólares).

14. Cabe señalar que el diferencial de las tasas de interés en soles y dólares favoreció el rendimiento relativo de los activos en moneda extranjera. Ello habría atenuado la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol, en particular desde el mes de julio.

15. En el contexto de apreciación antes descrito, las compras de dólares del Banco Central (US\$ 3 097 millones entre enero y agosto) han permitido continuar fortaleciendo la posición de reservas internacionales. Las mayores compras se realizaron en julio (US\$ 763 millones) con el objetivo de atender la solicitud del Tesoro orientada al pre-pago del Club de París, por lo que se realizaron simétricamente ventas de moneda extranjera, operación que estuvo financiada parcialmente por la colocación de bonos locales.

Con la finalidad de financiar el pre-pago de la deuda del Club de París, el gobierno emitió en julio bonos en moneda local por US\$ 805 millones, los que fueron adquiridos en un 58 por ciento por no residentes.

El BCRP, a través de sus intervenciones en el mercado cambiario, adquirió la moneda extranjera proveniente de esta demanda externa y la del mercado doméstico a fin de completar los recursos en moneda extranjera necesarios para el pre-pago al Club de París.

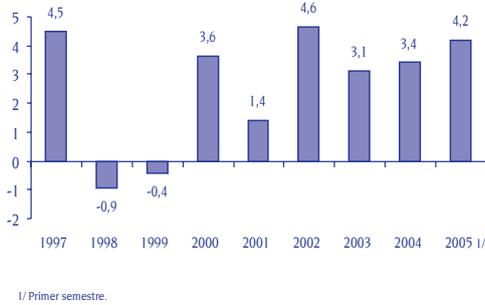
16. Parte de las compras efectuadas en la Mesa de Negociación permitió atender la demanda de dólares del sector público (US\$ 1 493 millones), con lo cual entre enero y agosto, las compras netas de dólares del BCRP ascendieron a US\$ 1 607 millones. Este monto de compras netas, aunado a menores depósitos del sector público por US\$ 367 millones, explica el flujo de las reservas internacionales en US\$ 995 millones.

Asimismo, las compras netas de dólares, en adición a los intereses netos ganados por depósitos e inversiones en el exterior, han permitido elevar la posición de cambio del BCRP en US\$ 1 577 millones, alcanzando un saldo de US\$ 8 216 millones al 31 de agosto.

I.3 Demanda interna y PBI

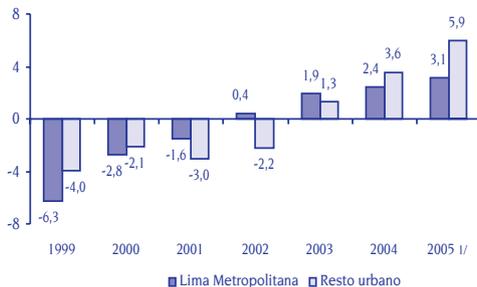
El crecimiento de la economía durante el primer semestre de 2005 estuvo caracterizado por un desenvolvimiento favorable tanto de la demanda interna como de las exportaciones.

Gráfico 17
CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)



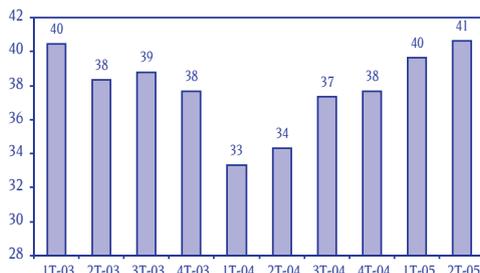
I/ Primer semestre.

Gráfico 18
EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Variación porcentual anual)



I/ Primer semestre.

Gráfico 19
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA I/



I/ Cobertura: Lima Metropolitana.
Fuente: Apoyo Consultoría S.A.

Cuadro 11
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales respecto al mismo período del año anterior)

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| I. Demanda global (1+2) | 4,6 | 3,9 | 4,4 | 6,8 | 5,6 | 6,4 |
| 1. Demanda interna 1/ | 4,2 | 3,5 | 3,5 | 4,3 | 3,9 | 4,4 |
| a. Consumo privado | 4,6 | 3,1 | 3,1 | 3,8 | 3,4 | 4,2 |
| b. Consumo público | 0,2 | 3,8 | 1,9 | 5,9 | 4,1 | 8,6 |
| c. Inversión privada fija | -0,1 | 5,6 | 9,4 | 8,7 | 9,0 | 10,0 |
| d. Inversión pública | -4,0 | 4,0 | -12,3 | 19,6 | 5,5 | 7,2 |
| 2. Exportaciones | 6,9 | 6,3 | 9,7 | 19,1 | 14,7 | 17,2 |
| II. Oferta global (3+4) | 4,6 | 3,9 | 4,4 | 6,8 | 5,6 | 6,4 |
| 3. PBI | 4,9 | 4,0 | 4,0 | 5,7 | 4,8 | 5,9 |
| 4. Importaciones | 2,6 | 3,5 | 7,5 | 13,2 | 10,4 | 9,4 |

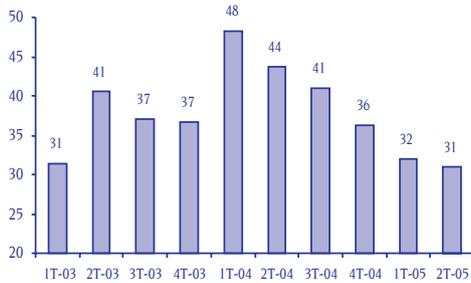
1/ Incluye variación de inventarios
Fuente: INEI y BCRP

17. En la evolución favorable de la **demand interna** (4,4 por ciento) influyó el mayor dinamismo del consumo privado asociado a mayores niveles de empleo e ingreso. Adicionalmente, las mejores condiciones de acceso al crédito impulsaron el sostenido crecimiento de los créditos de consumo. La inversión privada, por su parte, acumula 5 semestres de crecimiento continuo.
18. Durante el primer semestre, el **producto bruto interno** creció 5,9 por ciento impulsado por una aceleración del consumo privado, que aumentó 4,2 por ciento y por el buen desempeño tanto de la inversión privada como de las exportaciones, que crecieron 10,0 y 17,2 por ciento, respectivamente.

El crecimiento del **consumo privado** estuvo asociado al incremento de 5,3 por ciento del **ingreso nacional disponible**, el crecimiento del empleo y la mayor confianza de los consumidores.

El empleo ha venido creciendo desde el año 2003, habiendo acelerado su tasa de crecimiento en el primer semestre de 2005. Así, el empleo nacional urbano en empresas de 10 y más trabajadores creció 3,8 por ciento con respecto al primer semestre de 2004. En particular, el aumento del empleo fue mayor en las ciudades del interior (5,9 por ciento) a diferencia de Lima Metropolitana (3,1 por ciento). Talara, Sullana e Ica

Gráfico 20
EXPECTATIVA DE QUE LA SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR SE ENCUENTRE PEOR EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES

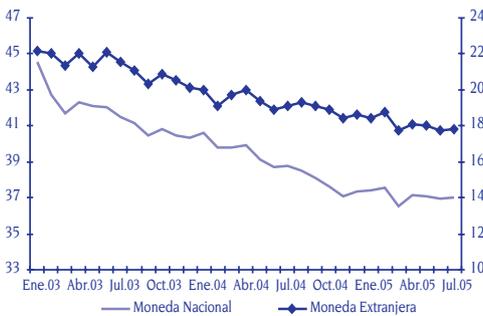


Fuente: Apoyo Consultoría S.A

destacan con un crecimiento del empleo superior a 20 por ciento en el primer semestre de 2005 con respecto al mismo semestre de 2004. Asimismo, Iquitos, Chincha y Piura muestran un crecimiento del empleo mayor a 10 por ciento durante el mismo período.

El incremento del empleo en el interior se explica por el dinamismo de la agroindustria para la exportación y la minería. Asimismo, el empleo en los sectores de transportes y servicios aumentó 5,0 y 4,0 por ciento, respectivamente, durante el mismo período.

Gráfico 21
TASA DE INTERÉS REAL DE LOS CRÉDITOS DE CONSUMO



Cuadro 12

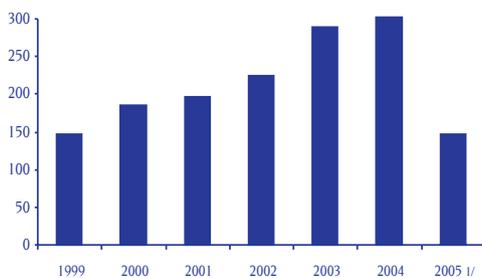
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|--------------------------------------|------|------|--------|---------|-----|--------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| Producto bruto interno (PBI) | 4,9 | 4,0 | 4,0 | 5,7 | 4,8 | 5,9 |
| Producto nacional bruto (PNB) 1/ | 4,4 | 3,0 | 2,4 | 3,9 | 3,2 | 4,4 |
| Ingreso nacional bruto (IN) 2/ | 4,6 | 3,4 | 4,7 | 6,0 | 5,3 | 5,3 |
| Ingreso nacional disponible (IND) 3/ | 4,5 | 3,6 | 4,9 | 6,1 | 5,5 | 5,3 |

1/ Excluye el PBI de la renta neta pagada a factores productivos no residentes.
2/ El PBI y el PNB están aislados de cambios en los términos de intercambio del comercio exterior.
3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes.
Fuente: INEI y BCRP.

Gráfico 22
IMPORTACIONES DE ELECTRODOMÉSTICOS
(Millones de US\$)

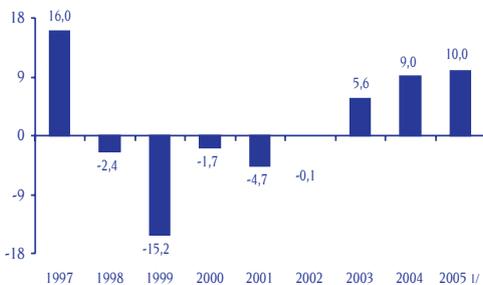


I/ Primer semestre.

19. El índice de confianza del consumidor viene mostrando una tendencia creciente desde inicios del 2004, alcanzando su nivel máximo en el segundo trimestre de 2005.

De igual forma, el porcentaje de familias que espera que su situación económica empeore en el año siguiente ha venido disminuyendo como se observa en el gráfico 20:

Gráfico 23
INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones porcentuales reales)



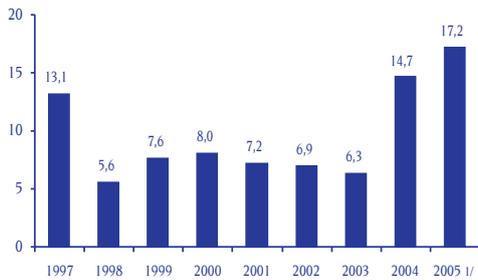
I/ Primer semestre.

20. La evolución del consumo privado se reflejó en diversos indicadores como el crecimiento de los créditos de consumo de las empresas financieras (23,5 por ciento en el primer semestre del año), en un contexto de mayor número de personas con acceso al crédito (cuadro 13) y de tasas de interés decrecientes (gráfico 21).

21. Asimismo, se registró un incremento de 42,4 por ciento en la venta de vehículos nuevos y un aumento de 8,0 por ciento en las importaciones de electrodomésticos.

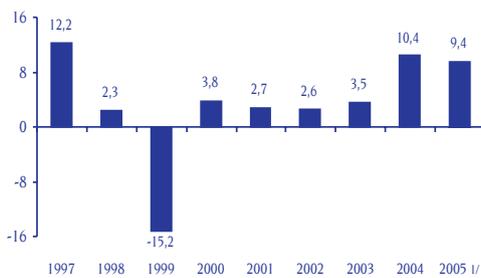
22. La **inversión privada** creció 10,0 por ciento durante el primer semestre del año, reafirmando su tendencia creciente. Entre los factores que explican el crecimiento de la inversión

Gráfico 24
EXPORTACIONES
(Variaciones porcentuales reales)



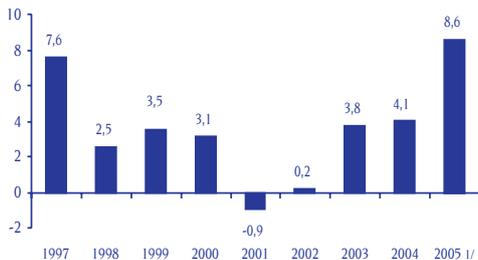
I/ Primer semestre.

Gráfico 25
IMPORTACIONES
(Variaciones porcentuales reales)



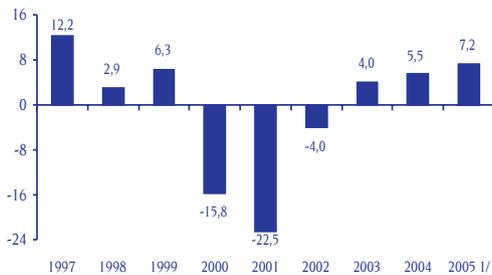
I/ Primer semestre.

Gráfico 26
CONSUMO PÚBLICO
(Variaciones porcentuales reales)



I/ Primer semestre.

Gráfico 27
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)



I/ Primer Semestre

Cuadro 13

NÚMERO DE DEUDORES EN EL SISTEMA FINANCIERO
(Miles)

| | Dic.01 | Dic.02 | Dic.03 | Jul.04 | Dic.04 | Jul.05 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Empresas bancarias | 1 397 | 1 557 | 1 694 | 1 902 | 2 016 | 2 199 |
| Financieras | 578 | 724 | 877 | 834 | 908 | 832 |
| Cajas municipales | 348 | 407 | 489 | 530 | 544 | 567 |
| Cajas rurales | 39 | 55 | 68 | 76 | 80 | 86 |
| Edpymes | 40 | 54 | 77 | 95 | 112 | 138 |
| Banco de la Nación | 136 | 430 | 422 | 427 | 454 | 503 |

FUENTE: SBS y Banco de la Nación.

privada se encuentran el menor costo de financiamiento, la ejecución de proyectos del sector minería e hidrocarburos y un entorno caracterizado por expectativas empresariales favorables.

En el primer semestre destacaron los desembolsos realizados para la construcción del Proyecto Alto Chicama y la continuación del programa de expansión y modernización de Toquepala y de la fundición de Ilo a cargo de Southern, así como la ejecución de inversiones en planta de empresas ligadas a la agroexportación.

El aumento de 23,9 por ciento de las importaciones de bienes de capital proviene de las inversiones de empresas en los sectores construcción y minería así como de la adquisición de maquinaria y equipo de ingeniería civil, equipos mecánicos de calefacción y refrigeración y equipos de transporte (motores para vehículos).

23. Las **exportaciones** reales de bienes y servicios registraron un mayor crecimiento durante el primer semestre de 2005 (17,2 por ciento), debido a las mayores exportaciones de productos mineros (molibdeno) y pesqueros (harina de pescado), así como de productos no tradicionales, entre los que destacan los productos textiles (prendas de vestir) y los productos agropecuarios (frutas).

24. Las **importaciones** reales de bienes y servicios se incrementaron en 9,4 por ciento, correspondiendo principalmente a insumos para la industria; combustibles, lubricantes y conexos; y bienes de capital (equipos de transporte y maquinaria para la industria).

25. El **consumo público** creció 8,6 en el primer semestre del año debido principalmente al incremento en las remuneraciones, destacando los aumentos otorgados en los sectores educación y salud y a la mayor adquisición de bienes y servicios por parte de organismos del Estado. La **inversión pública** aumentó 7,2 por ciento por mayores inversiones de las empresas públicas (Sedapal) y de los gobiernos locales que contaron con mayores transferencias.

PBI Sectorial

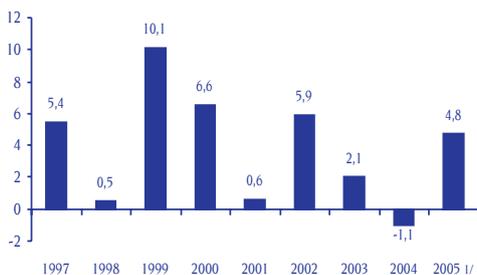
26. La manufactura no primaria y la construcción crecieron en 8,3 y 5,1 por ciento, respectivamente, liderando el crecimiento del PBI en el primer semestre, en que también se observa la recuperación del sector agropecuario que creció 4,8 por ciento. Los sectores primarios menos dinámicos fueron: los procesadores de recursos primarios dentro de la manufactura que cayó 0,9 por ciento por la menor producción de azúcar y la disminución en la refinación de metales no ferrosos; y la minería metálica que registró una menor producción de cobre debido a menores leyes del mineral.

Cuadro 14**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior)

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|---|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| Agropecuario | 5,9 | 2,1 | -2,5 | 0,9 | -1,1 | 4,8 |
| Agrícola | 6,1 | 1,6 | -4,9 | -0,7 | -3,2 | 6,1 |
| Pecuario | 5,3 | 3,0 | 1,7 | 2,4 | 2,0 | 2,5 |
| Pesca | 6,1 | -12,5 | 27,4 | 34,4 | 30,5 | 2,2 |
| Minería e hidrocarburos | 12,5 | 6,8 | 7,7 | 3,2 | 5,4 | 2,6 |
| Minería metálica | 13,6 | 7,7 | 8,6 | 2,2 | 5,3 | 0,0 |
| Hidrocarburos | 0,7 | -4,3 | -4,8 | 19,1 | 7,1 | 36,0 |
| Manufactura | 4,1 | 2,4 | 5,6 | 7,7 | 6,7 | 6,5 |
| Procesadores de recursos primarios | 0,6 | -0,1 | 6,4 | 5,4 | 5,9 | -0,9 |
| Manufactura no primaria | 5,1 | 3,1 | 5,4 | 8,3 | 6,9 | 8,3 |
| Electricidad y agua | 5,5 | 4,9 | 4,7 | 4,5 | 4,6 | 4,7 |
| Construcción | 7,9 | 4,2 | 5,5 | 3,9 | 4,7 | 5,1 |
| Comercio | 4,0 | 3,2 | 2,7 | 7,3 | 4,8 | 7,1 |
| Otros servicios | 4,1 | 4,6 | 3,5 | 5,8 | 4,7 | 6,3 |
| VALOR AGREGADO BRUTO | 5,0 | 3,8 | 3,6 | 5,7 | 4,6 | 5,9 |
| Impuestos a los productos y derechos de importación | 4,0 | 5,2 | 7,5 | 5,4 | 6,4 | 6,0 |
| PBI GLOBAL | 4,9 | 4,0 | 4,0 | 5,7 | 4,8 | 5,9 |
| VAB Primario | 7,1 | 2,9 | 2,9 | 3,3 | 3,1 | 3,0 |
| VAB No Primario | 4,5 | 4,1 | 3,8 | 6,3 | 5,1 | 6,7 |

Gráfico 28
SECTOR AGROPECUARIO
(Variaciones porcentuales reales)



I/ Primer semestre.

27. En el primer semestre, el crecimiento del sector **agropecuario** se debió a mejores condiciones climáticas, lo que permitió una mejor campaña de siembras y mayor producción de papa (13,9 por ciento), arroz (22,3 por ciento) y algodón (14,6 por ciento), lo que conllevó menores precios de los mismos (26, 21 y 17 por ciento, respectivamente). El crecimiento de la producción en dichos productos compensa la caída en la producción de caña de azúcar (22,7 por ciento) y café (11,4 por ciento). Este crecimiento fue acompañado de

Gráfico 29
SECTOR PESCA
(Variaciones porcentuales reales)

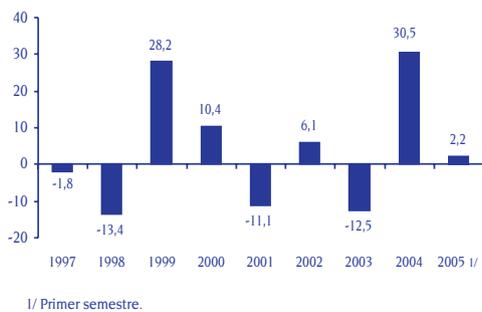


Gráfico 30
SECTOR MINERÍA E HIDROCARBUROS
(Variaciones porcentuales reales)

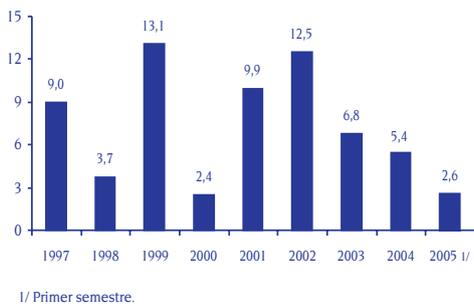


Gráfico 31
MANUFACTURA NO PRIMARIA
(Variaciones porcentuales reales)

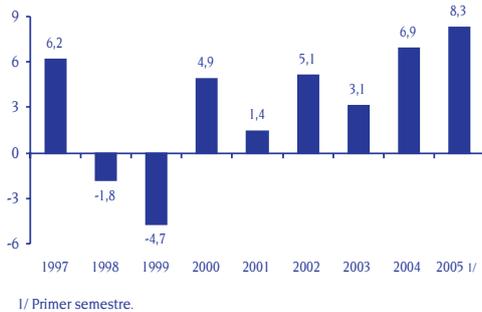
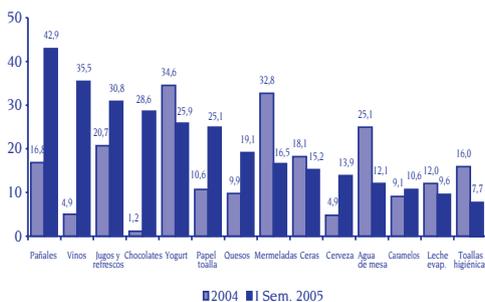


Gráfico 32
PRODUCCIÓN DE BIENES DE CONSUMO MASIVO
(Variaciones porcentuales)



la mayor producción del subsector pecuario, que mostró un mayor dinamismo en la producción de aves, al aumentar las colocaciones de las empresas avícolas en 8 por ciento.

