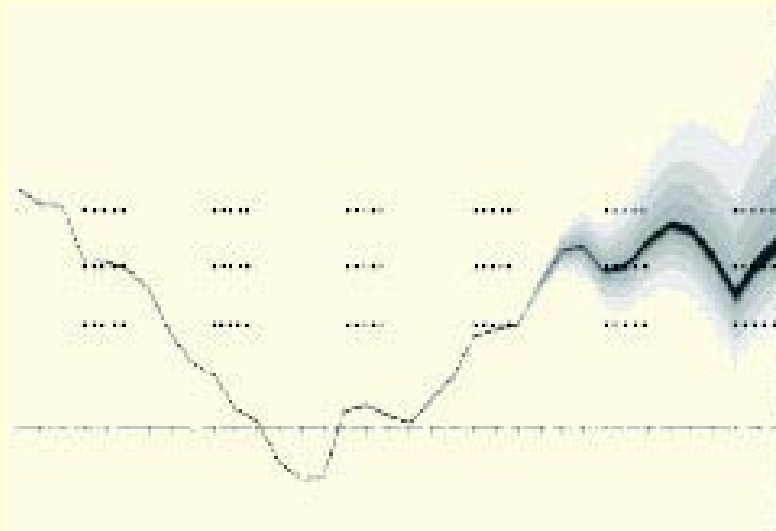




# REPORTE DE INFLACIÓN: Evolución y perspectivas

*Mayo 2005*



**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

# **REPORTE DE INFLACIÓN:**

## **Evolución y perspectivas**

**Mayo 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](mailto:webmaster@bcrp.gob.pe)

## CONTENIDO

PRÓLOGO .....	5
RESUMEN EJECUTIVO .....	7
I. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA .....	9
I.1 Inflación .....	9
I.2 Tipo de cambio .....	17
I.3 Demanda interna y PBI .....	24
I.4 Cuentas externas .....	32
I.5 Finanzas públicas .....	35
I.6 Tasas de interés y agregados monetarios .....	38
II. PROYECCIONES 2005-2006 .....	53
II.1 Contexto internacional y cuentas externas .....	53
II.2 Actividad económica .....	60
II.3 Resultado económico del sector público .....	65
II.4 Expectativas .....	
II.5 Inflación .....	67
III. BALANCE DE RIESGOS .....	69
CONCLUSIONES .....	73
ANEXO ESTADÍSTICO .....	74

*Este Reporte de Inflación se ha elaborado con información al primer trimestre del producto bruto interno, balanza comercial y operaciones del gobierno central y al mes de mayo de las estadísticas monetarias, inflación y tipo de cambio.*



## PRÓLOGO

- Desde el año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú sigue 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.
- Uno de los elementos fundamentales del Esquema de Metas Explícitas de Inflación es la transparencia de la política monetaria, por lo cual el Banco comparte con los agentes económicos toda la información relevante empleada en la formulación de la política monetaria. Dentro de esta línea de transparencia, el Banco publica su Reporte de Inflación tres veces al año (enero, mayo y agosto), documento en que también se rinde cuentas al público sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria.
- Este segundo Reporte del año contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en los primeros cinco 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 donde se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria, las cuales corresponden al primer jueves de cada mes. Este calendario de reuniones se publica a comienzos de cada año con la nota de prensa del programa monetario de enero.
- Las decisiones del Directorio del Banco Central sobre la posición de política monetaria se dan a conocer mediante el anuncio de tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias activas (créditos de regulación monetaria y repos directas) y pasivas (depósitos *overnight*) del BCRP con las

empresas bancarias. Estas tasas de interés fijadas por el BCRP establecen un corredor de referencia para la tasa de interés interbancaria. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP a diario están dirigidas a mantener la tasa de interés interbancaria en el centro del corredor de referencia.

- El cronograma de las siguientes sesiones en las que el Directorio aprobará el Programa Monetario de cada mes es el siguiente:  
7 de julio            4 de agosto            1 de setiembre  
6 de octubre        3 de noviembre        1 de diciembre

El BCRP difundirá su siguiente Reporte de Inflación el 2 de setiembre.

## RESUMEN EJECUTIVO

- En este segundo Reporte de Inflación del año se analiza la ejecución de la política monetaria durante los primeros cinco meses de 2005 y las proyecciones macroeconómicas para los años 2005 y 2006. En general, las previsiones indican que durante los próximos dos años la inflación se mantendrá dentro de los niveles anunciados como rango meta y que la actividad económica continuará mostrando un crecimiento sostenido.
- De enero a mayo de 2005 la inflación acumulada fue de 0,76 por ciento, en tanto que la acumulada en los últimos doce meses fue de 1,8 por ciento.
- La dinámica de la inflación en estos primeros meses respondió principalmente a la reversión paulatina de los choques externos e internos de oferta ocurridos durante el 2004, lo que viene permitiendo una disminución de la inflación importada y una recuperación de la oferta agrícola. Cabe señalar que la ejecución de la tasa de inflación de enero a mayo de 2005 ha sido ligeramente inferior a la proyección considerada en el Reporte de Inflación de enero.

En este contexto, el Banco ha mantenido estable su posición de política monetaria con una tasa de interés interbancaria de 3,0 por ciento, nivel que se mantiene desde octubre del año pasado.

- Para el año 2005 se proyecta una tasa de inflación de 2,2 por ciento, similar al estimado en el Reporte de Enero. A lo largo del año, la tasa de inflación últimos doce meses se mantendría alrededor del límite inferior del rango meta (1,5 por ciento). Para el año 2006, la proyección de inflación se ubicaría alrededor de 2,5 por ciento, lo cual asume una reversión de la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol, en un contexto de elevación de tasas de interés internacionales.

- \* Como consecuencia del mayor dinamismo de la actividad económica registrada y la mejora de los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios, se ha revisado hacia arriba la proyección del crecimiento del PBI real para el 2005 de 4,5 a 5,0 por ciento, tasa que se espera se mantendría también para el 2006. El mayor dinamismo productivo contemplado en esta proyección no ha afectado nuestras previsiones de inflación debido tanto a la mejora en la evolución de precios de los alimentos cuanto a la corrección a la baja en la previsión del tipo de cambio. El entorno internacional continuaría siendo favorable para nuestras exportaciones, con un crecimiento económico de 3,5 por ciento en promedio de nuestros principales socios comerciales, con ajustes graduales en la tasa de interés de los Estados Unidos de NA y una reducción moderada de nuestros términos de intercambio.
  
- \* El escenario macroeconómico de los años 2005 y 2006 considera un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI, favorecido por ingresos transitorios asociados a altos precios de exportación, y una posición sólida de balanza de pagos, sin presiones de financiamiento en ambos casos. Este entorno macroeconómico supone que los mercados financieros continuarán operando sin turbulencias. Durante el proceso electoral se podría presentar cierta volatilidad en los mercados financieros, frente a lo cual el Banco ha acumulado en forma preventiva un nivel elevado de reservas internacionales.