28. El sector **pesca** creció 2,2 por ciento debido a mayores desembarques de atún y caballa para conservas y de merluza y pota para congelado. La captura de anchoveta sólo aumentó 0,2 por ciento debido al elevado nivel de extracción del año precedente y pese a que el número de días efectivos de pesca fue menor en el presente año.

29. El **sector minería e hidrocarburos** creció 2,6 por ciento por la mayor producción del subsector hidrocarburos, dado que el subsector minero metálico casi no mostró variación. El crecimiento de la producción de hidrocarburos se debió a la nueva producción de gas natural y líquidos de gas natural por parte de Camisa (Lote 88). De otro lado, la falta de dinamismo de la minería metálica reflejó la menor producción de cobre (4 por ciento) por parte de Southern Perú Copper Corporation (15 por ciento), debido a menores leyes de cobre en el mineral explotado, así como de Tintaya (16 por ciento) por la paralización temporal de sus operaciones. Esta menor producción de cobre fue compensada por la mayor producción de plata, plomo y hierro.

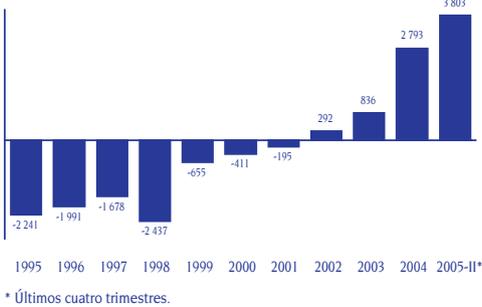
30. La producción **manufacturera** aumentó 6,5 por ciento por el crecimiento de la manufactura no primaria, la cual creció 8,3 por ciento sobre la base del crecimiento tanto del mercado local como de las exportaciones. Las ramas de mayor crecimiento fueron: sustancias químicas básicas, actividades de impresión y prendas de tejidos de punto por mayores exportaciones, otras prendas de vestir, industria de papel y cartón, otros productos metálicos (envases), y productos lácteos, asociado al incremento de la demanda interna. En el caso de las mayólicas, cemento y productos metálicos de uso estructural su mayor crecimiento se explica por la evolución positiva del sector construcción y de las exportaciones.

La manufactura no primaria presentó crecimientos significativos impulsada por el aumento del mercado interno. Esta mayor producción se observó principalmente en el rubro de bienes de consumo masivo como se muestra en el gráfico 32.

Sin embargo, también fue importante el aumento el aporte del mercado externo por las mayores exportaciones a Estados Unidos de NA y los países de la Comunidad Andina, además de afianzar nuevos mercados en los países centroamericanos.

31. El sector **construcción** creció 5,1 por ciento impulsado por la edificación residencial liderada por los créditos hipotecarios (11,5 por ciento) principalmente del programa MiVivienda, un mayor dinamismo de la autoconstrucción; y por mayores edificaciones comerciales, principalmente en Lima y en la zona norte del país.

Gráfico 34
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



Cuadro 15

MANUFACTURA NO PRIMARIA: CONTRIBUCIÓN PORCENTUAL AL CRECIMIENTO POR MERCADO DE DESTINO 1/
(en puntos porcentuales)

| | Crecimiento por mercado interno | Crecimiento por mercado externo | Contribución al crecimiento total |
|--------------------|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|
| Año 2004 | 4,0 | 2,9 | 6,9 |
| I trimestre 2004 | 3,4 | 2,4 | 5,8 |
| II trimestre 2004 | 2,6 | 2,4 | 5,0 |
| III trimestre 2004 | 3,6 | 3,2 | 6,8 |
| IV trimestre 2004 | 6,2 | 3,6 | 9,8 |
| Año 2005 | | | |
| I trimestre 2005 | 4,4 | 2,6 | 7,0 |
| II trimestre 2005 | 6,1 | 3,4 | 9,5 |

1/ No incluye efectos indirectos.

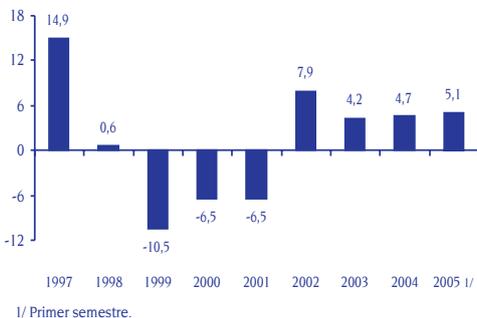
1.4 Cuentas externas

Durante el primer semestre, el contexto internacional ha sido favorable, caracterizado por una tendencia creciente de los términos de intercambio (4,3 por ciento) y el incremento en los volúmenes exportados (20 por ciento). La balanza comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos registraron superávit de US\$ 2 083 millones y US\$ 173 millones, respectivamente. Ello, conjuntamente con el flujo positivo de capitales ha generado una acumulación de reservas internacionales de US\$ 1 187 millones, manteniendo una posición externa solvente.

Balanza comercial

32. En el primer semestre de 2005 la **balanza comercial** registró un superávit por ocho semestres consecutivos, alcanzando un nivel record de US\$ 2,1 mil millones. Este resultado, por encima de las previsiones iniciales, se explica por el aumento de 38 por ciento en las exportaciones, mayor al de las importaciones (25 por ciento).
33. En el primer semestre las **exportaciones** registraron un nivel de US\$ 7,8 mil millones, mayores en US\$ 2,1 mil millones a las de similar periodo de 2004. Las exportaciones tradicionales aumentaron en 42 por ciento (US\$ 1,7 mil millones), mientras que las no tradicionales lo hicieron en 28 por ciento (US\$ 440 millones). En el primer caso, la mejora se explica por los mayores precios de los productos mineros, particularmente del molibdeno, cobre, oro, así como por los mayores volúmenes embarcados (20 por ciento en promedio), principalmente de harina de pescado (68 por ciento), molibdeno (67 por ciento), zinc (8 por ciento) y cobre (6 por ciento).

Gráfico 33
SECTOR CONSTRUCCIÓN
(Variaciones porcentuales reales)



Cuadro 16
BALANZA DE PAGOS
 (Millones de US\$)

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|---|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE | - 1 063 | - 935 | - 213 | 203 | - 10 | 173 |
| <i>Porcentaje del PBI</i> | <i>- 1,9</i> | <i>- 1,5</i> | <i>- 0,6</i> | <i>0,6</i> | <i>- 0,0</i> | <i>0,4</i> |
| 1. Balanza comercial | 292 | 836 | 1 073 | 1 720 | 2 793 | 2 083 |
| a. Exportaciones | 7 714 | 9 091 | 5 620 | 6 997 | 12 617 | 7 751 |
| b. Importaciones | - 7 422 | - 8 255 | - 4 548 | - 5 277 | - 9 824 | - 5 668 |
| 2. Servicios | - 941 | - 854 | - 427 | - 416 | - 843 | - 413 |
| 3. Renta de factores | - 1 457 | - 2 144 | - 1 531 | - 1 890 | - 3 421 | - 2 284 |
| 4. Transferencias corrientes | 1 043 | 1 227 | 672 | 789 | 1 461 | 787 |
| II. CUENTA FINANCIERA | 1 883 | 1 348 | 904 | 1 432 | 2 336 | 1 170 |
| 1. Sector privado 1/ | 826 | 718 | 697 | 651 | 1 348 | 1 380 |
| 2. Sector público | 1 056 | 630 | 207 | 781 | 988 | - 210 |
| III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL | 14 | 64 | 3 | 24 | 26 | 43 |
| IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP (1-2) | - 833 | - 477 | - 694 | - 1 658 | - 2 352 | - 1 385 |
| <i>(Incremento con signo negativo)</i> | | | | | | |
| 1. Variación del saldo de RIN | - 985 | - 596 | - 661 | - 1 776 | - 2 437 | - 1 187 |
| 2. Efecto valuación y monetización de oro | - 152 | - 119 | 33 | - 118 | - 85 | 199 |

1/ Incluye capitales de corto plazo y errores y omisiones netos.

Cuadro 17
BALANZA COMERCIAL
 (Millones de US\$)

| | 2 003 | 2004 | | | 2005 | Var. % | |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|
| | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. | 2004 | I Sem. |
| 1. EXPORTACIONES | 9 090,7 | 5 620,2 | 6 996,7 | 12 616,9 | 7 750,7 | 38,8 | 37,9 |
| Productos tradicionales | 6 356,3 | 3 991,4 | 5 036,5 | 9 027,9 | 5 668,3 | 42,0 | 42,0 |
| Productos no tradicionales | 2 620,4 | 1 573,8 | 1 902,0 | 3 475,8 | 2 013,4 | 32,6 | 27,9 |
| Otros | 114,0 | 55,0 | 58,2 | 113,2 | 69,0 | - 0,8 | 25,5 |
| 2. IMPORTACIONES | 8 255,0 | 4 547,6 | 5 276,5 | 9 824,2 | 5 667,8 | 19,0 | 24,6 |
| Bienes de consumo | 1 847,5 | 870,9 | 1 101,8 | 1 972,7 | 1 060,6 | 6,8 | 21,8 |
| Insumos | 4 340,6 | 2 505,0 | 2 851,1 | 5 356,1 | 3 129,1 | 23,4 | 24,9 |
| Bienes de capital | 1 984,5 | 1 116,3 | 1 249,1 | 2 365,4 | 1 421,5 | 19,2 | 27,3 |
| Otros bienes | 82,4 | 55,4 | 74,5 | 129,9 | 56,6 | 57,7 | 2,1 |
| 3. BALANZA COMERCIAL | 835,8 | 1 072,6 | 1 720,2 | 2 792,8 | 2 082,9 | | |

34. La demanda externa continuó favoreciendo a todos los sectores no tradicionales, en particular al sector agropecuario y textil que registran aumentos de 28 y 17 por ciento, respectivamente. El crecimiento del sector textil se da a pesar de la mayor participación de China en el mercado mundial, luego de la eliminación de las cuotas. Cabe mencionar que el pasado 10 de junio se celebró un acuerdo en el tema textil

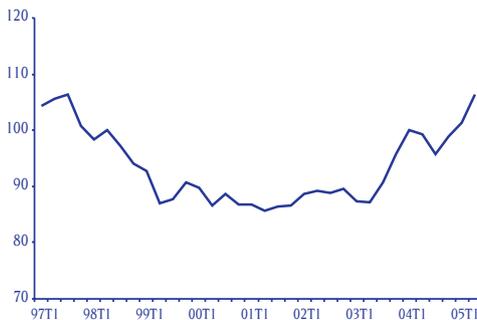
entre la Unión Europea (UE) y China en el que se establecieron límites a las exportaciones textiles chinas hacia el mercado de la UE, fijando una tasa límite de crecimiento anual que varía entre 8 y 12,5 por ciento para 10 categorías de productos. Por otro lado, en mayo, Estados Unidos de NA reimpuso cuotas a las importaciones chinas a 7 categorías de productos y está evaluando la imposición de salvaguardias a algunas otras categorías de productos para limitar su tasa de crecimiento a 7 por ciento en el caso de productos de algodón.

Asimismo, destaca el incremento de las exportaciones de productos químicos (40 por ciento) por las mayores ventas de artículos de plástico y productos de tocador, y el de los productos siderometalúrgicos y joyería (27 por ciento) favorecidos por los mejores precios internacionales.

35. Las **importaciones** aumentaron en 24,6 por ciento en el semestre, alcanzando los US\$ 5,7 mil millones, por una mayor demanda originada por el incremento de la actividad económica y por los mayores precios internacionales del petróleo, los que determinaron el incremento de las compras de insumos en 25 por ciento. Destaca también el crecimiento de la importaciones de bienes de capital (27 por ciento) y de los bienes de consumo (22 por ciento) a la par del aumento de la inversión y del consumo privados.

Términos de Intercambio

Gráfico 35
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1997 - 2005 II T
(Índice 1994=100)



36. Los **términos de intercambio** se incrementaron en 4,3 por ciento en el primer semestre, superando las previsiones iniciales, debido al crecimiento de los precios de las exportaciones en 15,4 por ciento, principalmente de cobre (23 por ciento), molibdeno (200 por ciento) y oro (7 ciento), y un crecimiento inferior de los precios de las importaciones en 10,7 por ciento, principalmente de petróleo (41 por ciento) compensado por menores precios del trigo (15 por ciento) y de la soya (26 por ciento).
37. El aumento sostenido de los precios internacionales de las principales materias primas responde al mantenimiento de la demanda china en el mercado mundial de commodities; a los reducidos niveles de inventarios que, por ejemplo, han llegado a mínimos en 30 años en el caso del cobre; y a la estrechez en el balance de oferta y demanda en los mercados de metales y petróleo. Con respecto al oro, la mayor debilidad promedio del dólar durante el año favoreció la posición del oro como reserva de valor, situación que determinó un crecimiento de la cotización internacional de 7 por ciento promedio entre enero y julio con respecto al mismo periodo del año anterior.
38. De otro lado, las mejores cosechas de los principales alimentos han compensado la tendencia a la caída de los precios iniciada en el segundo semestre de 2004, mientras que los precios del café se recuperan por el menor dinamismo de la oferta mundial.

Gráfico 36
RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE
DE LA BALANZA DE PAGOS
 (Porcentaje del PBI)

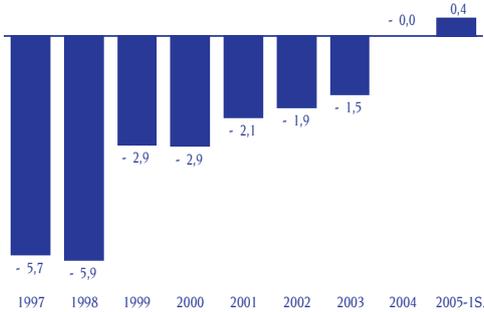
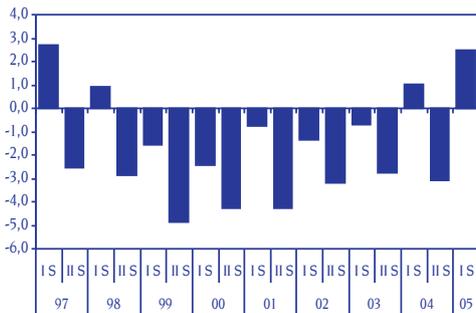


Gráfico 37
RESULTADO ECONÓMICO SEMESTRAL DEL
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)



Balanza en cuenta corriente y flujo de capitales

39. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** tuvo un superávit -por segundo semestre consecutivo- de US\$ 173 millones ó 0,4 por ciento del PBI que se compara favorablemente al déficit de US\$ 213 millones ó 0,6 por ciento del PBI registrado en similar periodo del año 2004. Esta mejora se explica por el superávit comercial de US\$ 2,1 mil millones y las remesas de peruanos en el exterior (US\$ 615 millones).
40. Hubo un mayor déficit en la renta de factores por las remesas de las mayores utilidades generadas por empresas con participación extranjera, en un contexto de elevados precios internacionales.
41. La **cuenta financiera** del primer semestre alcanzó los US\$ 1,2 mil millones, mayor en US\$ 266 millones a similar semestre de 2004. En el sector privado destaca la mayor inversión directa extranjera asociada a utilidades generadas, retenidas y no remesadas al exterior en una coyuntura de elevados precios internacionales; el aumento de las inversiones de cartera por la participación de no residentes en las emisiones locales de bonos soberanos, en un contexto de mayor dinamismo del mercado de títulos; y la menor inversión del sector financiero en el exterior por cambio de portafolio a favor de la moneda nacional. Por su parte, dentro de los capitales públicos destaca el menor ritmo de desembolsos de proyectos de inversión y de libre disponibilidad por parte de los organismos multilaterales, así como la mayor amortización y los mayores depósitos en el exterior de la Oficina de Normalización Previsional (ONP).

1.5 Finanzas públicas

Durante el primer semestre, las variables fiscales mostraron un comportamiento positivo. El superávit fiscal ascendió a 2,5 por ciento del PBI, superior en 1,5 puntos porcentuales al de similar periodo del año 2004, debido a los mayores ingresos del gobierno central como consecuencia principalmente de la mayor regularización del impuesto a la renta correspondiente al 2004.

42. Al primer semestre el **resultado económico** ascendió a 2,5 por ciento del PBI, cifra superior en 1,5 puntos porcentuales respecto al primer semestre de 2004. El resultado primario fue equivalente a 4,4 por ciento del PBI, mayor en 1,2 puntos porcentuales y hubo menores vencimientos de intereses en 0,3 puntos porcentuales del producto.
43. Los **ingresos corrientes** del gobierno central ascendieron a 16,3 por ciento del PBI, superiores en 1,3 puntos porcentuales al obtenido en similar periodo del 2004, lo que representa un incremento en términos reales de 16,5 por ciento. Cabe indicar que el resultado positivo se explica en

Cuadro 18

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de nuevos soles)

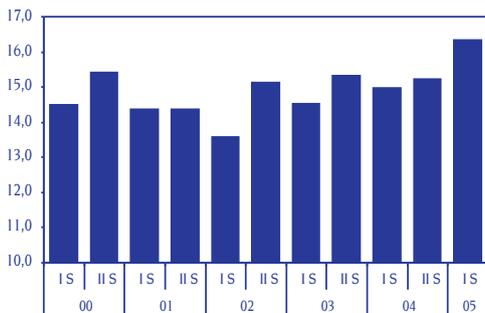
| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| 1. Ingresos corrientes del Gobierno Central | 28 559 | 31 568 | 17 396 | 17 985 | 35 381 | 20 668 |
| (% del PBI) | 14,4 | 14,9 | 15,0 | 15,2 | 15,1 | 16,3 |
| Var. % real | 5,3 | 8,1 | 9,6 | 6,7 | 8,1 | 16,5 |
| 2. Gastos no financieros del Gobierno Central | -29 241 | -31 451 | -14 676 | -19 489 | -34 165 | -16 052 |
| (% del PBI) | -14,7 | -14,9 | -12,6 | -16,5 | -14,6 | -12,7 |
| Var. % real | 2,1 | 5,2 | -1,2 | 9,8 | 4,8 | 7,3 |
| Corriente | -25 285 | -27 371 | -13 417 | -16 454 | -29 870 | -14 721 |
| (% del PBI) | -12,7 | -12,9 | -11,5 | -13,9 | -12,8 | -11,6 |
| Var. % real | 3,6 | 5,9 | 2,0 | 8,1 | 5,3 | 7,6 |
| Capital | -3 956 | -4 080 | -1 259 | -3 036 | -4 295 | -1 330 |
| (% del PBI) | -2,0 | -1,9 | -1,1 | -2,6 | -1,8 | -1,1 |
| Var. % real | -6,7 | 0,9 | -26,0 | 20,0 | 1,5 | 3,6 |
| 3. Otros | 468 | 810 | 988 | 196 | 1 184 | 968 |
| (% del PBI) | 0,2 | 0,4 | 0,9 | 0,2 | 0,5 | 0,8 |
| 4. Resultado Primario | -214 | 927 | 3 709 | -1 308 | 2 400 | 5 584 |
| (% del PBI) | -0,1 | 0,4 | 3,2 | -1,1 | 1,0 | 4,4 |
| 5. Intereses | -4 282 | -4 606 | -2 530 | -2 335 | -4 865 | -2 438 |
| (% del PBI) | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,0 | -2,1 | -1,9 |
| De los cuales: | | | | | | |
| Externos (Millones de US\$) | -\$999 | -\$1 082 | -\$561 | -\$598 | -\$1 159 | -\$614 |
| 6. Resultado económico | -4 495 | -3 679 | 1 179 | -3 644 | -2 465 | 3 146 |
| (% del PBI) | -2,3 | -1,7 | 1,0 | -3,1 | -1,1 | 2,5 |
| Millones de US\$ | -\$1 270 | -\$1 058 | \$339 | -\$1 093 | -\$754 | \$965 |

Cuadro 19

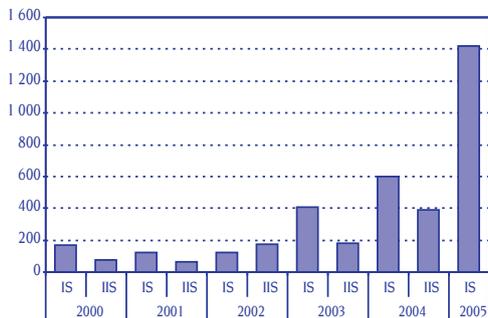
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| I. INGRESOS TRIBUTARIOS | 12,1 | 13,0 | 13,3 | 13,2 | 13,3 | 14,3 |
| 1. Impuestos a los ingresos | 3,0 | 3,8 | 4,1 | 3,6 | 3,9 | 5,1 |
| - Personas Naturales | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,2 |
| - Personas Jurídicas | 1,6 | 2,0 | 2,1 | 2,4 | 2,2 | 2,3 |
| - Regularización | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,1 | 0,4 | 1,5 |
| 2. Impuestos a las importaciones | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 1,2 | 1,2 |
| 3. Impuesto general a las ventas (IGV) | 6,3 | 6,7 | 6,7 | 7,1 | 6,9 | 6,9 |
| - Interno | 3,8 | 4,0 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,0 |
| - Importaciones | 2,6 | 2,7 | 2,6 | 3,1 | 2,9 | 2,9 |
| 4. Impuesto selectivo al consumo (ISC) | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 1,7 |
| - Combustibles | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,4 | 1,1 |
| - Otros | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| 5. Otros ingresos tributarios | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 1,1 |
| 6. Documentos valorados | -1,5 | -1,5 | -1,4 | -1,5 | -1,5 | -1,6 |
| II. INGRESOS NO TRIBUTARIOS | 2,3 | 2,0 | 1,6 | 2,0 | 1,8 | 2,0 |
| III. TOTAL (I+ II) | 14,4 | 14,9 | 15,0 | 15,2 | 15,1 | 16,3 |

Gráfico 38
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)



IMPUESTO A LA RENTA MINERÍA (3RA. CATEGORÍA)
(Millones de Nuevos Soles)



gran medida por la mayor regularización del Impuesto a la Renta (en 0,7 por ciento del PBI), debido a los mayores precios internacionales de los minerales y al efecto rezagado del incremento de la tasa del impuesto a las personas jurídicas de 27 a 30 por ciento. Esta mayor regularización tiene efecto en un mayor pago a cuenta de este semestre de las empresas (de 2,1 a 2,3 por ciento del PBI) por el aumento de los coeficientes de pago del Impuesto a la Renta. Asimismo, el mayor dinamismo de la actividad económica y de las importaciones impulsó un incremento en la recaudación de los impuestos a la importación y el IGV. Igualmente, se observó un aumento en los ingresos por regalías y canon petrolero-gasífero, así como por las regalías mineras, debido a las mayores cotizaciones de los minerales y de los hidrocarburos. Por otro lado, se registró una menor recaudación por el ISC a los combustibles, debido a la reducción impositiva (18 por ciento en promedio) para atenuar el impacto de los precios internacionales.

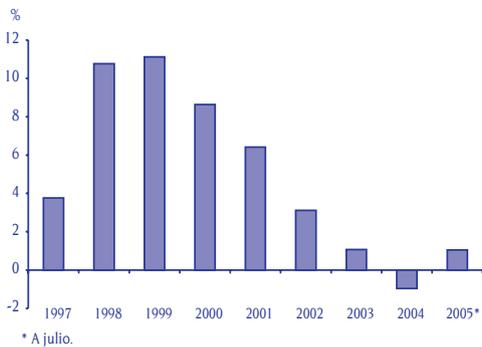
44. El **gasto no financiero** acumulado a junio alcanzó el 12,7 por ciento del PBI, monto que superó a la ejecución del primer semestre de 2004 en 0,1 de punto porcentual del producto debido principalmente a las mayores transferencias corrientes a los gobiernos locales y a las mayores remuneraciones. En términos reales, el gasto no financiero aumentó 7,3 por ciento. Las transferencias corrientes aumentaron 8,7 por ciento, mientras que las remuneraciones lo hicieron en 8,1 por ciento. El mayor gasto en remuneraciones obedece a los aumentos otorgados desde el segundo semestre de 2004 y los del primer semestre del presente año (principalmente a maestros y profesionales de la salud). Por su parte, el gasto de capital aumentó 3,6 por ciento en términos reales.
45. El **resto de operaciones** del sector público registró un resultado primario de 0,8 por ciento del PBI, inferior en 0,1 por ciento del PBI al del mismo periodo del año anterior. Ello responde principalmente al deterioro de EsSalud, producto de mayores gastos corrientes en remuneraciones y bienes y servicios.
46. Los **intereses** ascendieron a 1,9 por ciento del PBI, menores en 0,3 por ciento al del primer semestre de 2004, debido al menor efecto de la inflación en los bonos de reconocimiento y al menor tipo de cambio para la deuda en moneda extranjera.
47. El **requerimiento de financiamiento** ascendió a US\$ 262 millones, dado que la amortización de deuda (US\$ 1,2 mil millones) fue mayor al superávit fiscal (US\$ 965 millones). Dicha amortización incluye el intercambio de bonos del Tesoro para el Programa de Consolidación del Sistema Financiero (US\$ 262 millones) por bonos soberanos en moneda nacional. Los desembolsos externos ascendieron a US\$ 696 millones, de los cuales US\$ 427 millones correspondieron a bonos globales. La colocación de bonos soberanos ascendió a S/. 2,1 mil millones, equivalente a US\$ 647 millones, monto que incluye los emitidos por el intercambio ya mencionado.

Cuadro 20

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | 2005 |
|---|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | I Sem. | II Sem. | Año | I Sem. |
| 1. Resultado Económico (millones de soles) | -4 495 | -3 679 | 1 179 | -3 644 | -2 465 | 3 146 |
| (% del PBI) | -2,3 | -1,7 | 1,0 | -3,1 | -1,1 | 2,5 |
| Millones de US\$ | -1 270 | -1 058 | 339 | -1 093 | -754 | 965 |
| 2. Amortización (millones de US\$) | -1 084 | -1 743 | -998 | -1 070 | -2 068 | -1 227 |
| Redención de bonos de reconocimiento | -55 | -172 | -128 | -87 | -215 | -91 |
| Internos | -138 | -385 | -252 | -253 | -505 | -403 |
| Externos | -891 | -1 187 | -618 | -730 | -1 348 | -733 |
| 3. Requerimiento financiero (millones de US\$) | 2 355 | 2 801 | 659 | 2 163 | 2 822 | 262 |
| Desembolsos externos | 1 961 | 2 101 | 905 | 1 569 | 2 474 | 696 |
| Libre disponibilidad | 1 609 | 1 765 | 780 | 1 378 | 2 158 | 589 |
| Proyectos de inversión | 352 | 336 | 125 | 191 | 315 | 107 |
| Bonos internos | 213 | 508 | 270 | 497 | 766 | 647 |
| Privatización | 421 | 52 | 74 | 40 | 114 | 32 |
| Otros | -240 | 139 | -589 | 57 | -532 | -1 114 |

Gráfico 39
TASA DE INTERÉS REAL INTERBANCARIA (EX-POST)
(Promedios anuales)



I.6 Tasas de interés y agregados monetarios

Desde octubre de 2004 se mantiene la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,0 por ciento.

Tasas de interés

48. Desde el inicio de la aplicación del esquema de metas explícitas de inflación, en enero de 2002, la tasa de interés interbancaria ha correspondido a una posición de estímulo monetario, consistente con la meta de inflación y con la recuperación de la actividad económica luego del período recesivo que precedió la puesta en práctica del esquema.

49. Desde octubre de 2004, el Banco Central no ha modificado su posición de política monetaria. Así, la tasa de interés que anuncia como referencia para las operaciones en el mercado interbancario se mantuvo en 3,0 por ciento.

50. Dada la estabilidad de la tasa de interés interbancaria en soles y el alza gradual que registra su equivalente en dólares (FED funds rate), el diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares de los depósitos a plazos de 31 a 180 días se ha reducido de 1,5 puntos porcentuales en diciembre de 2004 a 1,2 puntos en julio de 2005. En el caso de las tasas de interés pasivas a plazos entre 181 y 360 días, el diferencial se ha mantenido relativamente estable en torno a 2,5 puntos porcentuales.

Gráfico 40
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL



La reducción del diferencial de tasas de interés ha sido más significativa en el caso de la tasas de interés activas

Gráfico 41
TASAS DE INTERÉS PREFERENCIALES CORPORATIVAS A TRES MESES



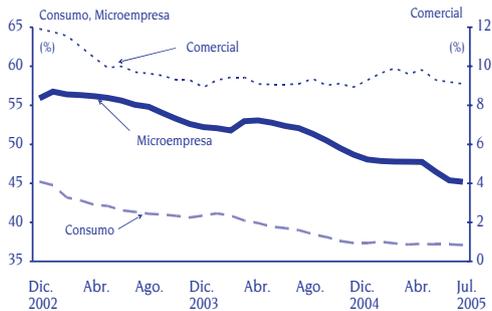
preferenciales corporativas, y en los últimos meses éste se ha revertido. Así, mientras que en diciembre de 2004 la tasa de interés activa preferencial corporativa en soles era mayor en 1,2 puntos porcentuales que la misma tasa de interés en dólares, en julio de 2005 la tasa de interés en dólares fue 0,3 puntos porcentuales mayor que la de soles.

La reducción del diferencial en la tasa de interés activa promedio fue 0,7 puntos porcentuales entre diciembre de 2004 y julio de 2005 (de 8,8 a 8,1 puntos porcentuales). Este resultado no se ha debido sólo al aumento de las tasas de interés en dólares, sino también al descenso de las tasas de interés en soles; esto es consistente con la menor percepción que las empresas bancarias tienen sobre el riesgo crediticio de los agentes económicos, dado el sostenido crecimiento de la actividad económica que se viene observando y que se espera que continúe.

Cuadro 21

TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentajes)

Gráfico 42
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA DOMÉSTICA DE LOS CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y COMERCIALES

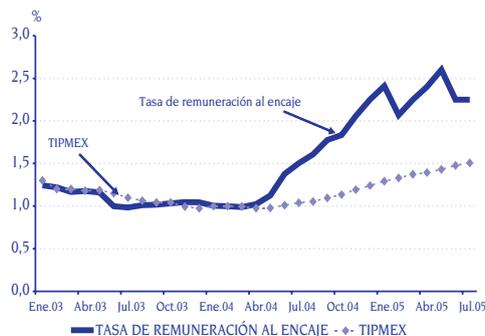


| | Moneda nacional | | | | Moneda extranjera | | | | Diferencial | | | |
|---|-----------------|-----------|-----------|------------|-------------------|-----------|-----------|------------|-------------|-----------|-----------|------------|
| | Dic. 2003 | Dic. 2004 | May. 2005 | Ago*. 2005 | Dic. 2003 | Dic. 2004 | May. 2005 | Ago*. 2005 | Dic. 2003 | Dic. 2004 | May. 2005 | Ago*. 2005 |
| 1. Interbancaria y FED funds rate | 2,5 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 1,0 | 2,2 | 3,0 | 3,5 | 1,5 | 0,8 | 0,0 | -0,5 |
| 2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días | 3,0 | 3,2 | 3,4 | 3,6 | 1,2 | 1,7 | 1,9 | 2,4 | 1,8 | 1,5 | 1,5 | 1,2 |
| 3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días | 4,2 | 4,4 | 4,6 | 4,7 | 1,6 | 1,8 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,4 |
| 4. Activa preferencial corporativa | 3,3 | 3,8 | 4,0 | 3,8 | 1,7 | 2,6 | 3,6 | 4,3 | 1,6 | 1,2 | 0,4 | -0,5 |
| 5. Activa promedio hasta 360 días | 14,0 | 14,7 | 15,1 | 15,3 | 7,2 | 7,7 | 8,2 | 8,7 | 6,8 | 7,0 | 6,9 | 6,6 |
| 6. Activa promedio estructura constante | 19,0 | 18,2 | 18,1 | 17,7 | 9,4 | 9,4 | 9,7 | 9,8 | 9,6 | 8,8 | 8,4 | 7,9 |

* Al 23 de agosto.

51. Para ilustrar la reducción de la percepción que las empresas bancarias tienen sobre el riesgo crediticio de los agentes económicos se puede observar la trayectoria de las tasas de interés de los préstamos que se otorgan a los prestatarios que son percibidos como de mayor riesgo. En el caso de la tasa de interés promedio que las empresas bancarias cobran por préstamos en soles a las microempresas, ésta cayó desde 47,7 por ciento en abril a 45,2 por ciento en julio.

Gráfico 43
TASA DE REMUNERACIÓN AL ENCAJE ADICIONAL EN DÓLARES Y TIPMEX
(En porcentajes)



A partir de junio de 2005 se estableció que la tasa de interés con la que se remunera los depósitos de encaje en moneda extranjera sea fija (actualmente es 2,25 por ciento), por lo que ya no estaría relacionada con la LIBOR a tres meses para préstamos en dólares. Al fijar esta tasa de remuneración al encaje adicional en moneda extranjera se ha evitado que siga la tendencia creciente que las tasas de interés internacionales han experimentado en los últimos meses, desincentivando un eventual incremento de la dolarización financiera en la economía.

Gráfico 44
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO EN SOLES DE TÍTULOS PÚBLICOS

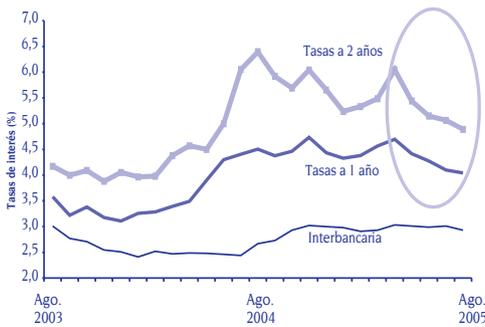
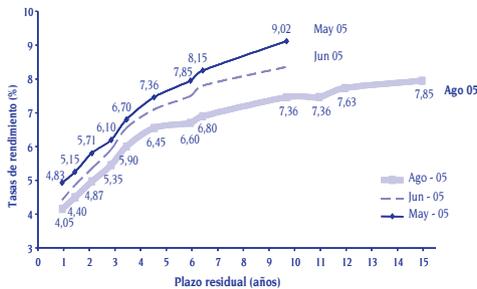


Gráfico 45
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO 1/



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

Curva de rendimiento

52. Entre mayo y agosto de 2005, las tasas de interés de los CDBCRP y de los bonos soberanos emitidos por el Tesoro Público (BTP) han mostrado una disminución sostenida, revirtiendo la tendencia ascendente registrada entre febrero y abril. Adicionalmente, tanto en el caso de CDBCRP como de BTP, se ha registrado una ampliación del plazo promedio durante los últimos meses.

Esta evolución de las tasas de interés de los títulos públicos en soles coincide con la tendencia decreciente que ha estado registrando el riesgo-país, que llevó a esta variable a situarse en su nivel mínimo histórico el 17 de agosto: 145 pbs.

53. En el caso de los bonos del Tesoro Público, se ha dado una significativa reducción en las tasas de interés de los plazos más largos. Por ejemplo, la tasa de rendimiento del bono a 10 años disminuyó de 9,0 por ciento en mayo a 7,4 por ciento en agosto. La mayor presencia en el mercado de inversionistas no residentes y una marcada preferencia por bonos nominales (no indexados a la inflación) han sido dos características de las últimas subastas primarias de bonos del Tesoro Público.

Cuadro 22

COLOCACIONES DE BONOS SOBERANOS BAJO EL PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO

| Bono Denominación | Plazo residual | Colocación primaria | | |
|----------------------|----------------|----------------------------|-------------------|-----------|
| | | Fecha de subasta (años) | Monto (mill. S/.) | Tasa |
| MAYO 2005 | | | | |
| 11-Feb-2009 | 4 | 16/5/05 | 50,0 | 6,75% |
| 31-Ene-2012 | 7 | 16/5/05 | 70,5 | 8,31% |
| 13-Oct-2024 | 19 | 16/5/05 | 60,0 | 6,96%+VAC |
| Total | | | 180,5 | |
| JUNIO 2005 | | | | |
| 11-Feb-2009 | 4 | 13/6/05 | 45,0 | 6,60% |
| 31-Ene-2012 | 7 | 13/6/05 | 60,0 | 7,85% |
| 10-Ago-2011 | 6 | 14/6/05 | 60,0 | 7,67% |
| 31-Ene-2035 | 30 | 14/6/05 | 45,0 | 6,98%+VAC |
| Total | | | 210,0 | |
| JULIO 2005 | | | | |
| 12-Ago-2017 * | 12 | 7/7/05 | 1 500,0 | 8,60% |
| 12-Ago-2020 * | 15 | 15/7/05 | 1 050,0 | 7,84% |
| Total | | | 2 550,0 | |
| AGOSTO 2005 | | | | |
| 12-Ago-2016 * | 11 | 4/8/05 | 69,0 | 7,34% |
| 10-Mar-2010 | 5 | 15/8/05 | 150,0 | 6,30% |
| 13-Oct-2024 | 19 | 15/8/05 | 150,0 | 5,74%+VAC |
| Total | | | 369,0 | |

* En el marco de la operación de prepago de las obligaciones con el Club de París (D.S. N° 080-2005-EF).

Cuadro 23

**TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS
EN EL MERCADO SECUNDARIO**
(En porcentajes)

| | 09Oct07 | 09Jul08 | 11Feb09 | 10Mar10 | 10Ago11 | 31Ene12 | 05May15 | 12Ago20 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2004 | | | | | | | | |
| Diciembre | 6,76 | 7,11 | 8,14 | 8,51 | 9,60 | - | - | - |
| 2005 | | | | | | | | |
| Enero | 5,87 | 6,40 | 6,97 | - | 8,70 | - | - | - |
| Febrero | 5,63 | 6,10 | 6,35 | 7,30 | 8,26 | 8,68 | - | - |
| Marzo | 5,69 | 6,36 | 6,79 | 7,68 | 7,79 | 8,59 | - | - |
| Abril | 6,03 | 6,44 | 6,95 | 7,80 | 8,25 | 8,63 | - | - |
| Mayo | 5,83 | 6,28 | 6,73 | 7,56 | 8,06 | 8,31 | 9,30 | - |
| Junio | 5,40 | 6,03 | 6,52 | 7,06 | 7,65 | 7,83 | 8,72 | - |
| Julio | 5,04 | 5,51 | 6,08 | 6,51 | 7,10 | 7,21 | 7,86 | 7,87 |

Fuente: BCRP.

54. Es importante destacar que por primera vez se realizaron en el mercado de deuda pública interna emisiones de bonos en soles a largo plazo (10, 12 y 15 años). Las subastas de estos papeles contaron con la activa participación de inversionistas extranjeros, quienes a fines de julio poseyeron el 29 por ciento del saldo de bonos soberanos en soles.

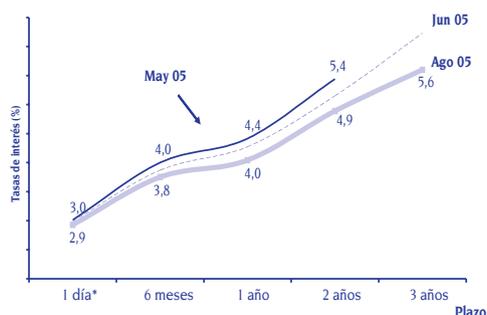
55. A la extensión de los plazos de los bonos emitidos por el sector público en el mercado local siguió el mismo comportamiento por parte del sector privado. Así, una de las emisiones realizadas por el sector privado (Edelnor) fue la de un bono a 10 años de plazo (S/. 30 millones), el mayor para una emisión realizada por el sector privado.

Entre mayo y julio las colocaciones brutas ascendieron a S/. 978 millones y se amortizaron S/. 585 millones, registrándose una colocación neta (de redenciones) igual a S/. 394 millones.

56. El saldo de CDBCRP se situó en agosto en S/. 9,9 mil millones, reduciéndose desde los S/. 11,3 mil millones que alcanzó en marzo. La mejora de la posición fiscal y la sustitución de deuda pública externa por deuda pública interna, ha implicado que el Tesoro Público se convierta en un importante demandante de dólares y ha contribuido con esta reducción del saldo de CDBCRP. Adicionalmente, el aumento durante el año de la demanda de emisión primaria ha ocasionado que se reduzca la necesidad de esterilizar mediante la emisión de CDBCRP.

La colocación de CDBCRP ha seguido un criterio de diversificación de plazos, buscándose a la vez inducir niveles de referencia para la curva de rendimientos en soles. En este sentido, la participación de las colocaciones de CDBCRP con plazos iguales o mayores a un año se incrementó de 77 por ciento en abril a 85 por ciento del saldo total de CDBCRP en julio.

Gráfico 46
TASA DE INTERÉS DE CDBCRP POR PLAZO



Cuadro 24

SALDO DE CDBCRP, POR PLAZOS
 (Millones de soles)

| | 2004 | | | | 2005 | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Mar. | Jun. | Set. | Dic. | May. | | Ago. | |
| | | | | | Monto | % | Monto | % |
| Hasta 3 meses | 215 | 130 | 145 | 155 | 160 | 1,7 | 25 | 0,3 |
| De 4 a 6 meses | 1 045 | 425 | 505 | 495 | 614 | 6,4 | 340 | 3,4 |
| De 7 meses a 1 año | 2 913 | 2 758 | 3 831 | 4 245 | 4 599 | 48,0 | 4 643 | 47,0 |
| Entre 1 y 2 años | 640 | 640 | 890 | 1 610 | 2 270 | 23,7 | 2 705 | 27,4 |
| 2 y 3 años | 1 185 | 1 235 | 1 360 | 1 750 | 1 930 | 20,2 | 2 170 | 22,0 |
| Total | 5 998 | 5 188 | 6 730 | 8 255 | 9 573 | 100,0 | 9 883 | 100,0 |
| Memo: | | | | | | | | |
| Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP | 3,7% | 3,8% | 4,1% | 4,5% | 4,6% | | 4,6% | |

Fuente: BCRP.

RECUADRO 4

PREPAGO DE DEUDA EXTERNA CON EL CLUB DE PARÍS

El 15 de agosto de 2005 el gobierno peruano efectuó el prepago de US\$ 1 555 millones de la deuda con el Club de París. El monto corresponde a vencimientos de amortización de la deuda comercial para el período setiembre de 2005 a diciembre 2009.