# I EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA

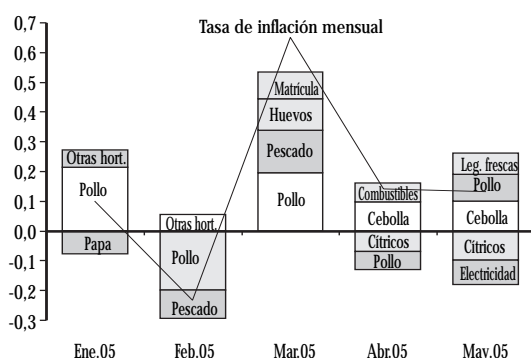
## L1 Inflación

Durante los primeros cinco meses del año la inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor fue de 0,76 por ciento. La inflación acumulada en los últimos doce meses fue 1,8 por ciento. La menor inflación registrada está asociada a una recuperación de la oferta de productos agrícolas, a una tendencia decreciente en la cotización internacional de trigo y soya, y a la apreciación del Nuevo Sol, factores que compensaron el aumento de la demanda interna observado en los primeros meses del año.

1. El incremento del **Índice de Precios al Consumidor** en el período enero-mayo fue de 0,76 por ciento, menor al registrado en el mismo período del año pasado (2,44 por ciento). Este resultado se explica por una recuperación de la oferta agrícola, asociada a la mejora de las condiciones climáticas y por la disminución en los mercados internacionales de los precios del trigo y del aceite de soya, lo cual permitió una reducción en los precios internos de fideos y aceites.

Entre enero y mayo de 2005, cinco productos contribuyeron con 0,74 puntos porcentuales a la inflación, mientras que cinco lo hicieron con -0,41 puntos porcentuales.

**Gráfico 1**  
**CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN**  
**POR PRINCIPALES PRODUCTOS: Enero-Mayo 2005**  
 (Variación porcentual mensual y puntos porcentuales)

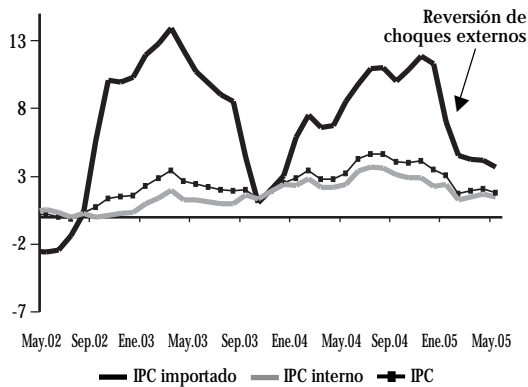


**Cuadro 1**

**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2005**  
 (Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Carne de pollo	4,0	6,9	0,24	Citricos	0,7	-23,4	-0,15
Cebolla	0,4	44,1	0,18	Electricidad	2,2	-5,9	-0,14
Legumbres frescas	0,4	28,3	0,12	Arroz	2,3	-1,9	-0,05
Matrícula y pensión de enseñanza	5,1	2,0	0,10	Transporte nacional	0,3	-11,9	-0,04
Zanahoria	0,2	54,8	0,10	Papa	1,5	-2,3	-0,03
<b>Total</b>			<b>0,74</b>				<b>-0,41</b>

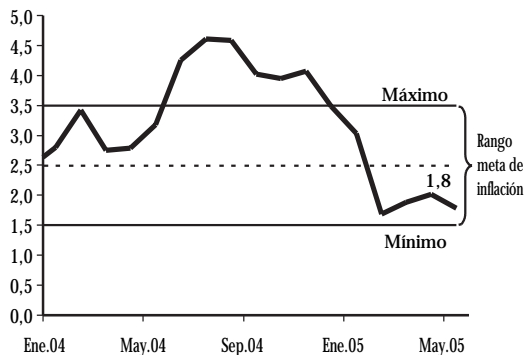
**Gráfico 2**  
**INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO: Mayo 2002-Mayo 2005**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



2. 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 por el tipo de cambio, acumuló una variación de 0,02 por ciento en el período enero-mayo de 2005 (7,4 por ciento en el mismo período de 2004), lo que obedece principalmente a la normalización en la evolución de los precios internacionales de los alimentos. La tendencia decreciente en la cotización de los granos, debido a la desaceleración de la demanda de China y a las mejores perspectivas de producción mundial, incidió en la disminución de los precios internos de pan y fideos.

Por su parte, la **inflación del componente interno** registró una variación de 0,88 por ciento en los primeros cinco meses de 2005, menor a la tasa registrada en el mismo período de 2004 (1,67 por ciento).

**Gráfico 3**  
**INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN: Enero 2004-Mayo 2005**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)

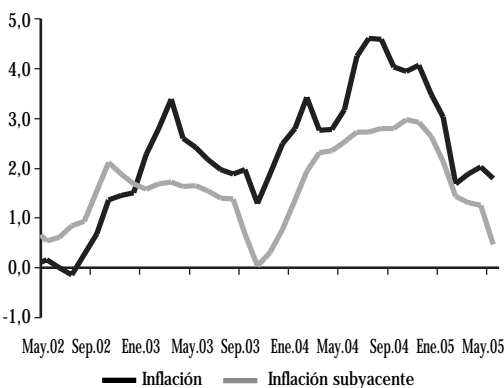


**Cuadro 2**

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

	Ponderación	2004		2005
		Ene-May	Ene-Dic	Ene-May
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>7,40</b>	<b>11,33</b>	<b>0,02</b>
Alimentos	5,4	10,80	10,90	-0,65
Combustibles	3,9	7,06	17,77	0,59
Aparatos electrodomésticos	1,0	-0,52	-2,83	-1,61
Otros	1,8	1,68	3,23	1,43
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>1,67</b>	<b>2,28</b>	<b>0,88</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,44</b>	<b>3,48</b>	<b>0,76</b>

**Gráfico 4**  
**INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE: Mayo 2002-Mayo 2005**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



3. La tasa de inflación medida por el incremento del Índice de Precios al Consumidor en los últimos 12 meses, pasó de 3,5 por ciento a finales de 2004 a 1,8 por ciento al mes de mayo, tasa dentro del rango de la meta anual fijado por el BCRP (de 1,5 a 3,5 por ciento).

**Inflación subyacente y no subyacente**

4. La **inflación subyacente**, indicador de tendencia inflacionaria, que excluye los alimentos que presentan una mayor variabilidad en sus precios, combustibles, servicios públicos y tarifas de transporte, acumuló una variación de 0,46 por ciento en el período enero-mayo del presente año (versus 1,90 por ciento en el mismo período de 2004).

Al interior de la inflación subyacente los precios de los bienes se incrementaron 0,28 por ciento entre enero y mayo, mientras que los de los servicios lo hicieron en 0,73 por ciento, principalmente por el aumento estacional en los servicios de educación (1,99 por ciento).