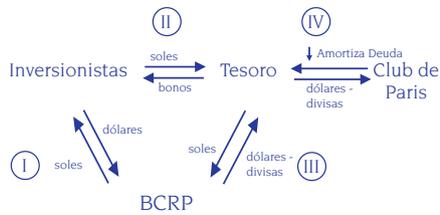
Con esta operación, se logra extender la duración de la deuda externa al prepagar una deuda de 3,2 años de duración y financiarla con bonos de 11, 12, 15 y 20 años (cuya duración conjunta es 11 años). De otro lado, se posibilita una recomposición parcial de la deuda externa por interna y, por ende, un menor riesgo cambiario para el fisco. La moneda en la que está denominada la deuda pública juega un rol importante en la calificación de la deuda soberana de los países, pues un país es más vulnerable a una depreciación del tipo de cambio real por reversión en los flujos externos de capital (caída en los términos de intercambio) mientras dependa proporcionalmente más de deuda denominada en moneda extranjera que en moneda local.

El financiamiento para esta transacción se obtuvo mediante emisiones internas y externas de bonos soberanos:

ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN DE PREPAGO AL CLUB DEL PARÍS
 (Millones de US\$)

| | |
|---|--------------|
| Deuda comercial a prepagar | 1 555 |
| Fuentes de financiamiento | 1 555 |
| Colocación de bonos internos (S/. 1 500 millones a 12 años) | 462 |
| Colocación de bonos internos (S/. 1 050 millones a 15 años) | 323 |
| Colocación de bonos internos (S/. 69 millones a 11 años) | 21 |
| Colocación de bonos externos (a 20 años) | 750 |

ETAPAS DE PREPAGO DE DEUDA EXTERNA



Las operaciones monetarias y cambiarias asociadas a las subastas de bonos soberanos en el mercado doméstico por montos significativos en julio (S/. 1 500 millones el día 7 y S/. 1 050 millones el día 15) pueden dividirse en las siguientes etapas:

Etapa I: Constitución de los recursos en moneda doméstica por parte de los demandantes. La subasta de bonos soberanos concitó el interés de los inversionistas, principalmente extranjeros. Estos inversionistas contaban con recursos en moneda extranjera, por lo que se preveía un aumento importante de la oferta de dólares en el mercado cambiario local en las fechas previas a la liquidación de cada una de las subastas de bonos públicos.

El BCRP facilitó la provisión de la liquidez requerida en soles por los inversionistas a través de compras de dólares en el mercado cambiario. Así, entre el 6 y 18 de julio, fechas que abarcan las liquidaciones de ambas subastas (8 y 18 de julio, respectivamente), el BCRP compró en el mercado cambiario US\$ 576 millones.

Etapa II: Colocación de bonos soberanos. El Tesoro Público efectuó la colocación de bonos públicos a través de los creadores de mercado (bancos). En este contexto, dentro de sus funciones de regular el mercado monetario, el BCRP otorgó liquidez temporal a través de repos por S/. 553 millones el 8 de julio y por S/. 400 millones el 18 de julio para compensar el retiro de liquidez producto de la operación y evitar alzas en la tasa de interés del mercado interbancario.

Posteriormente, los bancos transferían los bonos a los inversionistas locales y extranjeros en el mercado secundario de BTP.

Etapa III: Compra de moneda extranjera por parte del Tesoro Público. El Tesoro Público requirió intercambiar los recursos obtenidos en soles por dólares para efectuar el prepagamento. El BCRP vendió moneda extranjera al fisco para efectuar la operación requerida sin que ello tuviese impacto en el mercado cambiario.

Etapa IV: Prepagamento de deuda al Club de París. El gobierno peruano efectuó un pago por US\$ 1 555 millones el 15 de agosto de 2005.

Agregados monetarios

57. Durante los primeros siete meses de 2005 se registró un importante dinamismo en la evolución de los distintos agregados monetarios, incluso mayor que el observado durante el año previo. Las tasas de crecimiento porcentual de los agregados monetarios menos amplios (circulante y emisión primaria) se han situado en términos promedio por encima de 27 por ciento durante 2005 y han mantenido una tendencia creciente desde inicios de año. Esta mayor demanda de dinero para transacciones refleja el continuo dinamismo de la actividad económica, las bajas tasas de interés pasivas en soles y el proceso de des-dolarización, con lo cual el crecimiento de la emisión no ha generado mayores presiones inflacionarias.

Cuadro 25

AGREGADOS MONETARIOS DEL SISTEMA BANCARIO
 (Variación porcentual promedio)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005* |
|------------------------------------|------|------|------|------|-------|
| Circulante | 3,8 | 17,3 | 9,6 | 21,3 | 28,0 |
| Emisión primaria | 3,2 | 15,8 | 7,4 | 18,8 | 27,1 |
| Depósitos en soles | 8,1 | 17,1 | 11,0 | 14,2 | 33,8 |
| Agregado monetario en soles | 6,9 | 17,0 | 10,7 | 16,2 | 32,1 |
| Agregado monetario total | 4,2 | 4,8 | 2,8 | 3,8 | 11,0 |
| Crédito al Sector privado en soles | 1,8 | 5,3 | 8,7 | 6,7 | 14,0 |
| Crédito al Sector privado total | -2,6 | -1,4 | -4,0 | -1,1 | 1,7 |

* A julio.

58. Entre enero y agosto, el saldo de la emisión primaria aumentó en S/. 0,8 mil millones. En este periodo se realizaron compras netas de dólares por US\$ 1,6 mil millones (compras de US\$ 3,1 mil millones en la Mesa de Negociación, compensadas por ventas al sector público por US\$ 1,4 mil millones), expansión monetaria que fue atenuada por los mayores depósitos del sector público en el Banco Central (S/. 3,3 mil millones) y por la colocación neta de CDBCRP (S/. 1,9 mil millones).

Cuadro 26

FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA
 (Millones de nuevos soles)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 Ene-Ago |
|---|------------|---------------|---------------|-----------------|
| I. OPERACIONES CAMBIARIAS | 436 | 3 465 | 6 239 | 5 234 |
| <i>(Millones de US\$)</i> | 128 | 998 | 1 854 | 1 607 |
| 1. Compras netas en Mesa de Negociación | - 32 | 1 050 | 2 340 | 3 097 |
| 2. Sector público | 157 | - 51 | - 487 | -1 493 |
| 3. Otros | 3 | - 1 | 2 | 3 |
| II. OPERACIONES MONETARIAS | 236 | -2 783 | -4 353 | -4 377 |
| 1. Sector público | - 81 | - 921 | - 721 | -3 057 |
| 2. Repos | 170 | -170 | 0 | 0 |
| 3. CDBCRP | - 114 | -2 143 | -4 158 | -1 628 |
| 4. Otros | 261 | 450 | 526 | 308 |
| III. TOTAL | 672 | 682 | 1 886 | 857 |
| Variación % fin de período | 11,0 | 10,1 | 25,3 | 9,2 |
| Variación % promedio del período | 15,8 | 7,4 | 18,8 | 30,7 |
| Nota: | | | | |
| SALDOS A FIN DE PERIODO | | | | |
| CDBCRP | 1 944 | 4 097 | 8 255 | 9 883 |
| Depósitos sector público | 275 | 1 196 | 1 918 | 4 975 |
| Emisión primaria | 6 759 | 7 441 | 9 327 | 10 184 |

59. La tendencia decreciente de los indicadores de dolarización financiera que se ha observado en los últimos años continuó en 2005, aunque a un menor ritmo de disminución.

Cuadro 27

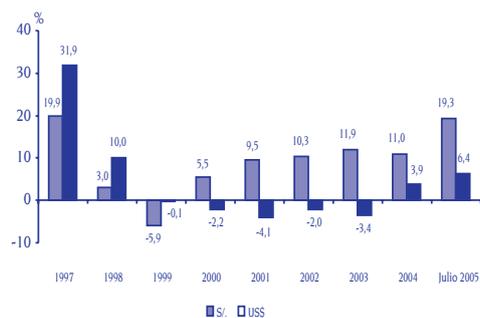
INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA

(En porcentajes del agregado monetario total)

| Año | Agregados monetarios | 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 1/ | 53 | 73 | 69 |

1/ A julio 2005.

Gráfico 47
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(Tasas de crecimiento anual)



60. Entre enero y julio, el crédito del sistema financiero al sector privado se expandió 10,6 por ciento en soles y 5,1 por ciento en dólares. Con ello la tasa anual de crecimiento del crédito en soles pasó de 11 por ciento en diciembre de 2004 a 19,3 por ciento en julio de 2005, y la del crédito en moneda extranjera de 3,9 por ciento en diciembre de 2004 a 6,4 por ciento en julio de 2005.

61. La expansión del crédito en soles entre enero y julio de 2005 (S/. 1 744 millones) correspondió principalmente a las empresas bancarias (S/. 766 millones), debido especialmente al mayor crédito de consumo (S/. 481 millones), a las instituciones de microfinanzas (S/. 551 millones), y a los inversionistas institucionales (S/. 310 millones). Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado de las empresas bancarias se aceleró de 3 por ciento en diciembre de 2004 a 14,1 por ciento en julio de 2005.

62. El incremento del crédito en moneda extranjera (US\$ 619 millones) se debió básicamente a las empresas bancarias (US\$ 649 millones), principalmente por el mayor dinamismo de los créditos de comercio exterior (US\$ 270 millones) y los créditos hipotecarios (US\$ 162 millones), lo que fue contrarrestado parcialmente por el menor crédito de los inversionistas institucionales (US\$ 87 millones). Cabe señalar que la tasa de crecimiento anualizada de julio de 2005 para las empresas bancarias fue 5,2 por ciento, muy superior a las registrada en diciembre de 2004 (0,6 por ciento).

Cuadro 28

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

| | Saldos en millones nuevos soles | | | Tasas de crecimiento | |
|--|---------------------------------|---------------|---------------|----------------------|-------------------|
| | Jul.04 | Dic.04 | Jul.05 | Jul.05/ Jul.04 | Jul.05/ Dic.04 |
| Empresas bancarias 1/ | 8 087 | 8 464 | 9 230 | 14,1 | 9,0 |
| Banco de la Nación | 814 | 1 051 | 1 153 | 41,7 | 9,6 |
| Instituciones de microfinanzas | 3 772 | 4 329 | 4 880 | 29,4 | 12,7 |
| Bancos (créditos de microfinanzas) | 966 | 1 120 | 1 290 | 33,5 | 15,2 |
| Cajas municipales | 1 184 | 1 376 | 1 571 | 32,7 | 14,1 |
| Cajas rurales | 215 | 253 | 292 | 35,3 | 15,4 |
| Cooperativas | 451 | 511 | 550 | 22,1 | 7,7 |
| Edpymes | 186 | 229 | 262 | 40,6 | 14,1 |
| Empresas financieras | 770 | 840 | 916 | 19,0 | 9,1 |
| Inversionistas institucionales 2/ | 2 304 | 2 307 | 2 617 | 13,6 | 13,4 |
| AFPs | 1 498 | 1 337 | 1 539 | 2,7 | 15,1 |
| Empresas de seguros | 628 | 812 | 808 | 28,8 | -0,5 |
| Fondos mutuos | 178 | 158 | 270 | 51,8 | 70,7 |
| Empresas de leasing y otros | 280 | 306 | 321 | 14,6 | 5,0 |
| Total Sistema Financiero | 15 258 | 16 457 | 18 201 | 19,3 | 10,6 |

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

Cuadro 29

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

| | Saldos en millones de US\$ | | | Tasas de crecimiento | |
|--|----------------------------|---------------|---------------|----------------------|-------------------|
| | Jul.04 | Dic.04 | Jul.05 | Jul.05/ Jul.04 | Jul.05/ Dic.04 |
| Empresas bancarias 1/ | 9 611 | 9 465 | 10 114 | 5,2 | 6,9 |
| Banco de la Nación | 22 | 22 | 22 | -0,4 | -0,2 |
| Instituciones de microfinanzas | 567 | 665 | 714 | 25,9 | 7,3 |
| Bancos (créditos de microfinanzas) | 101 | 126 | 153 | 52,2 | 21,6 |
| Cajas municipales | 217 | 250 | 271 | 24,8 | 8,4 |
| Cajas rurales | 48 | 55 | 54 | 12,5 | -2,8 |
| Cooperativas | 130 | 154 | 151 | 16,5 | -1,6 |
| Edpymes | 43 | 49 | 51 | 19,5 | 5,7 |
| Empresas financieras | 29 | 32 | 33 | 15,5 | 5,7 |
| Inversionistas institucionales 2/ | 1 158 | 1 333 | 1 246 | 7,7 | -6,5 |
| AFPs | 572 | 729 | 648 | 13,3 | -11,1 |
| Empresas de seguros | 68 | 89 | 95 | 40,2 | 6,4 |
| Fondos mutuos | 518 | 515 | 503 | -2,9 | -2,3 |
| Empresas de leasing y otros | 621 | 639 | 648 | 4,3 | 1,4 |
| Total Sistema Financiero | 11 979 | 12 125 | 12 744 | 6,4 | 5,1 |

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

II. PROYECCIONES 2005 - 2006

II.1 Contexto internacional y cuentas externas

La economía mundial mantiene perspectivas de crecimiento favorables, aunque con tasas de crecimiento menores que las del año previo, debido al retiro del estímulo monetario en EUA a través del alza de las tasas de interés de la FED. En este contexto, se prevé un aumento de los precios promedio de los principales commodities, en especial del precio del petróleo, lo que llevaría a una mayor caída de los términos de intercambio (6,1 por ciento) y a un menor superávit de la balanza comercial (US\$ 3 015 millones) en el 2006.

Panorama Internacional

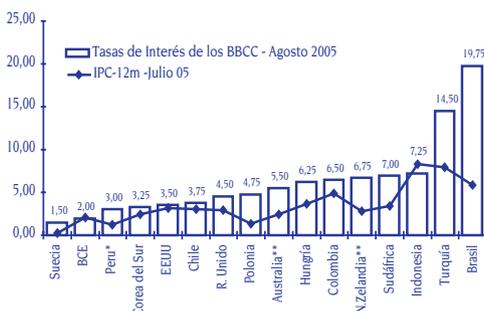
63. La economía mundial crece a tasas menores pero más sostenibles, debido al retiro moderado y paulatino de los estímulos monetarios, particularmente en los casos de Estados Unidos de NA y China.
64. La proyección de crecimiento de nuestros principales socios comerciales para el año 2005 se mantiene en 3,5 por ciento (frente a 4,6 por ciento del año previo) con tasas de crecimiento importantes en China y Estados Unidos de NA, las que compensan el escaso dinamismo de la Eurozona y de Japón, aunque la proyección de la tasa de crecimiento de este país ha sido revisada al alza.

Cabe precisar que el crecimiento de 3,6 por ciento de Estados Unidos de NA explica alrededor del 15 por ciento del crecimiento de la economía mundial. A su vez, el crecimiento de 9,1 por ciento de China representa aproximadamente el 25 por ciento del crecimiento de la economía mundial^{1/}.

65. Las proyecciones de crecimiento de **Estados Unidos de NA** para el 2005 han mejorado de 3,4 por ciento en mayo a 3,6 por ciento en agosto ante los indicadores favorables al crecimiento de algunos sectores económicos. Así, la economía norteamericana creció 3,4 por ciento en el segundo trimestre de 2005, lo que constituye el noveno trimestre consecutivo en que

^{1/} De acuerdo con estimaciones del FMI (World Economic Outlook, abril 2004) las participaciones del producto de Estados Unidos de NA y de China, ajustadas por paridad de poder de compra, son de 20 y 13 por ciento, respectivamente.

Gráfico 48
TASAS DE INTERÉS DE LOS BANCOS CENTRALES A AGOSTO 2005
(En %)



* IPC 12m-Ago 2005; ** IPC 12m-Jun 2005

la economía crece a tasas mayores a 3 por ciento. A ello se sumó, entre otros indicadores, la mejora en la confianza del consumidor en el segundo trimestre del año (luego de caídas sucesivas asociadas a los altos precios del petróleo) y la mejora en los indicadores de empleo, en particular de la planilla no agrícola.

En este contexto, la FED ha elevado gradualmente su tasa de interés, ajuste que además se ha realizado para contener presiones inflacionarias explicadas, en parte, por los elevados precios del petróleo.

66. La evolución de la tasa de interés por parte de la FED difiere de lo observado en otras economías, incluso en economías desarrolladas. El Banco Central Europeo mantuvo su tasa en 2 por ciento mientras que los bancos centrales del Reino Unido y de Suecia redujeron sus tasas en 25 y 50 pbs, respectivamente.

Por su parte, los bancos de Brasil y México mantuvieron sin cambios sus tasas de interés en los últimos meses, luego de haber realizado ajustes importantes en los primeros meses del año. El Banco Central de Chile, por su parte, ha continuado con su política de alza de tasas, elevándola en seis oportunidades hasta alcanzar el 3,75 por ciento, en un contexto de presiones inflacionarias y crecimiento acelerado de la demanda doméstica.

Cuadro 30

DECISIONES DE LOS BANCOS CENTRALES EN LO QUE VA DE 2005

| País | Tasa de interés | No. Reuniones | Dirección | Última Reunión | Dic.04 | Actual |
|-----------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------|---------|
| Estados Unidos (FED) | Fondos Federales | 5 | 5 alzas | 9-Ago-05 | 2,25 | 3,50 |
| Banco Central Europeo (BCE) | Subasta Mínima | 8 | sin variación | 4-Ago-05 | 2,00 | 2,00 |
| Japón 1/ | Meta liquidez (bills. de yenes) | 10 | sin variación | 9-Ago-05 | 30 - 35 | 30 - 35 |
| Reino Unido | Repo | 8 | 1 baja | 4-Ago-05 | 4,75 | 4,50 |
| Brasil | Selic | 7 | 5 alzas | 20-Jul-05 | 17,75 | 19,75 |
| Chile | Política Monetaria | 8 | 6 alzas | 11-Ago-05 | 2,25 | 3,75 |
| Colombia | Repo (reverse) | 7 | sin variación | 22-Jul-05 | 6,50 | 6,50 |
| México 2/ | Corto (mill pesos prom diario) | 15 | 3 alzas | 12-Ago-05 | -69 | -79 |

1/ México y Japón influyen en sus tasas de interés a través de los cambios en la liquidez.

2/ Un aumento del "corto" implica una menor liquidez.

67. Del mismo modo, **Japón** mejoró su proyección de crecimiento para el 2005 de 1,0 por ciento en mayo a 1,6 por ciento en la actualidad. En el segundo trimestre del año, la economía de este país creció a una tasa anualizada de 1,4 por ciento, favorecido por la depreciación del yen frente al dólar y por el fortalecimiento del consumo interno.

68. En **Europa**, las modestas perspectivas de crecimiento se mantienen, en particular en las principales economías de la Eurozona como Alemania e Italia. En el Reino Unido también se observó una desaceleración, por lo que el Banco de

Inglaterra decidió reducir su tasa de interés (de 4,75 a 4,50 por ciento). Cabe destacar que los altos precios del petróleo y los bajos niveles en la confianza del consumidor continúan implicando riesgos de desaceleración en la Eurozona.

Cuadro 31

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

| | 2004 | Proyecciones | | | | |
|---------------------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2005 | | | 2006 | |
| | | Enero | Mayo | Agosto | Mayo | Agosto |
| Socios Comerciales | 4,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,4 |
| Norteamérica | 4,3 | 3,6 | 3,4 | 3,5 | 3,3 | 3,3 |
| EUA | 4,4 | 3,6 | 3,4 | 3,6 | 3,3 | 3,3 |
| Canadá | 2,7 | 2,8 | 2,6 | 2,7 | 3,0 | 2,9 |
| Europa | 2,4 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 2,1 | 2,0 |
| Reino Unido | 3,2 | 2,5 | 2,5 | 2,0 | 2,3 | 2,2 |
| Alemania | 1,7 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 1,4 | 1,3 |
| Asia | 5,6 | 4,2 | 4,4 | 4,6 | 4,6 | 4,4 |
| Japón | 2,9 | 1,1 | 1,0 | 1,6 | 1,7 | 1,5 |
| China | 9,4 | 8,2 | 8,8 | 9,1 | 8,0 | 8,1 |
| América Latina | 6,9 | 4,7 | 4,9 | 4,9 | 4,2 | 4,2 |
| Chile | 5,8 | 5,5 | 5,8 | 5,9 | 5,0 | 5,2 |
| Brasil | 5,1 | 3,8 | 3,7 | 3,0 | 3,7 | 3,4 |

1/ Datos del Concensus Forecast de mes respectivo.

Cuadro 32

PROYECCIONES DE INFLACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/

| | 2004 | Proyecciones | | | | |
|---------------------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2005 | | | 2006 | |
| | | Enero | Mayo | Agosto | Mayo | Agosto |
| Socios Comerciales | 3,4 | 3,2 | 3,3 | 3,6 | 3,2 | 3,4 |
| Norteamérica | 3,1 | 2,6 | 2,8 | 3,5 | 2,6 | 3,3 |
| EUA | 3,0 | 2,5 | 2,8 | 3,6 | 2,5 | 3,3 |
| Canadá | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,0 |
| Europa | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,9 |
| Reino Unido | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Alemania | 1,7 | 1,3 | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 1,5 |
| Asia | 2,1 | 1,8 | 1,7 | 1,4 | 1,8 | 1,6 |
| Japón | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | 0,2 | 0,2 |
| China | 3,9 | 3,4 | 3,2 | 2,5 | 3,1 | 2,6 |
| América Latina | 6,9 | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 6,8 | 6,7 |
| Chile | 2,4 | 2,8 | 2,6 | 3,1 | 2,9 | 3,0 |
| Brasil | 7,6 | 6,0 | 6,3 | 6,0 | 5,5 | 5,3 |

1/ Datos del Concensus Forecast de mes respectivo.

69. **China** ha mostrado en el primer semestre del año un crecimiento mayor al esperado. En consecuencia, el gobierno ha revaluado el yuan 2,1 por ciento frente al dólar y ha anunciado un nuevo esquema cambiario de flotación administrada dentro de una banda móvil de +/- 0,3 por ciento, lo que también atiende a las presiones internacionales sobre el yuan para reducir los desequilibrios comerciales de Estados Unidos de NA.

RECUADRO 5

IMPACTO DE LA REVALUACIÓN DEL YUAN

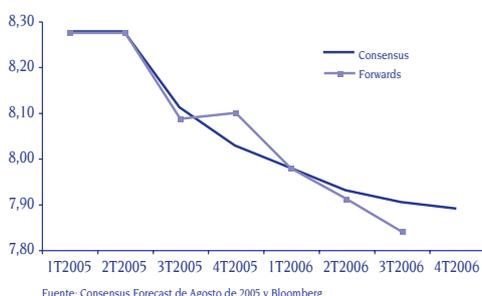
Luego de haber mantenido el tipo de cambio fijo desde 1994, en el mes de julio, China revaluó el yuan 2,1 por ciento y anunció que dejaría fluctuar su moneda frente a una canasta de monedas, dentro de una banda de +/- 0,3 por ciento respecto a una paridad central calculada sobre la base de una canasta de monedas. Posteriormente se ha conocido que dicha canasta estaría compuesta por las monedas que representan un valor anual de comercio bilateral superior a los US\$ 5 mil millones o tienen flujos de inversión directa o de deuda significativas (como el dólar, el euro, el yen y el won coreano). Las autoridades chinas, por su parte, no han sido explícitas en señalar futuros ajustes adicionales de la moneda.

Con ello, el gobierno chino respondió a las críticas internacionales en torno a una subvaluación del yuan que estaría contribuyendo a mantener los desequilibrios de la economía mundial reflejados principalmente en un déficit récord en la cuenta corriente de Estados Unidos de NA. Asimismo, la revaluación del yuan tendría como objetivo doméstico contribuir al desaceleramiento de la economía china que, en el primer semestre del año, creció 9,5 por ciento.

Sin embargo, diversos analistas y casas de inversión manifestaron que se requiere un yuan más flexible y más apreciado para que se beneficie la economía mundial; inclusive, los mercados forward y las proyecciones del Consensus Forecast esperan una apreciación adicional de 3,0 por ciento en el año a diciembre de 2005 y de 1,7 por ciento a diciembre de 2006. Esta posición estaría respaldada por una serie de investigaciones académicas que señalan que la subvaluación del yuan sería mayor; Goldstein (2005), por ejemplo, estima esta apreciación entre 15 y 25 por ciento^{1/}. Por ello, la revaluación de julio habría sido modesta y no tendría efectos considerables en los mercados financieros o en los flujos comerciales. Respecto a los flujos comerciales, Goldstein (2005) señala que cualquier ajuste del dólar será poco significativo si no participan las monedas del Asia (incluido Japón), que en conjunto participan con un 40 por ciento del comercio exterior de Estados Unidos de NA.

En este sentido, la revaluación del yuan ha tenido más un efecto de corto plazo para el precio de las materias primas, pues abarata el precio en yuanes de dicho productos. Por ello, luego de la medida, los precios de los metales en la Bolsa de Metales de

PROYECCIONES DEL YUAN RESPECTO AL DÓLAR



Londres (LME) aumentaron ante el mayor poder de compra chino. Según información del Fondo Monetario Internacional, China representa alrededor del 20 por ciento de la demanda mundial del cobre, 19 por ciento de la del aluminio y 27 por ciento de la del hierro. Perú, por su parte, concentra el 95 por ciento de las exportaciones a China en productos primarios tales como cobre, harina de pescado, plomo, hierro y molibdeno.

Sin embargo, se considera que este impacto sería moderado debido a que la apreciación del yuan es muy pequeña y a que existen otros factores de demanda y de oferta que juegan un rol mucho más significativo en la determinación de los precios.

1/ Goldstein "What might the next emerging-market financial crisis look like?", julio 2005, IIE, WP05-7.

70. En cuanto a los socios comerciales de la región, las tasas de crecimiento se encuentran entre las más altas de los últimos años. Se espera que la región crezca 4,9 por ciento en el 2005, similar a la perspectiva de crecimiento mostrada en el Reporte de Inflación de mayo. Estas economías continuarían beneficiándose de los elevados precios de las materias primas y de las aún bajas tasas de interés internacionales. En este contexto destaca la economía chilena, que crecería 5,9 por ciento en el 2005, en contraste con el crecimiento de Brasil de 3 por ciento.

Evolución del dólar en los mercados internacionales

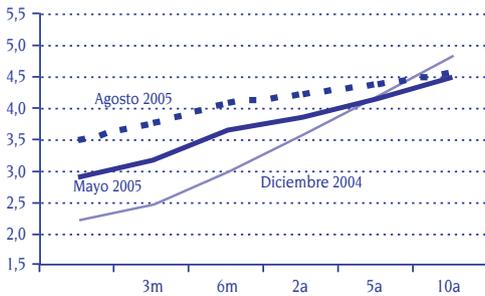
71. Entre enero y agosto de 2005, el dólar mostró un comportamiento apreciatorio frente a las principales monedas mundiales debido a la continua elevación de las tasas de interés de la FED, que ha llevado a elevar el diferencial de tasas de interés entre Estados Unidos de NA y Europa a favor del primero, y a la mayor demanda por títulos de renta variable ante las perspectivas favorables de la economía norteamericana en general y corporativas en particular. También influyó en el fortalecimiento del dólar el rechazo por parte de Francia y Holanda de la Constitución Europea (en mayo y junio de este año). Así, el dólar se apreció 8,7 por ciento respecto al euro, 7,5 por ciento frente a la libra esterlina y 6,5 por ciento respecto al yen.

72. Las perspectivas de mayo se mantienen, previéndose en promedio pocas variaciones para lo que resta del año, aunque con cierta dispersión. Las proyecciones recientes (Consensus Forecast de agosto) estiman que el dólar registraría depreciaciones ligeras hacia fines de 2005 y de 2006. Este escenario asume que no se efectuarían ajustes bruscos en las cuentas externas de Estados Unidos de NA ni ajustes adicionales significativos en el régimen cambiario de China.

Tasa de interés internacional

73. Las tasas de interés de los Estados Unidos de NA suben desde el segundo semestre de 2004 cuando la FED inició el

Gráfico 49
EUA: CURVA DE RENDIMIENTO DE
TÍTULOS FINANCIEROS
 (En %)



ciclo de alzas medidas de su tasa de política monetaria. Desde dicha fecha ha elevado su tasa en diez oportunidades, subiendo desde 1,0 por ciento a 3,5 por ciento.

74. Estas alzas sucesivas de la tasa de política monetaria de Estados Unidos de NA no se han transmitido de modo simétrico a las tasas de plazos más largos por lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha aplanado si se le compara a la que se describe en el Reporte de mayo. El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de NA a 30 años pasó de 4,48 por ciento en mayo a 4,46 por ciento en agosto (una caída de 39 pbs. respecto a diciembre de 2004), una variación prácticamente nula. Este comportamiento estaría asociado a la demanda de bancos centrales extranjeros, principalmente asiáticos, por estos títulos del Tesoro de Estados Unidos de NA.

Cuadro 33

PROYECCIONES DE CUENTA CORRIENTE DE LOS
PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES
 (% del PBI)

| | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------------|------|------|------|
| Estados Unidos de NA | -5,7 | -5,8 | -5,7 |
| Reino Unido | -2,2 | -2,3 | -2,4 |
| Chile | 1,5 | 0,9 | -1,3 |
| Japón | 3,7 | 3,3 | 3,5 |
| China | 4,2 | 4,1 | 4,0 |
| Brasil | 1,9 | 1,1 | 0,4 |
| Alemania | 3,6 | 3,8 | 3,4 |
| Colombia | -1,1 | -2,6 | -2,6 |
| España | -5,0 | -4,8 | -5,4 |
| Venezuela | 13,5 | 12,0 | 8,4 |
| Corea | 3,9 | 3,6 | 2,9 |
| México | -1,3 | -1,4 | -1,6 |
| Argentina | 2,0 | -1,2 | -2,9 |
| Italia | -1,5 | -1,3 | -0,9 |
| Canadá | 2,6 | 2,6 | 2,5 |
| Francia | -0,3 | -0,4 | -0,1 |
| Bélgica | 4,2 | 4,3 | 4,2 |
| Taiwán | 6,2 | 6,6 | 5,9 |
| Bolivia | 2,7 | 2,6 | 2,4 |
| Holanda | 3,4 | 4,2 | 4,5 |

1/ Fuentes: WEO de abril de 2005.

RECUADRO 6

CURVA DE RENDIMIENTO “INVERTIDA” DE LOS BONOS DEL
TESORO DE ESTADOS UNIDOS DE NA COMO INDICADOR
ANTICIPADO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

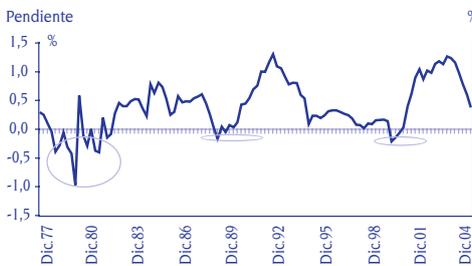
Desde junio de 2004, la FED ha venido subiendo su tasa de interés de manera medida (a un ritmo de ajuste de 250 pbs, pasando de 1,0 a 3,5 por ciento), y las expectativas del mercado señalan que tal evolución continuaría en las próximas reuniones. Sin embargo, entre junio de 2004 y agosto de 2005, las tasas de interés de largo plazo

se han mantenido relativamente estables e incluso han mostrado reducción (la tasa a 30 años ha pasado de 4,85 por ciento a diciembre de 2004, a 4,46 por ciento en agosto de 2005). Por ello, la curva de rendimiento ha comenzado a reducir su pendiente en el tramo de plazos mayores a 2 años (los tramos de largo plazo).

De mantenerse esta tendencia al alza de las tasas de corto plazo y la relativa estabilidad de la tasa de largo plazo se podría generar una situación de “curva invertida”. El temor de que se presente la “curva invertida” ha llamado la atención de inversionistas y analistas del mercado debido a la experiencia observada en el pasado que asocia este problema con períodos posteriores de recesión o menor crecimiento.

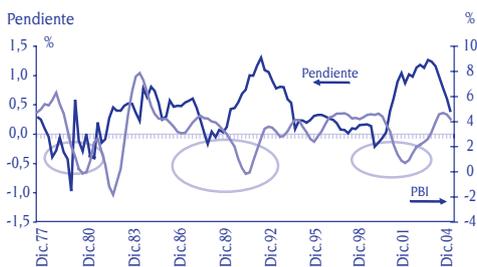
Como se observa en el siguiente gráfico, en los últimos 30 años se han presentado curvas de rendimiento invertidas en cuatro ocasiones en EUA: ago78-abr80, ene-set.89 y, más recientemente, feb00-nov00. A cada uno de estos episodios de curva invertida^{1/} (de 6 trimestres aproximadamente) le siguieron períodos de menor crecimiento, como se puede apreciar en los siguientes gráficos.

Pendiente de la curva de rendimiento



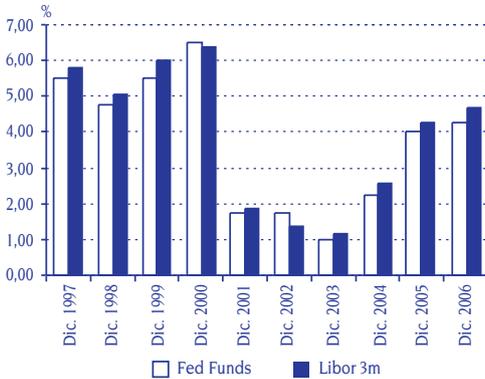
Sin embargo, la evolución reciente de las tasas de largo plazo del bono del Tesoro de Estados Unidos de NA podría estar reflejando otros factores y no necesariamente predeciría una desaceleración económica. En primer lugar, existe una alta demanda por títulos de largo plazo por parte de compradores extranjeros (especialmente asiáticos) y fondos de pensión y de inversión. En la actualidad, según las estadísticas del Tesoro de Estados Unidos de NA (información a abril de 2005), el total de tenencias de bonos del Tesoro por parte de extranjeros es de US\$ 1 990 miles de millones, y de este monto, el 62 por ciento son tenencias oficiales (bancos centrales extranjeros, destacando los de Japón y China). También estarían influyendo ciertos cambios procesados en regulaciones y preferencias de inversores institucionales (básicamente fondos de inversión y de pensión), los cuales estarían demandando en mayor medida bonos de largo plazo. Paralelamente a esta demanda, la oferta de los títulos ha sido limitada, en la medida que el Tesoro de Estados Unidos de NA ha reducido consistentemente sus emisiones de bonos de largo plazo.

Pendiente de la curva de rendimiento y crecimiento trimestral de EUA (%)



Asimismo, las tasas de largo plazo reflejan las expectativas de las tasas futuras de corto plazo. Por ello las tasas de largo plazo registraron fuertes incrementos en el primer semestre de 2004, cuando el mercado anticipó el inicio del ciclo de alzas en las tasas de interés por parte de la FED. Así, hacia fines de enero de 2004 encontramos un incremento de la tasa a 10 años cuando la FED retiró de su comunicado de prensa de ese mes la frase de una política monetaria relajada “por un considerable período”. Lo mismo sucedió en mayo cuando la FED agregó que “en caso de aumento de tasas, el ajuste sería medurado”. Por este motivo, cuando la FED inició su política de alzas desde junio de 2004, el mercado ya había asimilado el cambio de política. Posteriormente, las decisiones de la FED han ido en línea con lo esperado, ajustando gradualmente las tasas con incrementos medurados de 25 pbs. Por ello, estas alzas de tasas no han influido mayormente en las tasas de largo plazo.

Gráfico 50
EUA: TASAS DE INTERÉS DE LA FED
(Diciembre 1997-Diciembre 2006)



Estos factores ayudan a explicar el aplanamiento de la curva de rendimiento y reducen las posibilidades de que este aplanamiento refleje una desaceleración de la economía norteamericana en el futuro. Al menos en los últimos meses no ha habido cambios significativos en las expectativas de crecimiento, las cuales se mantienen favorables. Incluso, dada la evolución de los indicadores de la economía norteamericana durante agosto, las proyecciones de crecimiento están siendo revisadas al alza.

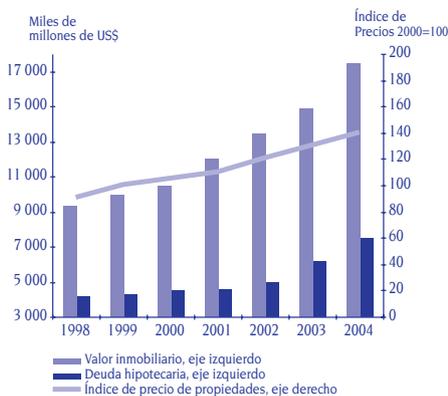
1/ El análisis "curva invertida" se realiza a través de la pendiente entre el bono a 10 años y el de 2 años.

75. Las tasas LIBOR a 3 y 12 meses siguieron el comportamiento de las tasas de interés de la FED. Se estima que en lo que resta del año, la FED realizaría la mayor parte del ajuste de tasas (4,0 por ciento a finales del 2005), y que durante el 2006 sólo habría un ajuste adicional de 25 pbs.

RECUADRO 7

RIESGOS DE SOBRECALENTAMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO

Valor real del sector inmobiliario y de la deuda hipotecaria

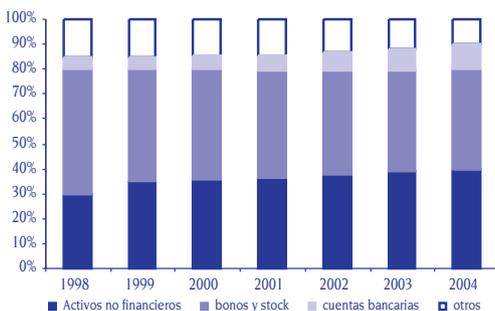


Fuente: Global Financial Stability Report, abril 2005.

Durante la desaceleración económica de inicios de la década, el mercado inmobiliario constituyó uno de los sectores más dinámicos, favorecido en parte por las bajas tasas de interés que estimularon refinanciamientos y nuevos préstamos. El boom de este mercado es un fenómeno que se ha observado no sólo en Estados Unidos sino también en la mayoría de los países desarrollados. De acuerdo con diversas fuentes, los precios de las viviendas han subido alrededor de 65 por ciento desde 1997 en los Estados Unidos mientras que en el Reino Unido el alza alcanzaría a 75 por ciento desde el año 2001. Según información de la Oficina Federal de Empresas Propietarias, en promedio, los precios en el total de estados de Estados Unidos de NA se han incrementado en más de 11 por ciento sólo en el último año.

No existe consenso sobre la existencia de una burbuja especulativa en este mercado. Sin embargo, en un contexto de tasas de interés al alza, existe el riesgo de una corrección a la baja en los precios de los inmuebles. Entre otros efectos, ello afectaría la riqueza de los agentes debido a la participación creciente de los activos inmobiliarios en la riqueza total de EUA.

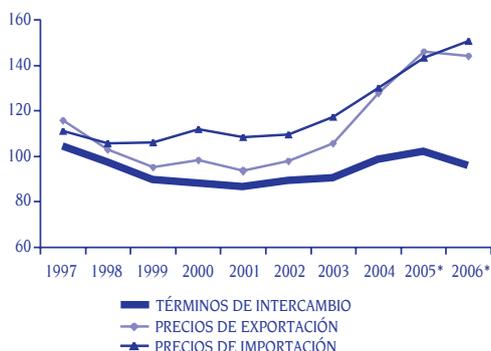
Composición total de la riqueza de EUA por activos



Fuente: Global Financial Stability Report, abril 2005.

La riqueza no financiera (cuyo componente principal son las propiedades) representa en la actualidad cerca del 40 por ciento de la riqueza total en EUA y del 50 por ciento en Europa. Esta caída en la riqueza generaría una disminución en el consumo de los agentes y una retracción de la inversión en este sector, lo que se traduciría en una eventual caída de la demanda agregada y, por lo tanto, en una desaceleración del crecimiento mundial.

Gráfico 51
**ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y
 PRECIOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN:
 1997-2006**



* Proyección.

Términos de intercambio

76. El elevado nivel de las cotizaciones, por encima de las previsiones internacionales, ha sido sostenido por la fortaleza de la demanda mundial de productos básicos, principalmente porque la economía china ha venido creciendo por encima de las expectativas del mercado y por la estrechez en el balance de oferta y demanda de los mercados mundiales de materias primas, aunado a las limitaciones en sus inventarios.
77. Los precios a futuro de las principales bolsas mundiales indican que el mercado prevé una corrección paulatina de los precios internacionales. Ésta seguiría durante el 2006, en el marco de un crecimiento moderado de la economía mundial, asociado a un menor estímulo monetario, particularmente en Estados Unidos de NA, y a la corrección del Yuan, que se supone como un primer paso para una mayor flexibilización.
78. Se proyecta que las cotizaciones de los metales tengan una tendencia paulatina a la baja, con el cobre alcanzando niveles de US\$ 1,58 por libra, el oro de US\$ 432 por onza y el zinc de US\$ 0,59 por libra, como promedio del año 2005; luego de alcanzar en agosto un máximo histórico del cobre, y el mayor precio del oro y del zinc desde junio de 1988 y octubre de 1997, respectivamente.

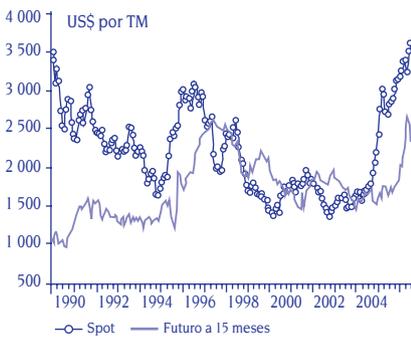
RECUADRO 8

PROYECCIÓN DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

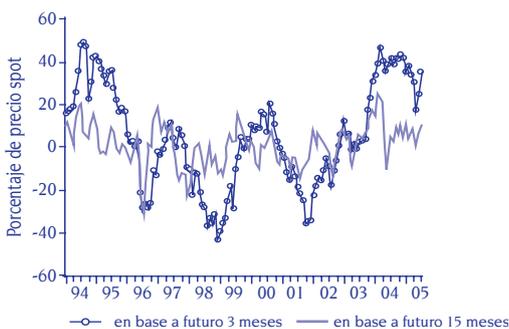
Los términos de intercambio expresan los precios relativos de los bienes de exportación respecto a los bienes que importamos y por ello miden la capacidad de compra de nuestras exportaciones. Mayores términos de intercambio mejoran nuestras cuentas externas y fiscales, elevan el ingreso nacional disponible y consecuentemente provocan un impulso positivo sobre la actividad económica. Para la predicción de los términos de intercambio se construye un **índice concatenado de Fisher**. La construcción del índice requiere del cálculo del factor de concatenamiento elaborado mensualmente a partir de la media geométrica de los índices de Paasche y Laspeyres.