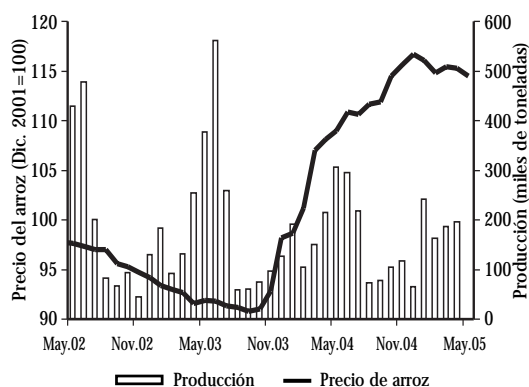
### Cuadro 3

#### INFLACIÓN 2004 - 2005 (Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2004		2005
		Ene-May	Ene-Dic	Ene-May
<b>I. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>68,3</b>	<b>1,90</b>	<b>2,63</b>	<b>0,46</b>
<b>Bienes</b>	41,8	2,35	3,19	0,28
Alimentos y bebidas	20,7	5,04	6,82	0,04
Textiles y calzado	7,6	0,77	1,36	0,73
Aparatos electrodomésticos	1,0	-0,52	-2,83	-1,61
Resto de productos industriales	12,5	-0,92	-1,24	0,59
<b>Servicios</b>	26,6	1,19	1,75	0,73
Comidas fuera del hogar	12,0	1,01	1,78	0,42
Educación	5,1	3,21	4,63	1,99
Salud	1,3	0,65	1,18	0,36
Alquileres	2,3	0,49	-1,57	-0,20
Resto de servicios	5,9	0,14	0,48	0,64
<b>II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>31,7</b>	<b>3,52</b>	<b>5,20</b>	<b>1,38</b>
Alimentos	14,8	5,70	1,85	4,24
Combustibles	3,9	7,06	17,77	0,59
Transportes	8,4	-0,51	3,49	-0,18
Servicios públicos	4,6	0,64	6,19	-3,67
<b>III. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>2,44</b>	<b>3,48</b>	<b>0,76</b>

En promedio, los **alimentos y bebidas** no mostraron variación alguna. Al interior de este grupo destacó la caída de precios de arroz (1,9 por ciento), fideos (1,3 por ciento) y aceites (3,5 por ciento).

**Gráfico 5**  
**PRODUCCIÓN Y PRECIO DEL ARROZ:**  
Mayo 2002 - Mayo 2005



- a. **Arroz:** El precio del arroz acumuló una disminución de 1,9 por ciento en el periodo enero-mayo de 2005 debido a una mayor producción de arroz pilado que registró un incremento de 19 por ciento en el periodo enero-abril 2005 respecto a similar periodo de 2004. Esta mayor producción fue posible debido al aumento de las siembras y a la producción de San Martín y Lambayeque.

Sin embargo, las restricciones que existen para la importación de arroz han atenuado la disminución de sus precios. Desde marzo de 2004, se mantienen las restricciones fitosanitarias impuestas por el SENASA a la importación de arroz procedente de Asia. Este arroz es de la variedad denominada "corriente", principal variedad que compite con la producción nacional.

Sólo ingresaron importaciones de Uruguay y de Estados Unidos, que pertenecen a la variedad de arroz “extra” y “superior” que son de mejor calidad y se distribuyen principalmente en supermercados.

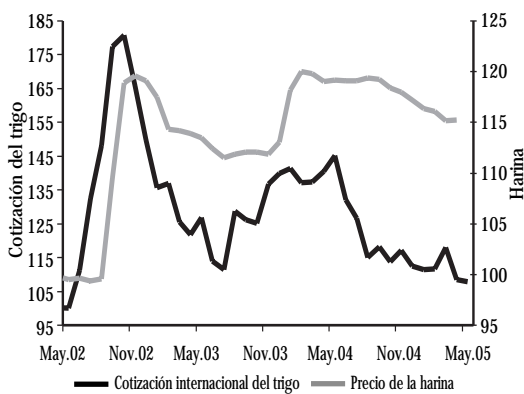
Cuadro 4

**IMPORTACIONES DE ARROZ: 2004 - 2005**  
(Miles de toneladas)

	2004		2005					Ene-May
	Ene-May	Total	Ene	Feb	Mar	Abr	May	
Uruguay	3	52	9	12	7	8	16	52
U.S.A.	2	12	11	3	2	5	2	24
Bolivia	0	4	1	0	0	0	0	1
Otros 1/	3	6	0	0	1	1	1	4
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>75</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>80</b>

1/ Incluye Australia, Brasil, Guyana, Holanda, Italia, etc.  
Fuente: Sunat-Aduanas.

**Gráfico 6**  
**COTIZACIÓN DEL TRIGO Y PRECIO DE HARINA:**  
**Mayo 2002-Mayo 2005**  
(Índice diciembre 2001 = 100)



Fuente: INEI, Bloomberg.

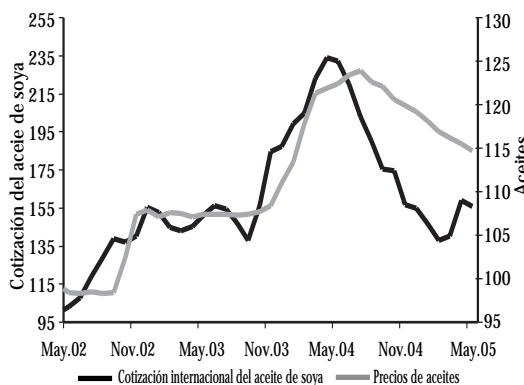
El 28 de mayo último, en un acuerdo realizado entre el Gobierno y los gremios de productores de arroz de los valles de Piura, Tumbes y Lambayeque se acordó poner en marcha un mecanismo de “warrant” para la producción de arroz, con la finalidad de administrar la comercialización de este producto y evitar que el precio al consumidor continúe cayendo.

**b. Fideos:** Entre enero y mayo de 2005, el precio de los fideos registró una caída de 1,1 por ciento, reflejando la disminución del precio internacional del trigo, principal insumo para la elaboración de la harina con la que se produce fideos. Durante este periodo, la cotización del trigo y el precio de la harina de trigo disminuyeron 3 y 1 por ciento, respectivamente.

**c. Aceites:** El precio de los aceites disminuyó 3,5 por ciento entre enero y mayo de 2005, a una tasa promedio de 0,7 por ciento. La reducción se concentró en los meses de enero y febrero, reflejando la caída de la cotización del aceite de soya: 5 por ciento en diciembre de 2004 y 6 por ciento en enero de 2005. Un factor que también habría permitido la disminución de precios internos es la fuerte competencia que enfrenta el sector sobre todo de aceites importados.

5. La **inflación no subyacente** registró una variación acumulada de 1,4 por ciento entre enero y mayo de 2005, destacando el incremento de precios de alimentos (4,2 por ciento). Los precios de los combustibles aumentaron 0,6 por ciento, mientras que los de servicios públicos disminuyeron 3,7 por ciento. Cabe precisar que el precio del pasaje urbano aumentó 0,3 por ciento.