El índice de precios de las exportaciones se ha calculado como un promedio ponderado de los precios de los principales productos de exportación tradicional y una canasta de precios de nuestros principales socios comerciales para el resto de productos tradicionales y para el total de las exportaciones no tradicionales. El índice de precios de las importaciones se calcula como un promedio ponderado de los precios de los principales alimentos y de los combustibles, y la misma canasta de precios externos para el resto de importaciones. Esta canasta de precios externos se calcula sobre la base de la variación de los índices de precios del consumidor de los principales socios comerciales así como de la variación del valor de sus monedas en relación al dólar.

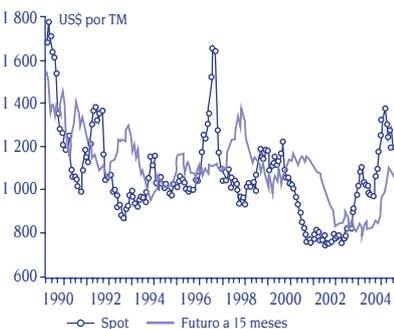
Cobre Spot y Futuros a 15 meses



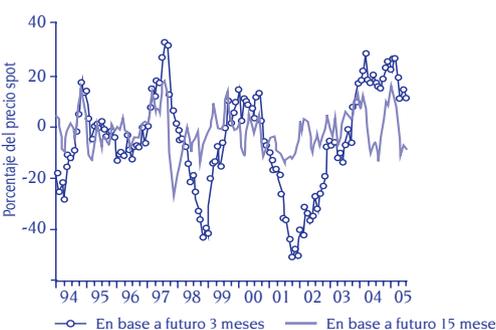
Precio del Cobre: Diferencias entre el precio spot y el proyectado



Zinc Spot y Futuros a 15 meses



Precios del Zinc: Diferencias entre el precio spot y el proyectado



La proyección del índice de términos de intercambio se realiza sobre la base de los precios registrados en los contratos a futuro de los commodities transados en las principales bolsas internacionales. En el caso específico del petróleo se toma como referencia los precios del crudo WTI.

Para el cálculo de estos precios se utilizan promedios ponderados de las últimas treinta observaciones a la fecha de cierre de la estimación, y los mismos son comparadas con los valores estimados por organismos multilaterales (como el Fondo Monetario Internacional), agencias internacionales (como la Agencia Internacional de Energía) y estimaciones privadas. En el caso de no existir contratos a futuro para un producto determinado, son las estimaciones de estas entidades las que se utilizan como insumo básico.

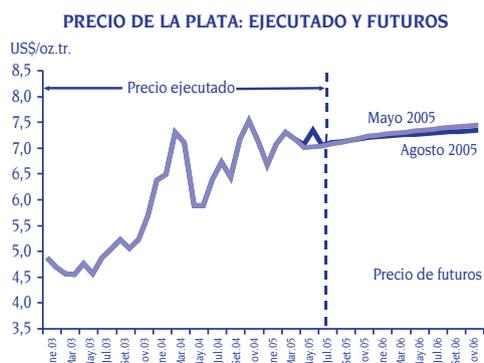
Los futuros de **cobre** han venido reflejando la percepción del mercado que entre este año y el próximo se produciría una moderada recuperación de los inventarios perdidos en los últimos años. Se espera que en los próximos meses se revierta la tendencia del precio del cobre. Ello debido en parte al crecimiento más moderado de China con respecto al primer semestre entre otros factores por cortes de energía asociados a la temporada de verano ya ocurridos en años pasados. En el mismo sentido, las proyecciones de oferta mundial para el 2005 y 2006 indican un crecimiento superior al 10 por ciento acumulado con respecto al 2004 según reportes de Cochilco (11 por ciento) e instituciones privadas^{1/}, y un crecimiento de la demanda de hasta 7 por ciento^{2/} en el mismo periodo. Los elevados precios alcanzados por el cobre en los últimos meses se debieron, en parte, al fuerte crecimiento de la demanda por el metal por encima de lo proyectado, lo que ha determinado reducidos niveles de inventarios que exacerban los efectos de las interrupciones de oferta de corto plazo tales como paralizaciones en Perú, Chile, Estados Unidos de NA y Zambia.

El **petróleo**, por su parte, ha superado largamente la banda impuesta anteriormente por la OPEP, principalmente debido al fortalecimiento de la demanda en China y en el primer trimestre en Japón, la cual se espera persista pese a los precios récord alcanzados. También influenciaron en los altos precios por el lado de la oferta las paralizaciones forzadas por los elevados índices de uso de capacidad instalada de las refinerías en los Estados Unidos y la incapacidad de los países de la OPEP de incrementar significativamente la producción en el corto plazo. En el segundo semestre y para el próximo año se espera que el crecimiento de la demanda de China y los países de la ex Unión Soviética impulsen el consumo^{3/}. Asimismo, para el resto del año se espera una muy activa temporada de huracanes en el Atlántico^{4/}, lo que podría afectar el suministro de crudo en algunos periodos.

En el caso del **oro**, las fluctuaciones del dólar y su tendencia depreciatoria, así como los efectos sobre la inflación de los altos precios del petróleo, provocaron un crecimiento de su precio a niveles no vistos desde finales de la década de los ochenta.

En el mercado del **zinc**, las perspectivas actuales esperan que los precios se estabilicen a partir del segundo semestre debido, entre

Gráfico 52
PROYECCIONES DE PRECIOS DE COMMODITIES:
Enero 2003-Diciembre 2006



otros factores, a la reducción de los precios del cobre; sin embargo, este efecto sería temporal debido a que también se espera que el déficit del metal se mantenga para los próximos dos años^{5/}.

Por eso, las proyecciones en base a futuros no están exentas de error, el mismo que se ve afectado en periodos de alta volatilidad y grandes desequilibrios de mercado. Ese es el caso del panorama actual, en el cual los mercados de metales (básicos y preciosos) y energéticos se encuentran afectados por desequilibrios, tanto por el lado de la demanda como de la oferta. Es posible que, pese a que los futuros estuvieran incorporando toda la información disponible en el mercado, el error de estimación en un periodo marcado por elevada especulación y desequilibrios de mercado sea considerable.

Cabe resaltar que, en los últimos 10 años, los márgenes absolutos de error entre los futuros de 15 meses y los precios ejecutados fueron en el caso del cobre 19 por ciento y en el caso del zinc 15 por ciento.

Notas:

- 1/ El Metal Bulletin Research presenta proyecciones parciales de crecimiento de oferta de 17 por ciento, mientras que el International Copper Study Group presenta un crecimiento de 15 por ciento para el periodo 2006-2004.
- 2/ Cochilco: Mercado del Cobre: II Trimestre 2005 Perspectivas 2005-2006. Julio 2005.
- 3/ Energy Information Administration. Short Term Energy Outlook. Agosto 2005.
- 4/ Predicciones del NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration). Agosto
- 5/ Metal Bulletin Research. Julio 2005.

79. El precio del petróleo se mantendría aún en niveles de US\$ 65 el barril a finales de año. De esta manera, se proyecta que el precio promedio del WTI pase de US\$ 41 el barril como promedio del 2004 a US\$ 57 el barril en el 2005. El precio se ha mantenido por encima de la proyección de mayo, por los bajos inventarios, en un contexto de interrupciones en el suministro por problemas climatológicos, tensiones en el Medio Oriente y huelgas en algunos importantes países productores.

80. Cabe señalar que en el contexto de una alta volatilidad en los precios de los commodities, la dispersión en las proyecciones es relativamente elevada, tal como se muestra en el cuadro 34.

81. Considerando los datos ejecutados al primer semestre y una corrección gradual de los precios, se proyecta para el 2005 una revisión al alza por la mejora de los términos de intercambio de 3,5 por ciento versus una reducción de 2,3 por ciento proyectada en el reporte de mayo. Ello sería resultado de un aumento de los precios de exportación de 14,1 por ciento, mayor al incremento de los precios de importación de 10,2 por ciento. El nivel, tanto del índice de términos de intercambio (101,9) cuanto del índice de precios de las exportaciones (146,0), sería significativamente mayor al del promedio del último quinquenio (90,4 y 104,8 respectivamente).

82. Para el **2006**, se proyecta una reducción de los términos de intercambio de 6,1 por ciento versus una reducción de 2,8

Cuadro 34

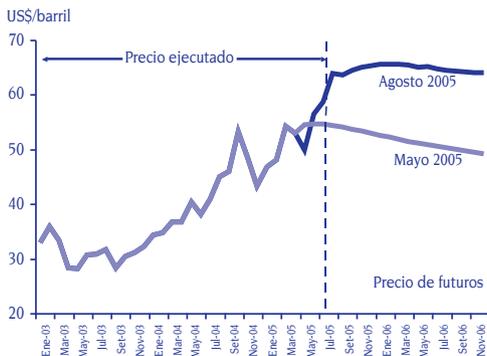
PRECIOS DE LOS PRINCIPALES COMMODITIES

| | | 2004 1/ | | 2005 | | 2006 | Var% 2005 | Var% 2006 |
|----------------------|-------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| | | Dic. | Prom. | Jul. | Prom. | Prom. | Prom. | Prom. |
| COBRE (cUS\$/lb) | Reporte de Inflación 2/ | 142,7 | 130,0 | 163,9 | 157,8 | 142,3 | 21,4 | -9,8 |
| | COCHILCO 3/ | --- | --- | --- | 146,0 | 120,0 | 12,3 | -17,8 |
| | REUTERS prom. 4/ | --- | --- | --- | 143,6 | 121,6 | 10,5 | -15,3 |
| | REUTERS mediana | --- | --- | --- | 143,6 | 120,0 | 10,5 | -16,4 |
| | REUTERS máximo | --- | --- | --- | 157,0 | 155,0 | 20,8 | -1,3 |
| | REUTERS mínimo | --- | --- | --- | 132,0 | 99,8 | 1,5 | -24,4 |
| ORO (US\$/oz.tr) | Reporte de Inflación 2/ | 442,2 | 409,8 | 425,1 | 432,3 | 445,5 | 5,5 | 3,0 |
| | REUTERS prom. 4/ | --- | --- | --- | 432,0 | 441,6 | 5,4 | 2,2 |
| | REUTERS mediana | --- | --- | --- | 433,3 | 450,0 | 5,7 | 3,9 |
| | REUTERS máximo | --- | --- | --- | 462,0 | 500,0 | 12,7 | 8,2 |
| | REUTERS mínimo | --- | --- | --- | 412,0 | 385,0 | 0,5 | -6,6 |
| ZINC (cUS\$/lb) | Reporte de Inflación 2/ | 53,5 | 47,5 | 54,2 | 59,4 | 60,2 | 25,0 | 1,4 |
| | REUTERS prom. 4/ | --- | --- | --- | 58,3 | 59,3 | 22,7 | 1,7 |
| | REUTERS mediana | --- | --- | --- | 58,0 | 60,5 | 22,0 | 4,3 |
| | REUTERS máximo | --- | --- | --- | 68,0 | 70,0 | 43,1 | 2,9 |
| | REUTERS mínimo | --- | --- | --- | 52,6 | 44,5 | 10,7 | -15,4 |
| MOLIB. (cUS\$/lb) 5/ | Reporte de Inflación | 21,5 | 13,6 | 34,1 | 26,9 | 20,0 | 111,8 | -25,6 |
| | COCHILCO 3/ | --- | --- | --- | 30,0 | 16,0 | 136,4 | -46,7 |
| WTI (US\$/b) | Reporte de Inflación 2/ | 43,2 | 41,4 | 58,7 | 57,4 | 64,8 | 38,5 | 12,9 |
| | CONSENSUS 6/ 7/ | --- | --- | --- | --- | 51,6 | 34,4 | -7,4 |
| | EIA 8/ | --- | --- | --- | 55,0 | 56,8 | 32,7 | 3,3 |

Nota:

- 1/ Precios internacionales ejecutados con excepción del Molibdeno.
- 2/ Proyección en base a los treinta últimos contratos de futuros al 16 de agosto de 2005.
- 3/ Comisión Chilena del Cobre. Mercado del Cobre: II Trimestre Perspectivas 2005-2006. Julio 2005.
- 4/ Commodity Pool Reuters. Encuesta a entre 24 y 30 Bancos de Inversión y Publicaciones Especializadas.
- 5/ Los precios del molibdeno corresponden al precio de los concentrados. En el caso de los valores ejecutados se consideraron los precios promedio de exportación a junio de 2005.
- 6/ Consensus Forecast. Agosto 2005.
- 7/ Información disponible para noviembre 2005 y agosto 2006.
- 8/ Energy Information Administration. Short Term Energy Outlook. Agosto 2005.

Gráfico 53
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI:
EJECUTADO Y FUTUROS



por ciento en el reporte de mayo. Al respecto, la reducción proyectada de los precios promedio de las exportaciones se mantiene similar (caída de 1,3 por ciento en el reporte actual versus reducción de 1,4 por ciento en el reporte de mayo), pero el aumento de precios de las importaciones es mayor (5,1 por ciento actualmente versus 1,4 por ciento en el reporte de mayo) debido a los **mayores precios proyectados del petróleo**. Cabe resaltar que aún con la caída de 1,3 por ciento proyectada en el precio de las exportaciones, en particular por el menor precio esperado de productos mineros, el índice promedio aún se mantendría muy por encima de los niveles registrados durante los últimos años, incluyendo el 2004.

Cuadro 35

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación anual)

| | 2004 | Proyecciones | | | | |
|---|------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| | | 2005 | | | 2006 | |
| | | RI Ene. | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| Términos de intercambio | 9,0 | -2,6 | -2,3 | 3,5 | -2,8 | -6,1 |
| Índice de precios de exportación del cual cotizaciones internacionales: | 20,8 | 0,4 | 4,4 | 14,1 | -1,4 | -1,3 |
| - Oro | 12,7 | 1,7 | 5,3 | 5,7 | 3,8 | 4,9 |
| - Cobre | 61,1 | 0,7 | 12,0 | 21,4 | -10,4 | -9,2 |
| - Zinc | 26,6 | 9,8 | 22,0 | 22,5 | 0,0 | 1,5 |
| Índice de precios de importación del cual cotizaciones internacionales: | 10,8 | 3,1 | 6,9 | 10,2 | 1,4 | 5,1 |
| - Petróleo | 33,2 | 3,8 | 27,5 | 38,5 | -0,5 | 12,9 |
| - Trigo | 12,4 | -5,3 | -9,9 | -10,0 | 8,8 | 12,1 |

RI: Reporte de Inflación.
Fuente: BCRP.

RECUADRO 9

PRECIOS DEL PETRÓLEO

Los precios del petróleo en los últimos meses se han venido manteniendo altos y por encima de todas las proyecciones, debido a la rigidez en los fundamentos del mercado petrolero y a las condiciones favorables de demanda en los principales países consumidores. En este contexto, los precios del petróleo se han mantenido muy sensibles a cualquier cambio en el ajustado balance entre la oferta y la demanda petrolera, tales como expectativas sobre los inventarios, efectos de cambios climatológicos o eventos político-sociales que afectan inesperadamente un normal suministro, entre otros factores, llegando el WTI a alcanzar una cotización récord de US\$ 67 por barril el 12 de agosto. Cabe señalar, sin embargo, que para igualar en términos reales los precios registrados durante la revolución iraní y la guerra Irak-Irán entre 1979 y 1981, el WTI tendría que alcanzar una cotización de alrededor de US\$ 80 el barril.

La proyección del presente Reporte de Inflación es consistente con una proyección de US\$ 65 y US\$ 64 el barril para diciembre de 2005 y 2006 (US\$ 57 y US\$ 65 como promedio anual, respectivamente), basado en el promedio de precios a futuro de los últimos 30 días. Sin embargo, diversos factores están sesgando las expectativas del mercado de un precio mayor.

Desde el lado de la demanda mundial de petróleo se proyecta que para el 2005 y 2006 se mantenga sólida a una tasa de alrededor de 1,9-2,1 por ciento en el 2005 (3,2 por ciento en 2004) y 2,0-2,1 por ciento en el 2006¹⁷. Según la EIA (Energy Information Administration) no se espera que la oferta de los países productores No OPEC aumente significativamente, sino se estima crezca por debajo del promedio de los 3 últimos años. La capacidad ociosa de producción

Precio Promedio Internacional Nominal del Petróleo



Precio Promedio Internacional Real del Petróleo



se encuentra en sus límites más bajos desde 1951, estimándose que no se incrementaría significativamente en los siguientes años. Adicionalmente, el que la capacidad de las refinerías en Estados Unidos de NA se encuentre en niveles máximos de utilización, ha llevado incluso en el último mes a diversas paralizaciones técnicas, mientras que la disponibilidad de transporte internacional también permanece ajustada. Asimismo, las condiciones geopolíticas y tensiones sociales en importantes países ofertantes imprimen mayor incertidumbre a las condiciones de oferta.

Finalmente, de acuerdo a la NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration) los siguientes meses pueden ser una de las temporadas de huracanes más activas, lo que en el contexto de limitada capacidad para incrementar la oferta, de refinerías en EUA a sus límites máximos y aún bajos inventarios, los precios del petróleo podrían registrar una gran volatilidad frente a cualquier interrupción en los suministros o daños en la infraestructura petrolera.

1/ Rangos en base a estimaciones del IEA Monthly Market Report (julio 2005) y del EIA Short Term Energy Outlook (agosto 2005), respectivamente.

Balanza comercial

83. En un contexto de mayores términos de intercambio y volúmenes exportados, para el 2005 se proyecta un superávit de la balanza comercial, por cuarto año consecutivo, de US\$ 3,8 mil millones. Esta proyección se sustenta en el caso de las exportaciones en los mayores precios promedio proyectados para los principales metales básicos, así como en los mayores volúmenes proyectados de harina, oro, zinc,

Cuadro 36

BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

| | 2004 | 2005 * | | | 2006 * | | 2005 Var. % | | | 2006 Var. % | |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Rl Ene. | Rl May. | Rl Ago. | Rl May. | Rl Ago. | Rl Ene. | Rl May. | Rl Ago. | Rl May. | Rl Ago. |
| 1. EXPORTACIONES | 12 617 | 13 652 | 14 729 | 16 097 | 15 003 | 16 856 | 8,2 | 16,7 | 27,6 | 1,9 | 4,7 |
| Productos tradicionales | 9 028 | 9 583 | 10 673 | 11 775 | 10 473 | 11 960 | 6,2 | 18,2 | 30,4 | -1,9 | 1,6 |
| Productos no tradicionales | 3 476 | 3 937 | 3 921 | 4 178 | 4 393 | 4 738 | 13,3 | 12,8 | 20,2 | 12,0 | 13,4 |
| Otros | 113 | 132 | 135 | 144 | 137 | 157 | 16,4 | 18,9 | 27,4 | 1,5 | 9,1 |
| 2. IMPORTACIONES | 9 824 | 10 633 | 11 617 | 12 258 | 12 495 | 13 841 | 8,2 | 18,2 | 24,8 | 7,6 | 12,9 |
| Bienes de consumo | 1 973 | 2 109 | 2 267 | 2 310 | 2 458 | 2 560 | 6,9 | 14,9 | 17,1 | 8,4 | 10,9 |
| Insumos | 5 356 | 5 700 | 6 398 | 6 784 | 6 642 | 7 505 | 6,4 | 19,5 | 26,7 | 3,8 | 10,6 |
| Bienes de capital | 2 365 | 2 719 | 2 837 | 3 064 | 3 289 | 3 669 | 15,0 | 19,9 | 29,5 | 15,9 | 19,8 |
| Otros bienes | 130 | 104 | 115 | 101 | 106 | 106 | -19,9 | -11,3 | -22,0 | -7,7 | 5,0 |
| 3. BALANZA COMERCIAL | 2 793 | 3 018 | 3 112 | 3 839 | 2 508 | 3 015 | | | | | |

Rl : Reporte de Inflación.

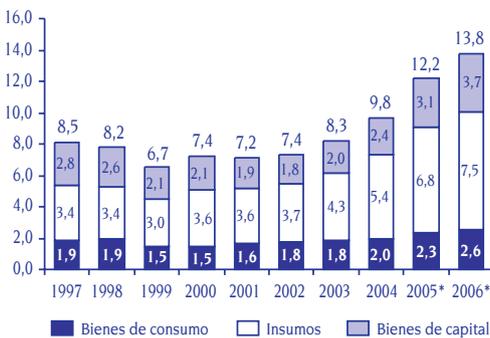
* Proyección.

Gráfico 54
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



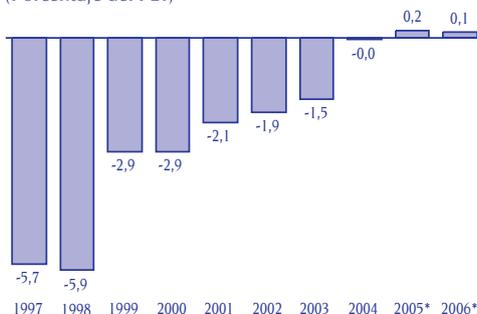
Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.
* Proyección.

Gráfico 55
IMPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



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

Gráfico 56
RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

molibdeno y petróleo. Para el 2006, el superávit comercial se reduciría (US\$ 3,0 mil millones), considerando la corrección proyectada en los términos de intercambio, aunque este nivel sería superior al del 2004.

84. Para el 2005 se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de las exportaciones (28 por ciento frente al 17 por ciento estimado en mayo), debido al aumento promedio de los precios de las exportaciones de 14,1 por ciento (4,4 por ciento en el Reporte de mayo). El crecimiento de los volúmenes sería similar al del Reporte de mayo (12,0 por ciento). Las exportaciones tradicionales aumentarían en 30 por ciento y las no tradicionales en 20 por ciento. El crecimiento proyectado de las exportaciones se explica por: los mejores precios internacionales de los productos básicos, los mayores volúmenes exportados de Antamina (cobre y molibdeno), la puesta en marcha de Alto Chicama (oro) en el segundo semestre del 2005 y el impacto para todo el año del proyecto Camisea (petróleo) que se inició en el segundo semestre del 2004, así como un efecto moderado de la eliminación de las cuotas textiles y el dinamismo de las exportaciones agropecuarias y pesqueras.