**Gráfico 7**  
**COTIZACIÓN DEL ACEITE DE SOYA Y PRECIO DE ACEITES:**  
**Mayo 2002-Mayo 2005**  
(Índice diciembre 2001 = 100)



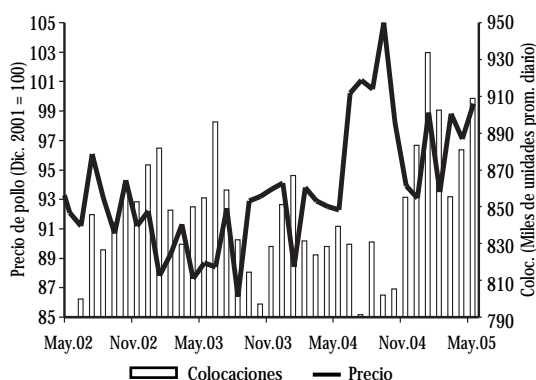
Fuente: INEI, Bloomberg.

## Alimentos

6. Al interior de los alimentos clasificados como no subyacentes, destacó el incremento en los precios de pollo (6,9 por ciento) y cebolla (44,1 por ciento), lo que fue parcialmente compensado por la disminución en los precios de cítricos (23,4 por ciento) y papa (2,3 por ciento).

- a. **Pollo:** Al igual que en períodos anteriores el precio del pollo presentó un comportamiento fluctuante, influenciado por la mayor o menor disponibilidad de productos sustitutos y por el nivel de colocaciones de pollos bebé. Las fuertes alzas de los meses de enero y marzo fueron neutralizadas en parte por las caídas de febrero y abril, lo que resultó en un incremento neto del precio de 6,9 por ciento.

**Gráfico 8**  
**PRECIO DE CARNE DE POLLO Y COLOCACIONES**  
**DE POLLOS BEBÉ: Mayo 2002-Mayo 2005**



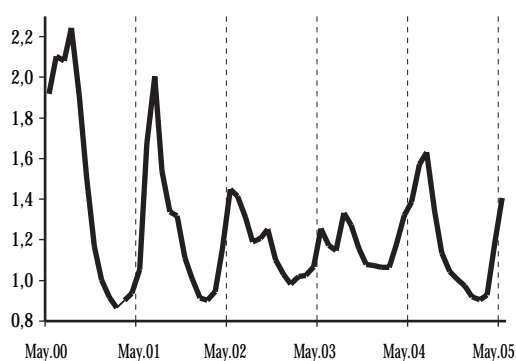
El alza de enero (6,2 por ciento) se explica por la menor disponibilidad de pescado y de carne de res, esta última como consecuencia de la huelga ganadera en la primera quincena de enero. A partir de la segunda quincena, una vez normalizado el abastecimiento de carne de res y de jurel (pasó de 168 T.M. promedio diarias en la primera quincena a 247 T.M. diarias en las dos últimas semanas), el precio de la carne de pollo comenzó a disminuir alcanzando en febrero una caída de 5,5 por ciento. Este resultado respondió en gran medida al alto nivel de colocaciones de pollos bebé (934 mil unidades diarias en enero y 902 mil en febrero, versus 883 mil unidades diarias en diciembre).

El alza del precio en marzo (5,7 por ciento) se atribuye a las menores colocaciones de pollos bebé (5 por ciento con respecto a febrero). A esto se sumó el mayor precio del jurel (31 por ciento), cuyo abastecimiento cayó a un nivel de 93 T.M. diarias entre la cuarta semana de febrero y la primera de marzo, versus un promedio de 195 T.M. en febrero. En abril, la disminución del precio de la carne de pollo (1,7 por ciento) se explica por un alto nivel de oferta: la colocación de pollos bebé fue 881 mil unidades diarias versus 855 mil unidades diarias correspondientes al abastecimiento de marzo.

El alza de mayo (2,5 por ciento) reflejó principalmente el aumento de la primera semana del mes, motivado por el incremento de la demanda ante las celebraciones del día de la Madre.

**Cebolla:** El precio de este producto se incrementó 44,1 por ciento en el periodo enero - mayo 2005. El resultado refleja las fuertes alzas captadas en abril y mayo (25,6 y 21,2 por ciento, respectivamente), debido principalmente a factores

**Gráfico 9**  
**PRECIO DE CEBOLLA: Mayo 2000-Mayo 2005**  
(Nuevos soles)



estacionales, tal como se observa en el gráfico: el precio de la cebolla aumenta entre los meses de marzo y julio y disminuye entre agosto y febrero. Por otra parte, las siembras en Arequipa, principal zona abastecedora, disminuyeron 7 por ciento en la campaña agosto-abril con respecto a la campaña del año anterior.

**Cítricos:** Este rubro acumula una disminución de 23,4 por ciento en promedio. Ello se explica por un aumento de la producción de limón (5,3 por ciento con respecto al primer trimestre del año anterior), lo que se reflejó en un incremento del abastecimiento a Lima de aproximadamente 4 por ciento. En el resto de cítricos, a partir de abril, se observa una fuerte recuperación en el abastecimiento, lo que responde en gran medida a factores estacionales.

**Papa:** En los meses de enero a mayo se registró un aumento del abastecimiento a Lima de 4 por ciento con respecto al mismo período del año anterior. Este resultado se explica por un aumento de las siembras en las zonas abastecedoras de Lima (aproximadamente 6 por ciento en comparación a la campaña anterior). Luego de los bajos precios registrados en el primer trimestre del año, esta situación se revirtió en abril y mayo (alzas de 2,9 por ciento y 0,8 por ciento, respectivamente) debido a las alteraciones climáticas de la Sierra Central que habrían determinado un retraso de cosechas. A esto se sumó el compromiso de compra de la producción de papa de Andahuaylas por parte del Estado, lo que habría impulsado el precio, principalmente de las variedades nativas (amarilla y huayro).

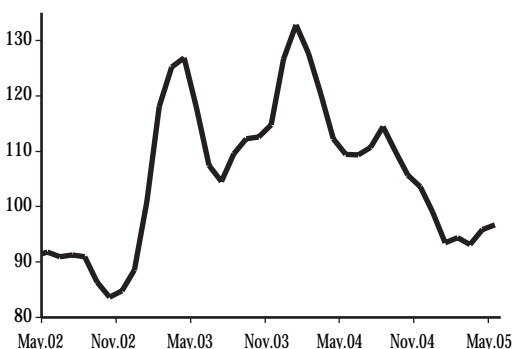
**Combustibles**

La cotización internacional del petróleo WTI aumentó de US\$ 43,3 por barril en diciembre de 2004 a US\$ 49,9 por barril en mayo de 2005 (15 por ciento), luego que el año pasado habría subido 35 por ciento (26 por ciento en el período enero-mayo de 2004).

La evolución de la cotización del petróleo durante este período respondió a los bajos niveles de oferta en un contexto de creciente demanda mundial, a problemas de seguridad registrados en el Medio Oriente (atentados en zonas productoras de Arabia Saudita e Irak), así como a factores especulativos en los mercados internacionales.

Los precios internos de combustibles aumentaron, en promedio, 0,6 por ciento en el período enero-mayo de 2005 (Ver recuadro 1).

**Gráfico 10**  
**PRECIO DE PAPA: Mayo 2002-Mayo 2005**  
(Índice con base en diciembre 2001 = 100)



## Cuadro 5

**PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES: MAYO 2004 - MAYO 2005**  
 (Variación porcentual mensual)

	2004										2005				
	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.-Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Ene-May.
<b>Combustibles</b>	1,0	1,5	1,8	0,6	0,7	2,6	2,8	-0,3	17,8	-0,9	-0,6	0,8	1,2	0,2	0,6
Gasolina	1,7	2,0	-0,2	0,7	0,9	3,3	3,3	-0,2	17,7	-0,3	-0,6	0,6	1,4	0,3	1,5
Gas	0,2	0,7	5,5	0,0	-0,4	1,7	0,9	-1,1	15,3	-2,6	-1,8	1,1	0,6	-0,2	-2,9
Kerosene	0,9	1,6	0,6	0,9	1,4	2,7	4,2	0,2	20,3	0,0	0,5	0,7	1,4	0,2	2,9
Cotización WTI															
US\$ por barril	40,3	38,3	40,7	44,9	45,9	53,2	48,5	43,3		47,1	48,1	54,3	53,0	49,9	
Var%		-4,9	6,3	10,2	2,3	15,9	-8,9	-10,8	34,9	9,0	2,0	12,9	-2,4	-5,7	15,4

Fuente: INEI, Bloomberg.

### **Servicios públicos**

Las tarifas de servicios públicos disminuyeron 3,7 por ciento en el período enero-mayo de 2005, lo que obedece a las caídas de las tarifas eléctricas y telefónicas (5,9 y 2,4 por ciento respectivamente).

La disminución de las tarifas eléctricas se dio por la reducción del precio de los combustibles: residual 6 y gas natural en 13,9 y 1,3 por ciento respectivamente entre noviembre de 2004 y enero de 2005; así como por la reducción de las tarifas en barra en mayo por el mayor uso de gas natural. La disminución de las tarifas telefónicas se dio entre febrero y marzo y se explicó principalmente por la aplicación del Factor de Productividad Trimestral en marzo. La aplicación de dicho factor (2,6 y 2,0 por ciento para telefonía fija local y de larga distancia, respectivamente) se reflejó en la reducción de precios de 19 planes tarifarios de Telefónica del Perú.

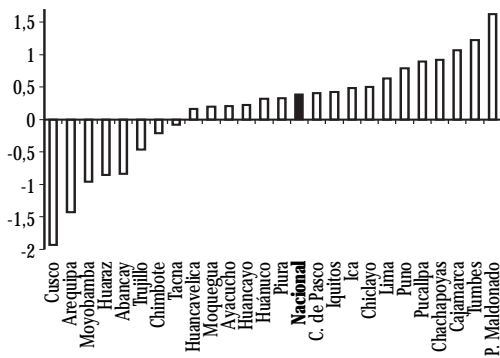
## Cuadro 6

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

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

Fuente: INEI.

**Gráfico 11**  
**INFLACIÓN NACIONAL: Enero-Abril 2005**  
(Variación porcentual acumulada)



**Inflación nacional**

7. Desde enero de 2003, el INEI presenta un índice agregado nacional de precios al consumidor sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El aumento de precios acumulado entre enero y abril de 2005 fue de 0,38 por ciento, inferior al de Lima (0,63 por ciento). La tasa de inflación últimos 12 meses del índice agregado nacional se ubica en abril en 1,9 por ciento (frente al 2,0 por ciento del IPC de Lima). En 14 ciudades se registró un incremento del IPC menor que el promedio nacional, mientras que en las restantes 11 ciudades el registro inflacionario fue mayor que el promedio nacional.

**RECUADRO 1**

**MECANISMOS DE ESTABILIZACIÓN DE PRECIOS DE LOS COMBUSTIBLES**

Frente al incremento de las cotizaciones internacionales del petróleo, el gobierno ha implementado dos esquemas de estabilización de precios internos de combustibles.

El primer esquema, aplicado durante los meses de mayo-agosto de 2004, comprendió la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) como medida compensatoria al aumento de los precios de los productores de combustibles y tuvo un costo fiscal de S/. 112 millones.

Se evaluó este mecanismo a través de dos escenarios:

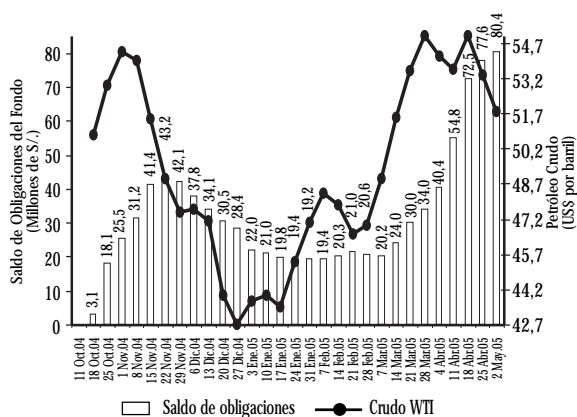
1. Si el mecanismo de estabilización mediante ISC no se hubiese aplicado: no hubiera habido costo fiscal pero la inflación anual hubiera sido 0,15 puntos porcentuales mayor en el 2004 (3,63 por ciento versus 3,48 por ciento).
2. Si el mecanismo de estabilización mediante ISC se hubiera mantenido vigente entre mayo y diciembre 2004: los precios no hubieran variado durante este período lo que hubiera implicado una reducción de 0,36 puntos porcentuales a la inflación en el 2004 (3,12 por ciento versus 3,48 por ciento) pero con un costo fiscal entre mayo y diciembre de S/. 421 millones (0,2 por ciento del PBI de 2004).

**Mecanismo de estabilización mediante reducción del ISC**

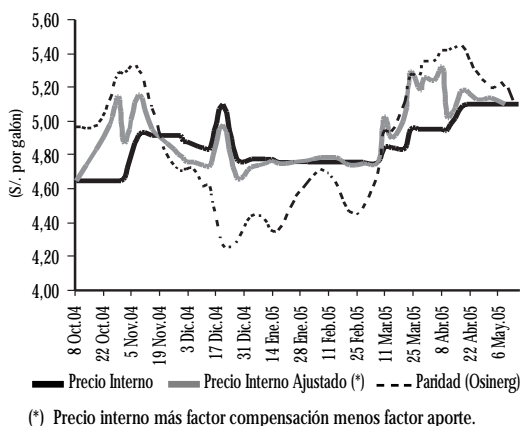
	Costo Fiscal (Millones de S/.)	Contribución marginal (puntos porcentuales)	Inflación 2004 (Var %)
Con mecanismo ISC (may-ago. 2004)	112	0,00	3,48
Sin mecanismo del ISC	0	0,15	3,63
Con mecanismo ISC (may-dic. 2004)	421	-0,36	3,12



**COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO Y EL SALDO DE OBLIGACIONES DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN**



**PRECIO INTERNOS Y DE PARIDAD INTERNACIONAL: 8 Octubre 2004-9 Mayo 2005 (Promedio ponderado)**



(\*) Precio interno más factor compensación menos factor aporte.