85. Las importaciones del 2005 se estiman en US\$ 12,3 mil millones (25 por ciento comparado con el 18 por ciento en el Reporte de mayo) consistente con el mayor crecimiento del PBI (0,5 puntos porcentuales más que en el Reporte de mayo) y los mayores precios del petróleo respecto a las proyección de mayo. Las importaciones de materias primas (27 por ciento), particularmente combustibles e insumos industriales, y de bienes de capital para la industria (30 por ciento) explicarían el mayor dinamismo.

86. Para el 2006 se proyecta un menor saldo positivo de la balanza comercial (US\$ 3,0 mil millones), sustentado en una tasa más moderada de crecimiento en las exportaciones (4,7 por ciento) alcanzando los US\$ 16,9 mil millones, asociado a una coyuntura menos favorable de precios internacionales. Las importaciones, crecerían en 13 por ciento (a US\$ 13,8 mil millones) ante la perspectiva de aún elevados precios del petróleo, mientras que el resto de las importaciones se vincula con el mantenimiento del dinamismo de la actividad económica y el impacto de los acuerdos comerciales sobre los planes de inversión.

87. Para el 2005 se proyecta un superávit en **cuenta corriente** de 0,2 por ciento del PBI sobre la base de los datos ejecutados al primer semestre y con un panorama de mejores precios de exportación, comparado con el déficit de 0,1 por ciento estimado en el Reporte de mayo. Para el 2006, se estima un superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 0,1 por ciento del PBI, considerando el crecimiento real de las exportaciones de 6,2 por ciento y teniendo en cuenta los futuros de las principales bolsas mundiales, que prevén una reducción gradual de los precios de las principales materias primas, con excepción del petróleo.

88. La **cuenta financiera del 2005** se proyecta sería positiva en US\$ 1,2 mil millones, la mitad de lo registrado el año anterior. El sector privado registraría un nivel de US\$ 2,2 mil millones, mayor en US\$ 809 millones a la del año previo, en un contexto de mayor participación de no residentes en las emisiones locales de bonos soberanos, elevado nivel de inversión directa por utilidades generadas y no remesadas, en una propicia coyuntura de precios internacionales, y menor flujo de inversiones en el exterior del sistema financiero. Los capitales públicos alcanzarían un nivel negativo de US\$ 1,0 mil millones, resultado considerablemente menor al de 2004. Esto es atribuible sobre todo a la mayor amortización (US\$ 3,0 mil millones), debido al prepago de la deuda al Club de París (US\$ 1,6 mil millones) en el tercer trimestre, operación que se financió con la colocación de bonos soberanos en moneda local por US\$ 805 millones y con la emisión de bonos globales por un monto de US\$ 750 millones en el mercado externo.
89. Para el año 2006, se estima un superávit en cuenta corriente de US\$ 116 millones ó 0,1 por ciento del PBI debido a la menor balanza comercial asociada a menores términos de intercambio. En el marco de un escenario internacional de continuación del ciclo de alzas en la tasa de interés internacional, se proyecta un menor flujo neto de capitales privados, mientras que el sector público, registraría un menor flujo neto negativo, por la menor amortización resultante del prepago al Club de París de este año.

II.2 Actividad económica

90. En un contexto de mejores condiciones globales que las previstas en los reportes de inflación anteriores, se ha revisado hacia arriba las proyecciones para la actividad económica. Así, para el **año 2005**, la proyección de crecimiento del PBI de 5,0 por ciento publicado en el Reporte de Mayo de 2005 se ha modificado a una tasa de 5,5 por ciento debido a un mayor dinamismo de la inversión privada, el consumo e inversión públicos y las exportaciones. En este escenario, la demanda interna crecería 5,4 por ciento.
91. Estas modificaciones en las proyecciones no implican presiones inflacionarias considerando las ganancias en productividad que han experimentado las empresas en un ambiente de mayor competencia, las economías de escala por mayores volúmenes de producción y ventas, la apreciación cambiaria y las expectativas inflacionarias de los agentes económicos acordes con la meta de inflación del Banco Central como se puede constatar en los datos recogidos por la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas que realiza el Banco.
92. El **consumo privado** se incrementaría en 4,4 por ciento en el presente año. Cifra consistente con el aumento del ingreso nacional disponible (5,4 por ciento) y el mejor nivel de confianza de los consumidores, medido a través del

Cuadro 37

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

(Variaciones porcentuales reales con respecto al mismo periodo del año anterior)

| | 2004 | 2005* | | | 2006* | |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | RI Ene. | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| I. Demanda global (1+2) | 5,6 | 4,7 | 5,5 | 6,3 | 5,2 | 5,3 |
| 1. Demanda interna 1/ | 3,9 | 4,5 | 5,3 | 5,4 | 5,2 | 5,2 |
| a. Consumo privado | 3,4 | 3,8 | 4,4 | 4,4 | 4,5 | 4,4 |
| b. Consumo público | 4,1 | 3,8 | 6,1 | 10,0 | 2,1 | 2,8 |
| c. Inversión privada fija | 9,0 | 8,0 | 9,6 | 12,5 | 10,2 | 11,3 |
| d. Inversión pública | 5,5 | 9,0 | 12,1 | 21,3 | 3,2 | 6,5 |
| 2. Exportaciones | 14,7 | 5,5 | 6,6 | 10,8 | 5,2 | 5,9 |
| II. Oferta Global (3+4) | 5,6 | 4,7 | 5,5 | 6,3 | 5,2 | 5,3 |
| 3. Producto Bruto Interno | 4,8 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| 4. Importaciones | 10,4 | 5,5 | 8,0 | 10,7 | 6,6 | 7,0 |

1/ Incluye variación de inventarios.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: INEI y estimados BCRP.

Cuadro 38

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales reales con respecto al mismo periodo del año anterior)

| | 2004 | 2005* | | 2006* | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| I. Producto Bruto Interno (PBI) | 4,8 | 5,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| II. Producto Nacional Bruto (PNB) 1/ | 3,2 | 4,9 | 4,6 | 5,7 | 6,4 |
| III. Ingreso Nacional Bruto (IN) 2/ | 5,3 | 5,1 | 5,4 | 4,9 | 5,0 |
| IV. Ingreso Nacional Disponible (IND) 3/ | 5,5 | 5,0 | 5,4 | 4,9 | 5,0 |

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

2/ El PBI y el PNB están aislados de cambios en los términos de intercambio del comercio exterior.

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

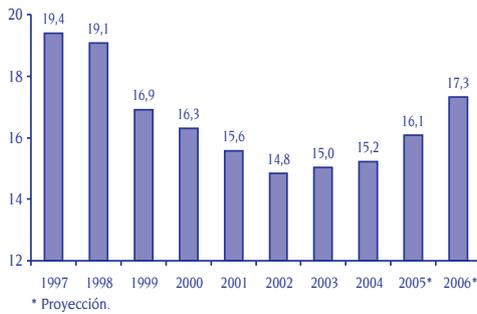
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

INDICCA. Este alcanzó un nivel de 41 puntos en el segundo trimestre de 2005 y picos máximos en julio y agosto de 43 y 44 puntos, respectivamente. De esta manera, se confirma la tendencia positiva de este indicador observada desde el primer trimestre de 2004.

93. De acuerdo a la encuesta de expectativas que mensualmente realiza el BCRP, el crecimiento esperado para el PBI en el 2005 sería de 5,3 por ciento tanto para las entidades financieras y de 5,5 por ciento para los analistas económicos. Para el 2006, las expectativas de crecimiento serían de 4,6 por ciento para los analistas económicos y de 4,9 por ciento para las entidades financieras (ver cuadros 42 y 43).

Gráfico 57
RATIO DE LA INVERSIÓN PRIVADA FIJA
 (Porcentaje del PBI)



94. El crecimiento de la inversión privada permitiría aumentar su participación en el PBI, pasando de 15,2 en el 2004 a 16,1 y 17,3 por ciento en el 2005 y 2006, respectivamente, recuperando la participación de fines de la década pasada.
95. En el 2005, se espera que las **exportaciones** continúen con la tendencia positiva mostrada en el primer semestre de tal forma que crezcan 10,8 por ciento en el año, principalmente por mayores volúmenes de oro y molibdeno y por un aumento de las exportaciones no tradicionales, destacando químicos, agropecuarios y metal-mecánicos.
96. Se espera que en el 2005 el **consumo público** crezca 10,0 por ciento, principalmente por mayores gastos en remuneraciones y bienes y servicios del gobiernos central, mientras que la **inversión pública** se incrementaría en 21,3 por ciento.
97. Durante el **2006**, la actividad económica crecería 5,0 por ciento impulsada por el incremento de la demanda interna (5,2 por ciento) y de las exportaciones (5,9 por ciento) en la expectativa de un buen entorno económico nacional e internacional. Dentro de las exportaciones, tanto las tradicionales (donde destacan oro, molibdeno y hierro) como las no tradicionales (principalmente, agropecuarios, pesqueros y minerales no metálicos) continuarán expandiéndose.

Evolución Sectorial

98. Para los años 2005 y 2006 se proyecta un crecimiento del PBI de 5,5 y 5,0 por ciento, respectivamente. En el 2005, dicho crecimiento se debería principalmente al mayor dinamismo de la manufactura no primaria, liderada por la consolidación del mercado interno. Para el 2006, el desempeño de la manufactura no primaria estaría acompañado del mayor dinamismo de la construcción.
99. El sector **agropecuario** crecería 4,3 por ciento tanto en el 2005 como en el 2006, en base a la mejora de las condiciones hídricas y climáticas respecto a las del año anterior. Los principales productos que aportarían al crecimiento serían el arroz, la papa, los productos de agroexportación y la producción de carne de ave y vacuno. Para el 2006 continuarían las buenas condiciones hídricas y el afianzamiento de los productos agrícolas peruanos en los mercados externos.
100. En el sector **pesca** se proyecta un crecimiento de 1,6 y 2,1 por ciento para los años 2005 y 2006, respectivamente. El incremento del 2005 reflejaría la recuperación de la extracción para el rubro conservas y la continuación de los mayores desembarques para congelado y fresco. La extracción de anchoveta aumentaría ligeramente de 8,6 a 8,7 millones de TM respecto al año 2004. Para el 2006 se prevé una mayor diversificación de especies del sector conservas y

Cuadro 39

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales reales con respecto al mismo periodo del año anterior)

| | 2004 | 2005* | | | 2006* | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | RI Ene. | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| Agropecuario | -1,1 | 3,4 | 3,7 | 4,3 | 4,2 | 4,3 |
| Pesca | 30,5 | 1,8 | 1,9 | 1,6 | 2,6 | 2,1 |
| Minería e hidrocarburos | 5,4 | 7,0 | 6,7 | 6,4 | 4,4 | 4,3 |
| Minería metálica | 5,2 | 5,7 | 5,0 | 4,4 | 3,6 | 3,7 |
| Hidrocarburos | 7,1 | 26,2 | 21,3 | 24,8 | 14,7 | 12,1 |
| Manufactura | 6,7 | 5,0 | 5,2 | 6,4 | 5,2 | 5,2 |
| Procesadores de recursos primarios | 4,6 | 3,4 | 1,1 | -0,4 | 3,1 | 2,5 |
| Manufactura no primaria | 7,2 | 5,5 | 6,0 | 8,0 | 6,0 | 6,0 |
| Electricidad y agua | 4,6 | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 4,4 | 4,4 |
| Construcción | 4,7 | 6,0 | 6,5 | 6,5 | 8,3 | 8,0 |
| Comercio | 4,8 | 4,6 | 4,5 | 6,2 | 4,9 | 4,9 |
| Otros servicios | 4,7 | 4,1 | 5,1 | 5,2 | 4,9 | 5,0 |
| <u>VALOR AGREGADO BRUTO</u> | 4,6 | 4,6 | 5,0 | 5,6 | 5,0 | 5,0 |
| Impuestos a los productos y derechos de importación | 6,4 | 4,5 | 5,0 | 5,1 | 5,0 | 4,9 |
| <u>PBI GLOBAL</u> | 4,8 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| VAB Primario | 2,8 | 4,7 | 4,3 | 4,2 | 4,0 | 3,9 |
| VAB No Primario | 5,1 | 4,5 | 5,3 | 5,9 | 5,2 | 5,3 |

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: INEI y estimados BCRP.

la mayor actividad de congelado. La captura de anchoveta declinaría ligeramente respecto al año 2005.

101. El sector **minería e hidrocarburos** crecería 6,4 por ciento en el 2005 y 4,3 por ciento en el 2006. El crecimiento en ambos años correspondería a la mayor producción de oro así como de hidrocarburos. El crecimiento de la producción de oro refleja el inicio de operaciones del proyecto Alto Chicama (La Libertad) perteneciente a la empresa canadiense Barrick Gold en julio de 2005. Asimismo, la producción de gas natural y líquidos de gas natural por parte de Camisea impulsaría el crecimiento del subsector hidrocarburos.

102. El sector **manufactura** se estima crecería 6,4 por ciento debido al incremento de la manufactura no primaria (8,0 por ciento) en el 2005, que compensaría la caída de la industria procesadora de recursos primarios en 0,4 por ciento. El aumento de la manufactura no primaria corresponde principalmente a la mayor demanda interna y externa de productos químicos, caucho y plásticos; productos metálicos estructurales; alimentos, bebidas y tabaco; prendas tejidas de punto y la industria del papel e imprenta.

Para el 2006 se proyecta un crecimiento del sector manufactura de 5,2 por ciento. La industria de procesamiento de recursos

primarios aumentaría 2,5 por ciento reflejando la mayor actividad de conservas y productos congelados de pescado, azúcar y la refinación de petróleo. En la mayor actividad de la manufactura no primaria (6,0 por ciento) destacaría la mayor producción de minerales no metálicos, la industria de papel e imprenta y productos químicos, caucho y plásticos.

103. El sector **construcción** crecería 6,5 y 8,0 por ciento en el 2005 y 2006, respectivamente. En el presente año continuaría el impulso de los programas habitacionales MiVivienda. Durante el 2006 el crecimiento respondería al dinamismo de la inversión privada, a la construcción de la carretera Interoceánica del sur y a la realización de algunos proyectos mineros importantes (entre los que destaca la conclusión de la modernización de la fundición de Ilo y la construcción de la planta de sulfuros de Cerro Verde así como la planta de licuefacción de gas).

II.3 Finanzas públicas

La proyección fiscal considera un déficit de 1,0 por ciento del PBI para el periodo 2005-2006, en línea con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) Revisado publicado en agosto, que supone una evolución del gasto público consistente con las previsiones de evolución de demanda interna y con la meta de inflación.

Cuadro 40

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

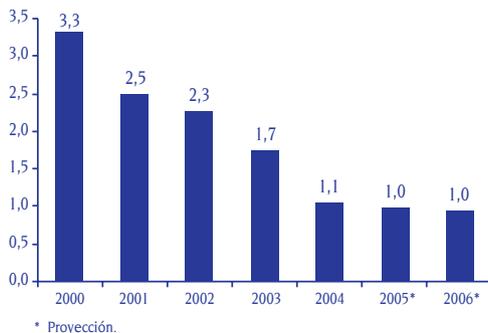
(Millones de nuevos soles)

| | 2004 | 2005* | | | 2006* | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | RI Ene. | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| 1. Ingresos corrientes del Gobierno Central | 35 381 | 38 112 | 39 121 | 39 800 | 41 390 | 42 016 |
| (% del PBI) | 15,1 | 15,3 | 15,5 | 15,7 | 15,4 | 15,6 |
| Var. % real | 8,1 | 5,5 | 8,2 | 10,5 | 3,2 | 3,2 |
| 2. Gastos no financieros del Gobierno Central | -34 165 | -36 055 | -37 301 | -38 250 | -39 200 | -39 920 |
| (% del PBI) | -14,6 | -14,5 | -14,8 | -15,1 | -14,5 | -14,8 |
| Var. % real | 4,8 | 3,3 | 6,8 | 10,0 | 2,5 | 2,0 |
| Corriente | -29 870 | -31 493 | -32 685 | -33 250 | -34 265 | -34 364 |
| (% del PBI) | -12,8 | -12,7 | -13,0 | -13,1 | -12,7 | -12,8 |
| Var. % real | 5,3 | 3,3 | 7,1 | 9,3 | 2,3 | 1,0 |
| Capital | -4 295 | -4 562 | -4 616 | -5 000 | -4 935 | -5 556 |
| (% del PBI) | -1,8 | -1,8 | -1,8 | -2,0 | -1,8 | -2,1 |
| Var. % real | 1,5 | 3,6 | 5,2 | 14,4 | 4,3 | 8,6 |
| 3. Otros | 1 184 | 898 | 1 245 | 1 127 | 1 475 | 1 378 |
| (% del PBI) | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| 4. Resultado Primario | 2 400 | 2 955 | 3 066 | 2 677 | 3 665 | 3 474 |
| (% del PBI) | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 1,3 |
| 5. Intereses | -4 865 | -5 405 | -5 486 | -5 153 | -6 229 | -6 036 |
| (% del PBI) | -2,1 | -2,2 | -2,2 | -2,0 | -2,3 | -2,2 |
| Del cual: | | | | | | |
| Externos (Millones de US\$) | -\$1 159 | -\$1 346 | -\$1 336 | -\$1 280 | -\$1 450 | -\$1 337 |
| 6. Resultado económico | -2 465 | -2 450 | -2 420 | -2 476 | -2 564 | -2 563 |
| (% del PBI) | -1,1 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 |
| Millones de US\$ | -\$754 | -\$732 | -\$735 | -\$759 | -\$772 | -\$777 |

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 58
DÉFICIT ECONÓMICO DEL
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)



104. El **déficit del Sector Público No Financiero** del 2005 ascendería a 1,0 por ciento del PBI, cifra menor en 0,1 de punto porcentual respecto al año 2004. Dicha mejora obedecería a la mayor recaudación de 0,6 por ciento del PBI, producto de la mayor actividad económica y de los altos precios internacionales de nuestras materias primas, que se utilizaría en un mayor gasto no financiero de 0,5 por ciento del PBI.

105. El **déficit fiscal para el 2006** se estima en 1,0 por ciento del PBI, similar al previsto para el 2005, en línea con el límite de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) y la previsión del MMM Revisado, lo que implica un incremento en el resultado primario de 0,2 por ciento respecto al 2005. Esta proyección asume que el incremento real del gasto no financiero del gobierno general no excede el límite legal de 3 por ciento.

106. En el 2005, los **ingresos corrientes** del gobierno central ascenderían a 15,7 por ciento del PBI, cifra superior en 0,6 puntos porcentuales a los registrados en el 2004 y en 10,5 por ciento en términos reales.

Los ingresos tributarios se incrementarían 9 por ciento en términos reales debido a la mejora del Impuesto a la Renta (18 por ciento), impuestos a las importaciones (15 por ciento) y el IGV (7 por ciento). El primer caso obedece principalmente a la mejora de precios internacionales y al efecto rezagado del incremento de la tasa del Impuesto a la Renta de personas jurídicas de 27 a 30 por ciento en la regularización registrada en el año. En el caso de los impuestos a la importación, el incremento responde a la evolución de las importaciones, las que se elevarían 25 por ciento. En lo referente al IGV, la mejora está asociada principalmente a las mayores importaciones y en menor grado a las medidas de administración tributaria aplicadas desde el segundo semestre de 2004. Estos factores serían parcialmente compensados por los menores ingresos por ISC (8 por ciento en términos reales) debido a las reducciones en la tasa del impuesto a los combustibles para atenuar el impacto del alza en la cotización internacional.

Por su parte los ingresos no tributarios se incrementarían 19 por ciento en términos reales debido a los mayores ingresos por canon y regalías, derivados de los mayores precios internacionales y las operaciones de Camisea; así como por regalías mineras, las que se vienen registrando desde este año.

107. Los **ingresos corrientes** del gobierno central en el 2006 se reducirían 0,1 por ciento del PBI respecto al 2005, aunque en términos reales crecerían 3,2 por ciento. El menor dinamismo obedecería al menor ingreso extraordinario por regularización del Impuesto a la Renta, así como a la reducción gradual de los precios internacionales de los minerales. Cabe mencionar que la tasa del Impuesto a las

Gráfico 59
GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
(Variaciones porcentuales reales)



Transacciones Financieras (ITF) se reduciría de 8 a 6 por mil, y se mantendría la tasa del IGV en 19 por ciento.

108. Los **gastos no financieros** del gobierno central en el 2005 ascenderían a 15,1 por ciento del PBI, superior en 0,5 por ciento del PBI a los del 2004, lo que equivale a un incremento de 10 por ciento en términos reales. La cifra de gasto se encuentra en línea con la prevista en el MMM Revisado y comprende el efecto del Crédito Suplementario aprobado por el congreso en junio por S/. 1,3 mil millones, a través de la Ley 28562.