El segundo esquema, crea un Fondo de Estabilización que rige desde octubre de 2004 hasta setiembre de 2005, establece una banda de precios por productos que permite determinar las compensaciones y aportaciones de los productores e importadores, según como se encuentren los precios de paridad internacional publicado por Osiner. Cuando el Fondo fue creado, el saldo de obligaciones ascendía a S/. 3 millones, en tanto que al 2 de mayo de 2005, este saldo llegó a su nivel límite S/. 80 millones.

Este esquema ha permitido amortiguar el aumento de los precios internos en un contexto de alta volatilidad de precios internacionales de los combustibles. Esta reducción de la variabilidad de los precios internos (sin impuestos) estuvo restringida a la disponibilidad de recursos asignados al Fondo y respondió más a los aumentos de precios internacionales que a las reducciones de los mismos. Así, la volatilidad promedio de la paridad internacional (13 por ciento) fue mayor a la del precio interno de combustibles (4 por ciento).

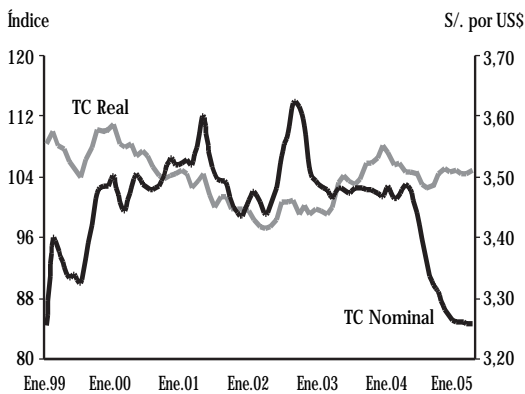
Ante la tendencia creciente de los precios internacionales, la corrección de las bandas permitió reducir el costo fiscal del esquema. Sin embargo, por la forma como se aplica el esquema, la generación de obligaciones no compromete recursos fiscales de manera inmediata, sino que recién tendrá efecto fiscal en los presupuestos de los siguientes años.

**L2 Tipo de cambio**

*En los primeros cinco meses del año, el tipo de cambio observó una relativa estabilidad, en contraste con la tendencia a la baja experimentada durante el segundo semestre del año pasado. En términos nominales, se apreció en 0,8 por ciento y en términos reales lo hizo en 0,4 por ciento.*

- El tipo de cambio nominal bajó de S/. 3.28 en diciembre de 2004 a S/. 3.26 en mayo de este año, implicando una apreciación bilateral de la moneda peruana de 0,8 por ciento respecto al dólar norteamericano y de 1,5 por ciento con respecto al promedio de nuestros principales socios comerciales. En términos reales, el sol se depreció en 0,8 por ciento con respecto al dólar, debido a que la inflación que se acumularía en los primeros cinco meses en los Estados Unidos de NA (2,4 por ciento) sería mayor a la registrada en nuestro país (0,76 por ciento). Como promedio multilateral el sol se apreció ligeramente en términos reales (0,4 por ciento).

**Gráfico 12**  
**TIPO DE CAMBIO REAL Y NOMINAL:**  
**Enero 1999-Mayo 2005**



**Cuadro 7**

**VARIACIÓN NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL RESPECTO A MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES AL MES DE MAYO 2005**

	Nominal Respecto a:		Real Respecto a:	
	May. 2004	Dic. 2004	May. 2004	Dic. 2004
Estados Unidos de NA	-6,7	-0,8	-5,5	0,8
Euro zona	-1,2	-5,8	-1,0	-5,3
Japón	-1,5	-3,4	-3,3	-4,2
Brasil	18,1	10,1	25,4	12,7
R. Unido	-3,0	-4,6	-1,9	-4,3
Chile	2,6	-1,2	3,5	-0,6
China	-6,7	-0,8	-3,1	0,2
Colombia	8,5	2,5	11,8	5,2
México	-2,0	1,4	0,8	1,7
Argentina	-6,5	1,1	-0,1	5,7
Corea	9,6	4,1	11,2	5,5
Taiwán	-0,4	2,2	-0,3	2,6
Venezuela	-16,6	-11,4	-4,9	-6,6
Canadá	2,6	-3,8	2,5	-3,2
Bolivia	-8,6	-1,2	-4,2	1,0
<b>Canasta *</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>

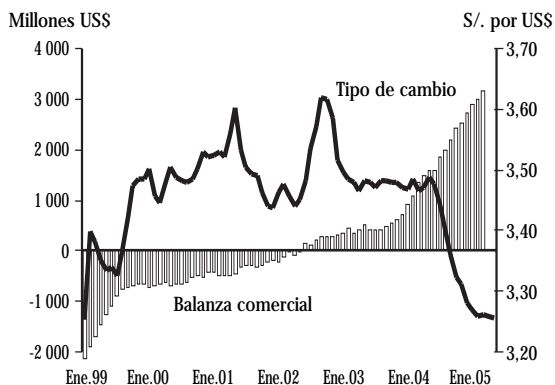
**Gráfico 13**  
**VARIACIÓN % DE COITZACIONES DE MONEDAS DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR**  
**(Mayo 2005/Diciembre 04)**



\* Pesos con respecto al comercio del año 1994.

Entre diciembre de 2004 y mayo de 2005, el dólar se apreció respecto a otras monedas fuertes (euro, dólar canadiense, libra y yen) debido a las menores perspectivas de crecimiento de las economías de dichas monedas y al mayor diferencial de tasas de interés a favor del dólar. Sin embargo, el dólar se depreció respecto a las monedas de la región, con excepción del bolívar de Venezuela.

**Gráfico 14**  
**TIPO DE CAMBIO Y BALANZA COMERCIAL:**  
**Enero 1999-Mayo 2005**



9. El comportamiento del tipo de cambio nominal estuvo influenciado por la continuidad del desarrollo favorable de las cuentas externas; el contexto de menor riesgo país y de depreciación del dólar respecto a las monedas de la región, las menores expectativas depreciatorias y por la desdolarización financiera:

a. **Cuentas externas.** Por tercer trimestre consecutivo, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit, llegando al equivalente de 1,8 por ciento del PBI durante el primer trimestre del presente año, por encima de las previsiones del Reporte de Inflación de enero. Este desarrollo de la balanza de pagos está influenciado por el resultado de la balanza comercial, la cual hasta marzo registra 23 meses consecutivos en superávit, llegando a dicho mes a US\$ 395 millones.

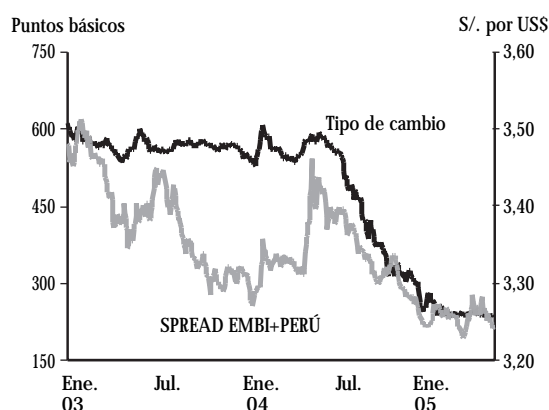
- b. **Mejora de la percepción del riesgo país:** Los bonos soberanos de varias economías de la región recibieron una revisión al alza de sus *ratings* crediticios por parte de las agencias calificadoras de riesgo. Esta percepción favorable de dichas agencias se presentó en un contexto de bajos niveles del riesgo país, medidos por la diferencia entre el rendimiento del bono del país emergente y el bono del Tesoro de los Estados Unidos de NA.

Cuadro 8

**SPREADS DE LOS BONOS DE LOS MERCADOS EMERGENTES**  
(En puntos básicos)

	Dic. 03 (1)	Dic. 04 (2)	May.05 (3)	Variación (3)-(2)
Economías Emergentes	418	356	372	16
América Latina	521	466	455	-11
Brasil	463	382	420	38
Colombia	431	396	354	-42
México	199	180	164	-16
Argentina	5 632	4 703	6 498	1 795
Perú	312	220	206	-14

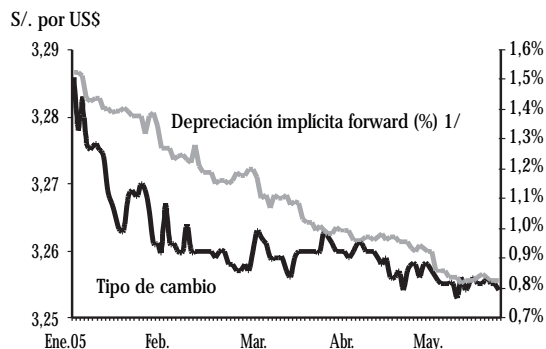
**Gráfico 15**  
**TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS:**  
**Enero 2003-Mayo 2005**



Cabe mencionar que el bajo nivel en los *spreads* emergentes es más significativo aún, porque tiene lugar luego de que Standard & Poor's (S&P) bajara el jueves 5 de mayo el *rating* crediticio del tercer y del primer fabricante de automotores del mundo, Ford (de BBB- a BB+) y General Motors (de BBB- a BB), en ambos casos de "inversión" a "especulativo". La revisión a la baja de su *rating* implica que sus bonos (estimados en US\$ 85 mil millones) entren a la misma categoría de grado especulativo/alto rendimiento en los que está la mayoría de los bonos soberanos emergentes.

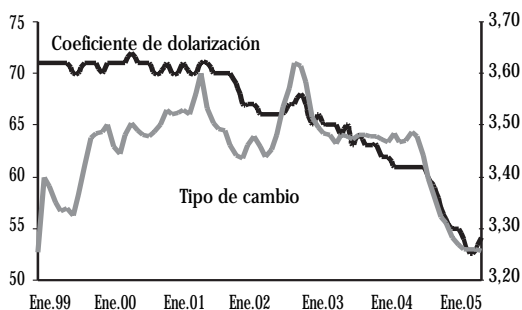
Las monedas de la región se apreciaron: el real en 10 por ciento, el peso colombiano en 3 por ciento, el peso mexicano en 2 por ciento y el peso argentino en 2 por ciento; mientras que el peso chileno y el peso boliviano no registraron variación. Por el contrario, el bolívar se devaluó 12 por ciento porque el Banco Central de Venezuela ajustó la banda cambiaria en marzo. En este resultado habría influido, además, el ajuste de las políticas monetarias aplicadas por algunos bancos centrales hacia posiciones menos flexibles o restrictivas (como Chile, México y Brasil) para eliminar presiones inflacionarias. Por su parte, el Banco Central de Colombia mantuvo sin variación sus tasas de referencia dada la evolución favorable de la inflación.

**Gráfico 16**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO Y DEPRECIACIÓN**  
**IMPLÍCITA FORWARD (3 MESES): Enero-Mayo 2005**

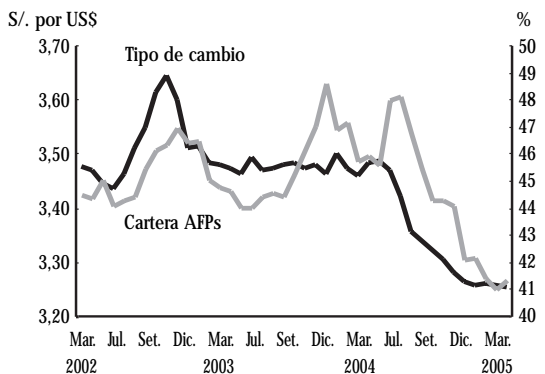


1/ Medida por el diferencial de tasas de interés en moneda nacional y moneda extranjera para determinar el precio del dólar a futuro.

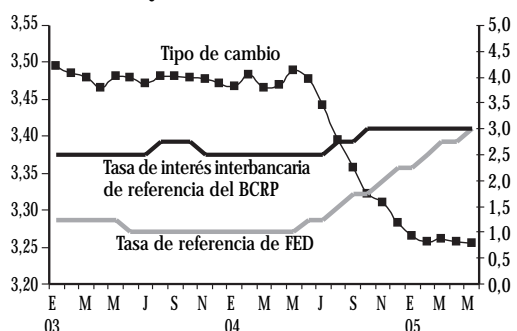
**Gráfico 17**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL**  
**SISTEMA BANCARIO: Enero 1999-Abril 2005**



**Gráfico 18**  
**CARTERA EN DÓLARES DE AFPs Y TIPO DE CAMBIO:**  
**Enero 2002-Abril 2005**



**Gráfico 19**  
**TIPO DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS DE FED Y DE PERÚ**  
**Enero 2003-Mayo 2005**



**Cuadro 9**

**DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA REGIÓN: 2005**

		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Nivel a Mayo
Brasil	tasa SELIC O/N	+ 50 pbs	+ 50 pbs	+ 50 pbs	+ 25 pbs	+ 25 pbs	19,8%
Chile	tasa de política	+ 25 pbs	+ 25 pbs	--	+ 25 pbs	+ 25 pbs	3,25%
Colombia	tasa repo	--	--	--	--	--	6,50%
	tasa reverse repo	--	--	--	--	--	5,50%
Mexico	Corto (prom. diario)	+6 mil mill	+2 mil mill	+2 mil mill	--	--	79 mil mill
Perú	tasa interbancaria	--	--	--	--	--	3,0%
	de referencia	--	--	--	--	--	3,0%

\* Un aumento del "corto" implica una menor liquidez.

c. **Menores expectativas depreciatorias:** Los resultados favorables de las cuentas externas y la disminución del indicador de riesgo país determinaron menores expectativas depreciatorias del Nuevo Sol. Entre enero y mayo, las expectativas de depreciación (implícitas de las operaciones *forward* a tres meses) se redujeron de 1,5 a 0,8 por ciento.