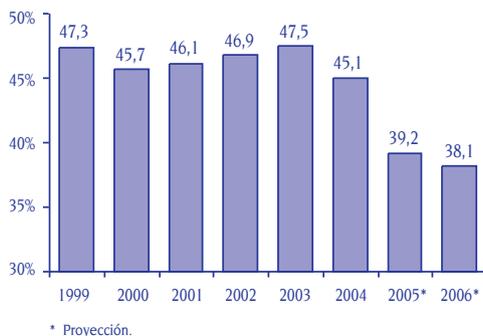
Dada la previsión anual de gasto no financiero del MMM Revisado, el ritmo de éste se aceleraría en el segundo semestre del año, implicando un incremento de 12 por ciento en términos reales respecto al segundo semestre de 2004 (7 por ciento real en el primer semestre) para alcanzar un déficit fiscal de 1 por ciento.

El gasto corriente se incrementaría 9,3 por ciento en términos reales debido al efecto de los incrementos en las remuneraciones dictados desde el segundo semestre de 2004 y el primer semestre de este año (maestros, profesionales de la salud, entre otros), así como a las mayores transferencias a los gobiernos locales por el efecto de los precios internacionales en el Impuesto a la Renta y en el canon y regalías.

El gasto de capital crecería 14,4 por ciento real, para lo cual sería necesario que el gasto del segundo semestre se incremente 19 por ciento en términos reales (3,6 por ciento en el primer semestre).

109. En el 2006, los **gastos no financieros** del gobierno central se incrementarían 2 por ciento real respecto a 2005 (S/. 1,7 mil millones) luego del incremento del 10 por ciento real para este año, en línea con el MMM Revisado. El crédito suplementario de junio generó un incremento en gastos permanentes estimados en alrededor de S/. 600 millones adicionales para el 2006. Asimismo se prevé un incremento en las transferencias a gobiernos locales debido al efecto rezagado de los precios internacionales sobre el canon minero. Finalmente, los gastos del 2006 ya incluyen pagos por la suscripción de compromisos iniciales asociados a concesiones de proyectos de transporte por US\$ 63 millones.

Gráfico 60
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



110. El gasto en **intereses** ascendería a 2,0 por ciento del PBI en el 2005, inferior en 0,1 por ciento al del 2004, debido al efecto de la menor inflación sobre los intereses devengados por los bonos de reconocimiento y a la apreciación del tipo de cambio sobre la deuda en moneda extranjera. Cabe mencionar que la operación de prepago de la deuda externa con el Club de París implicará un ahorro de intereses por US\$ 29 millones en el presente año, pero un incremento a US\$ 37 millones en el siguiente ejercicio dada la extensión del plazo promedio de la deuda pública.

111. Los **intereses** ascenderían a 2,2 por ciento del PBI en el 2006, superior en 0,2 puntos porcentuales a los del año 2005. Ello responde tanto a los mayores pagos por deuda interna, debido al mayor saldo de bonos soberanos y al alargamiento de los plazos y el efecto de la inflación en los bonos de reconocimiento, cuanto a los mayores intereses por deuda externa en US\$ 57 millones.

Cuadro 41

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de US\$)

| | 2004 | 2005* | | | 2006* | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | RI Ene. | RI May. | RI Ago. | RI May. | RI Ago. |
| 1. Resultado Económico (millones de soles) | -2 465 | -2 450 | -2 420 | -2 476 | -2 564 | -2 563 |
| (% del PBI) | -1,1 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 |
| Millones de US\$ | -754 | -732 | -735 | -759 | -772 | -777 |
| 2. Amortización (millones de US\$) | -2 068 | -2 295 | -2 267 | -3 695 | -1 910 | -1 550 |
| Redención de bonos de reconocimiento | -215 | -194 | -196 | -197 | -69 | -94 |
| Internos | -505 | -571 | -573 | -588 | -314 | -306 |
| Externos | -1 348 | -1 529 | -1 497 | -2 909 | -1 527 | -1 150 |
| 3. Requerimiento financiero (millones de US\$) | 2 822 | 3 026 | 3 003 | 4 454 | 2 682 | 2 327 |
| Desembolsos externos | 2 474 | 1 523 | 1 673 | 2 223 | 1 799 | 1 000 |
| Libre disponibilidad | 2 158 | 1 023 | 1 173 | 1 723 | 1 299 | 500 |
| Proyectos de inversión | 315 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Bonos internos | 766 | 1 027 | 1 030 | 1 803 | 600 | 1 150 |
| Privatización | 114 | 87 | 97 | 97 | 24 | 24 |
| Otros | -532 | 389 | 203 | 331 | 259 | 153 |

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

112. El requerimiento de financiamiento ascendería a US\$ 4,4 mil millones en el 2005, de los cuales US\$ 1,6 mil millones corresponden a la operación de prepago con el Club de París. Excluyendo dicho monto, el requerimiento supera en US\$ 78 millones los del año anterior.

Los desembolsos externos ascenderían a US\$ 2,2 mil millones, de los cuales US\$ 1,2 mil millones corresponden a Bonos Globales (US\$ 750 millones en julio para atender la operación de renegociación con el Club de París), US\$ 546 millones a créditos de libre disponibilidad y US\$ 500 millones a proyectos de inversión.

Los bonos internos ascenderían a S/. 5,9 mil millones, equivalentes a US\$ 1,8 mil millones, cifra que incluye el intercambio del vencimiento de bonos del Tesoro Público emitidos para el Programa de Consolidación del Sistema Financiero por US\$ 389 millones (de los cuales ya se intercambiaron US\$ 262 millones en mayo), así como el equivalente a US\$ 805 millones emitidos en julio y agosto para completar la renegociación de la deuda con el Club de París.

Las operaciones de intercambio de deuda en dólares por deuda en moneda nacional, han permitido reducir el riesgo

cambiarlo de la deuda pública, estimándose que el ratio de deuda en moneda extranjera sobre la deuda total se reduciría de 85 por ciento en el 2004 a 80 por ciento al cierre de 2005.

113. El **requerimiento de financiamiento** en el 2006 ascendería a US\$ 2,3 mil millones, reflejando la reducción de US\$ 345 millones en el vencimiento de amortización externa por el prepago al Club de París.

Los desembolsos externos ascenderían a US\$ 1,0 mil millones, de los cuales US\$ 500 millones corresponden a proyectos de inversión y US\$ 500 millones a créditos de libre disponibilidad. No se considera la emisión de bonos globales en el exterior.

Se estima una colocación de bonos domésticos por S/. 3,8 mil millones equivalente a US\$ 1,2 mil millones. Cabe mencionar que esta cifra es superior a la considerada en el MMM Revisado (US\$ 650 millones), lo que permitiría un manejo más prudente de la caja fiscal manteniendo saldos de depósitos del Sector Público iguales al servicio de la deuda externa un trimestre. Ello estará en línea con lo recomendado por el Banco Central al Ministerio de Economía y Finanzas en su carta respuesta sobre el MMM Revisado.

II.4 Expectativas

114. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas realizada por el Banco Central durante mayo y agosto a las entidades financieras del país y a un grupo de analistas económicos muestra los siguientes resultados:

Entre mayo y agosto, las expectativas de crecimiento del PBI se elevaron de un rango de 4,8 y 5,0 por ciento a uno situado entre 5,3 y 5,5 por ciento para el 2005. Para el 2006, los analistas económicos esperan un crecimiento del PBI real de 4,6 por ciento, en tanto que las instituciones financieras proyectan un crecimiento de 4,9 por ciento.

En cuanto a la inflación, tanto los analistas económicos como las entidades financieras han reducido sus expectativas de inflación al pasar de 2,5 a 2,3 por ciento y de 2,5 a 2,4 por ciento, respectivamente. No obstante ambos grupos mantienen las expectativas de inflación alrededor del 2,5 por ciento para el 2006.

En relación al tipo de cambio ambos grupos esperan una mayor apreciación del Nuevo Sol para el 2005, pasando de un rango de S/. 3,29 y S/. 3,27 por dólar en el Reporte de mayo a un valor de S/. 3,26 por dólar. En el 2006 tanto los analistas económicos como las entidades financieras, esperan un tipo de cambio menor al del Reporte de mayo al pasar de un rango de S/. 3,34 y S/. 3,32 a S/. 3,30 por dólar.

Cuadro 42

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS

Analistas económicos

| | Enero | Mayo | Agosto |
|---|-------|------|--------|
| Crecimiento del PBI (%) | | | |
| 2005 | 4,5 | 5,0 | 5,5 |
| 2006 | 4,1 | 4,5 | 4,6 |
| Inflación (%) | | | |
| 2005 | 2,5 | 2,5 | 2,3 |
| 2006 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Tipo de cambio (nuevos soles por US\$) | | | |
| 2005 | 3,34 | 3,29 | 3,26 |
| 2006 | 3,45 | 3,34 | 3,30 |
| Tasa de interés interbancaria (%) | | | |
| 2005 | 3,8 | 3,3 | 3,2 |
| 2006 | 4,0 | 4,2 | 3,5 |

Cuadro 43

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS

Sistema Financiero

| | Enero | Mayo | Agosto |
|---|-------|------|--------|
| Crecimiento del PBI (%) | | | |
| 2005 | 4,5 | 4,8 | 5,3 |
| 2006 | 4,5 | 4,2 | 4,9 |
| Inflación (%) | | | |
| 2005 | 2,5 | 2,5 | 2,4 |
| 2006 | 2,5 | 2,6 | 2,5 |
| Tipo de cambio (nuevos soles por US\$) | | | |
| 2005 | 3,30 | 3,27 | 3,26 |
| 2006 | 3,35 | 3,32 | 3,30 |
| Tasa interbancaria (%) | | | |
| 2005 | 3,9 | 3,5 | 3,3 |
| 2006 | 4,5 | 4,5 | 3,8 |

II.5 Inflación

Se espera que la tasa de inflación últimos doce meses siga estando alrededor del límite inferior del rango meta (1,5 por ciento), cerrando el año en 1,8 por ciento. A lo largo del próximo año, la tasa de inflación últimos doce meses continuaría convergiendo hacia el nivel meta (2,5 por ciento), lo cual asume una reversión de la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol y una economía que mantiene el dinamismo de crecimiento en 5 por ciento.

115. La proyección central de inflación asume que la posición de la política monetaria seguirá siendo estable en el futuro cercano pero que a lo largo del 2006 el actual estímulo

Gráfico 61
PROYECCIÓN Y EJECUCIÓN DE INFLACIÓN 2005
 (Variación Acumulada del IPC a 12 meses)



monetario se amenguará paulatinamente para ser consistente con la meta de inflación. En la medida que el Banco vaya acopiando nueva información sobre el estado de la economía, la posición de política monetaria se ajustará de manera consistente con la meta inflacionaria del BCRP.

116. La inflación observada a lo largo del año 2005 se ha movido en el tramo inferior del rango meta de inflación, ubicándose en torno al borde inferior durante los últimos meses. En el gráfico 61 se observa que la inflación observada en el 2005 se ha movido en línea con las proyecciones hechas en los reportes publicados este año. En estos reportes se predijo que la inflación estaría por debajo del centro de la meta en la primera parte de 2005 para luego acercarse más hacia fines del año.

117. Para el **2006**, la proyección central de inflación se ubica por debajo de la prevista en el Reporte de mayo. A diferencia del reporte anterior, la inflación últimos 12 meses estaría aún por debajo de la meta aunque en una senda de convergencia gradual hacia la meta de 2,5 por ciento.

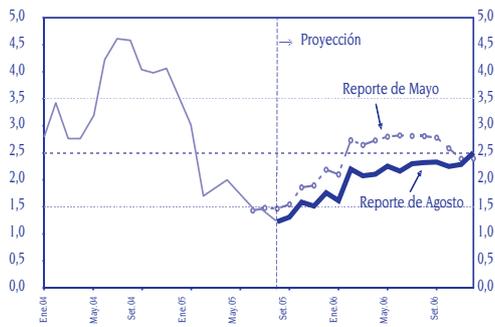
118. La evolución futura de la inflación dependerá de las condiciones macroeconómicas agregadas imperantes antes descritas tales como los precios del petróleo, los precios de nuestras principales exportaciones, la actividad económica mundial, las tasas de interés de la reserva Federal, las condiciones de oferta y demanda, etc. En este sentido, existen tres factores macroeconómicos que ejercen marcada influencia sobre el comportamiento del IPC:

- El balance entre la demanda y la oferta disponible de bienes finales de consumo.
- La evolución de los costos laborales, así como de los costos de los insumos nacionales e importados.
- El mecanismo de fijación de precios, que está influenciado por la inercia inherente de la inflación y por las expectativas sobre la inflación futura.

119. Sobre el balance entre demanda y oferta de bienes finales, el indicador del PBI revela una tasa de crecimiento sostenida en los últimos años que no ha ejercido presiones perceptibles sobre la inflación. Se estima, por lo tanto que el crecimiento de la demanda y la oferta de bienes y servicios han estado balanceados. El dinamismo de la actividad económica en el horizonte de proyección es consistente con la convergencia de la inflación desde el actual nivel de 1,2 por ciento hasta su nivel meta de 2,5 por ciento a fines de 2006.

120. Otro factor determinante de la inflación es el costo de producción de los bienes y servicios finales, en particular los importados. El escenario base de proyección incorpora el traspaso de los mayores costos de combustibles en el horizonte de proyección. Asimismo, se asume una reversión

Gráfico 62
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación Acumulada del IPC a 12 meses)



de las presiones apreciatorias del Nuevo Sol. Esta evolución estaría explicada por la reducción de los términos de intercambio, el menor diferencial de tasas de interés entre soles y dólares, y la incertidumbre causada por la coyuntura electoral en los países de la región. Asimismo, se asume la inexistencia de presiones de costos salariales superiores a los incrementos de productividad.

121. Los mecanismos de fijación de precios de la economía están influenciados por la inercia de la inflación pasada y por las expectativas de inflación futura. El anuncio y divulgación de la meta de 2,5 por ciento, así como las acciones de política del Banco plenamente consistentes con el cumplimiento del objetivo, han mantenido las expectativas de inflación en coincidencia con la meta. Por tanto, se asume que dichas expectativas en el horizonte de proyección se ubican alrededor de 2,5 por ciento.

III. BALANCE DE RIESGOS

122. Al igual que en Reportes de Inflación anteriores, el Banco complementa su proyección central de inflación con una evaluación de la incertidumbre y los riesgos presentes en cada ejercicio de proyección. El balance de riesgos permite dilucidar la manera cómo el posible desarrollo de los principales determinantes de la inflación podría afectar la distribución de la proyección de inflación. Un balance de riesgos de la inflación al alza o a la baja genera una distribución asimétrica, mientras que un balance de riesgos neutral implica una distribución simétrica.

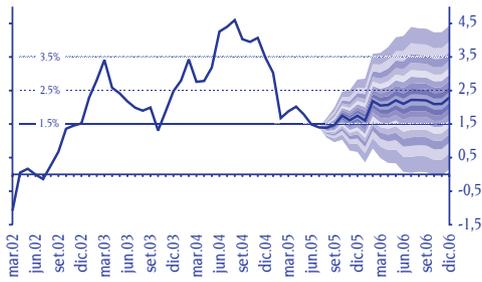
123. Para el presente Reporte, los principales riesgos que podrían afectar las proyecciones de inflación son:

- **Mayor incremento del precio del petróleo.** En el presente Reporte se considera un escenario base en que que la cotización WTI se ubicaría en US\$ 65 por barril en el horizonte de proyección. Un incremento aún mayor en dicha cotización respecto al supuesto central implicaría mayores presiones sobre los precios internos. Ante este evento, el Banco Central no reaccionaría ante un alza transitoria de la inflación y sólo lo haría si se produce un alza generalizada de los precios

En este contexto, se hace necesario promover un mayor uso interno del gas ya que permitiría atenuar los efectos del alza del petróleo, reduciendo costos y aumentando la productividad.

- **Mayores precios de exportación.** En el escenario central de proyección se asume que, durante el 2006, los precios promedio de nuestras exportaciones caen 1,3 por ciento. Sin embargo, existe la probabilidad de que la caída de los precios de nuestras exportaciones sea en una menor magnitud o que inclusive no se produzca, lo que suscitaría un efecto más favorable sobre los términos de intercambio que el contemplado en el escenario base de proyección. Esto tendría dos efectos sobre la economía, por un lado se generaría un mayor impulso sobre la actividad económica y la demanda. De otro lado, un panorama más propicio de los términos de intercambio reforzaría los fundamentos positivos de la economía peruana y por ello tendería a mantener las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol.

Gráfico 63
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación Acumulada del IPC a 12 meses)



- Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción central de inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia, mientras que todas las franjas a colores representan el 90 por ciento de probabilidad.

Dependiendo de la magnitud y persistencia de ambos efectos sobre la inflación, la política monetaria se ajustará de manera coherente para alcanzar la meta de inflación.

- **Deterioro de la economía internacional.** Debido a un aumento por encima al esperado de las tasas de fondos federales causado por mayores presiones inflacionarias en los Estados Unidos de NA y la posibilidad de una depreciación aún más fuerte del dólar que las asumidas en el escenario base. En este caso, el alza de las tasas de la Reserva Federal se trasladaría a las tasas Libor y a las tasas domésticas en dólares, lo que a su vez tendría efectos depreciatorios sobre el nuevo sol respecto al dólar. Dada la cercanía al proceso electoral, podría presentarse también cierta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros.

Frente a estos eventos, el Banco mantiene un nivel elevado de reservas internacionales.

124. La ponderación de los diversos riesgos, tanto a la baja como al alza, respecto al escenario base da como resultado un balance neutral.

CONCLUSIÓN

125. La proyección de inflación para los años 2005 y 2006 descritas en el presente Reporte muestra que, para el presente año, ésta se ubicaría en el tramo inferior del rango meta de inflación (1,5 – 2,5 por ciento). A lo largo del próximo año, la tasa de inflación convergería desde la inflación actual al nivel meta de 2,5 por ciento. Esta evolución es consistente con un crecimiento de la actividad económica de alrededor de 5 por ciento en un entorno caracterizado por una reversión de la tendencia apreciatoria para el próximo año.

ANEXO ESTADÍSTICO

PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

| | 2004 | 2005 ^{1/} | | | 2006 ^{1/} | |
|---|------|--------------------|--------------|----------------|--------------------|----------------|
| | | Reporte Enero | Reporte Mayo | Reporte Agosto | Reporte Mayo | Reporte Agosto |
| Var. % Real | | | | | | |
| 1. Producto Bruto Interno | 4,8 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 5,0 | 5,0 |
| 2. Demanda interna | 3,8 | 4,5 | 5,3 | 5,4 | 5,2 | 5,2 |
| a. Consumo Privado | 3,4 | 3,8 | 4,4 | 4,4 | 4,5 | 4,4 |
| b. Consumo Público | 3,8 | 3,8 | 6,1 | 10,0 | 2,1 | 2,8 |
| c. Inversión Privada Fija | 9,3 | 8,0 | 9,6 | 12,5 | 10,2 | 11,3 |
| d. Inversión Pública | 5,5 | 9,0 | 12,1 | 21,3 | 3,2 | 6,5 |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios | 15,0 | 5,5 | 6,6 | 10,8 | 5,2 | 5,9 |
| 4. Importaciones de bienes y servicios | 10,1 | 5,5 | 8,0 | 10,7 | 6,6 | 7,0 |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales | 4,6 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,4 |
| Var. % | | | | | | |
| 6. Índice de Precios al Consumidor | 3,5 | 2,3 | 2,2 | 1,8 | 2,4 | 2,5 |
| 7. TC Nominal ^{2/} | -5,5 | 1,8 | -0,1 | -0,6 | 1,5 | 1,2 |
| 8. TCR (multilateral) ^{2/} | -1,5 | 0,5 | 0,3 | -0,9 | 1,3 | 1,8 |
| 9. Términos de Intercambio | 8,5 | -2,6 | -2,3 | 3,5 | -2,8 | -6,1 |
| a. Índice de Precios de Exportación ^{3/} | 17,6 | 0,4 | 4,4 | 14,1 | -1,4 | -1,3 |
| b. Índice de Precios de Importación | 8,3 | 3,1 | 6,9 | 10,2 | 1,4 | 5,1 |
| % del PBI | | | | | | |
| 10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos | 0,0 | 0,5 | -0,1 | 0,2 | -0,4 | 0,1 |
| 11. Balanza comercial | 4,1 | 4,0 | 4,1 | 4,9 | 3,1 | 3,7 |
| 12. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{4/} | 3,2 | 0,9 | 1,4 | 3,7 | 2,3 | 2,1 |
| 13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 1,3 |
| 14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero | -1,1 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 |
| 15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central | 13,3 | 13,2 | 13,4 | 13,7 | 13,4 | 13,6 |
| 16. Saldo de Deuda Pública Total | 45,1 | 40,6 | 40,8 | 39,2 | 39,5 | 38,1 |
| 17. Saldo de Deuda Pública Externa | 35,6 | 31,5 | 31,9 | 29,5 | 30,6 | 27,9 |
| Var. % Nominal | | | | | | |
| 18. Gastos No Financieros del Gobierno Central | 8,6 | 5,5 | 9,2 | 12,0 | 5,1 | 4,4 |
| 19. Emisión Primaria promedio anual | 18,8 | 11,0 | 22,0 | 26,3 | 12,0 | 14,5 |
| 20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario | -0,5 | 4,7 | 4,7 | 9,4 | 5,0 | 6,5 |

1/ Proyección.

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

3/ El Reporte de Inflación de Agosto incluye como cambio metodológico que el cálculo del índice de precios de exportación incorpora el precio promedio de exportación del molibdeno, el cual antes formaba parte del grupo de metales menores.

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

Reporte de Inflación: Evolución y perspectivas
ISSN 1728-5739

Diseño
ÁREA DE EDICIÓN

Impresión
FIMART S.A.C.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