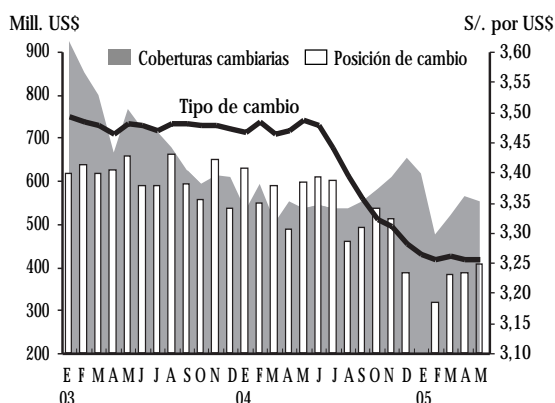
d. **Desdolarización financiera:** Los factores antes mencionados llevaron a que los agentes económicos continuaran recomponiendo su portafolio desde activos en moneda extranjera hacia activos en moneda nacional, como se observó el año pasado. De manera particular, la inversión de las AFPs en activos en moneda extranjera disminuyó de 44 a 41 por ciento. Por su parte, el coeficiente de dolarización del sistema bancario observó una caída de 55 a 54 por ciento entre diciembre de 2004 y abril de 2005. Este último indicador llegó a alcanzar 70 por ciento en el año 2000, lo que demuestra la existencia de un claro proceso de desdolarización financiera.

Cabe señalar que el menor diferencial de las tasas de interés internas y externas, producto del inicio del ciclo de alzas de tasas de interés por parte de la FED desde junio del año pasado atenuó la tendencia apreciatoria del nuevo sol observada en los primeros meses del año.

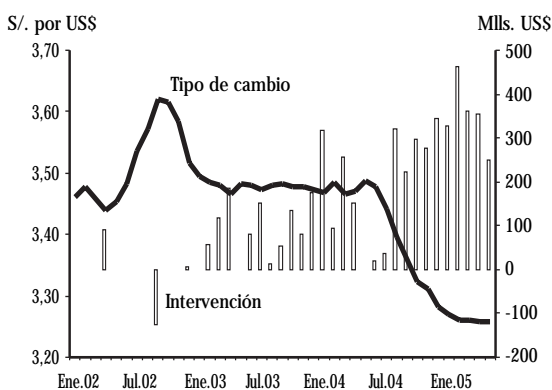
Las menores expectativas de depreciación indujeron también una menor demanda del público por operaciones de coberturas cambiarias, las que bajaron de un saldo neto de US\$ 699 millones en diciembre a US\$ 538 millones en mayo. La banca, por su parte, aumentó ligeramente su posición de cambio de moneda extranjera de US\$ 340 millones en diciembre a US\$ 358 millones en mayo.

10. En este contexto, las compras de dólares del Banco Central (US\$ 1 754 millones entre enero y mayo) en el mercado cambiario han permitido continuar fortaleciendo la posición de reservas

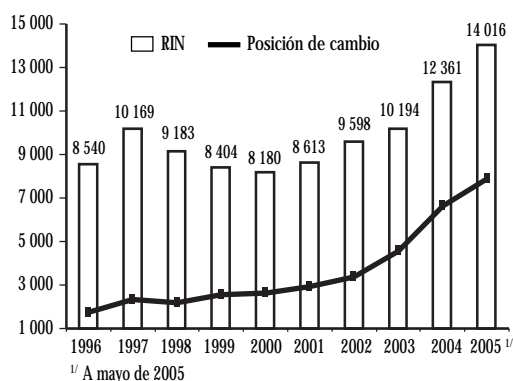
**Gráfico 20**  
**SALDO NETO DE OPERACIONES DE COBERTURA CAMBIARIA,**  
**POSICIÓN DE CAMBIO DE LA BANCA Y TIPO DE CAMBIO**  
**Enero 2003-Mayo 2005**



**Gráfico 21**  
**TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN BCRP: Enero 2002-Mayo 2005**



**Gráfico 22**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
**Y POSICIÓN DE CAMBIO**  
(En millones de US\$)



internacionales, en un contexto de fortaleza de las cuentas externas y recomposición de portafolio por parte de los agentes económicos. Parte de las compras efectuadas en la Mesa de Negociación permitió atender la demanda de dólares del sector público (US\$ 418 millones), con lo cual las compras netas de dólares del BCRP ascendieron a US\$ 1 336 millones.

Este nivel de compras netas de dólares explica el incremento de las reservas internacionales en US\$ 1 385 millones, con el que se llega a un saldo de US\$ 14 016 millones al 31 de mayo. Asimismo, las compras netas de dólares, en adición a los intereses ganados por depósitos e inversiones en el exterior, han permitido elevar la posición de cambio del BCRP en US\$ 1 220 millones, alcanzando un saldo de US\$ 7 858 millones al cierre de mayo.

### L3 Demanda interna y PBI

11. Durante el primer trimestre, el **producto bruto interno** creció 5,4 por ciento impulsado por el incremento de 19,9 por ciento de las exportaciones y de 7,7 por ciento de la inversión privada. Ello en un contexto en el que los precios de la mayoría de nuestros principales productos de exportación, particularmente los mineros, continuaron creciendo y en un ambiente con condiciones macroeconómicas estables que favoreció la confianza del inversionista. Asimismo, la elevación de la confianza de los consumidores ante el crecimiento de los ingresos y el empleo y en el marco de menores tasas de interés; han favorecido el mayor consumo del sector privado, que explicó 54 por ciento del crecimiento del PBI en el primer trimestre.

**Cuadro 10**

**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2004		2005
	I Trim.	Año	I Trim.
<b>I. DEMANDA GLOBAL (1 + 2)</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>
1. Demanda Interna 1/	2,7	3,8	4,4
a. Consumo privado	3,1	3,4	4,0
b. Consumo público	-0,2	3,8	10,6
c. Inversión privada fija	8,0	9,3	7,7
d. Inversión pública	-12,7	5,5	7,0
2. Exportaciones 2/	14,7	15,0	19,9
<b>II. OFERTA GLOBAL (3 + 4)</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>
<b>3. Producto Bruto Interno</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>
4. Importaciones 2/	2,7	10,1	16,3
Nota:			
Consumo más inversión pública	-2,9	4,2	9,9

1/ Incluye variación de inventarios

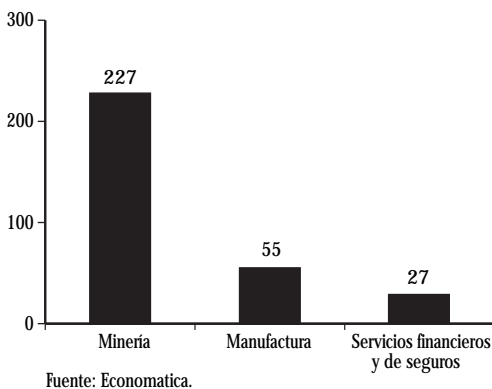
2/ De bienes y servicios

Fuente: INEI y BCR.

12. Las **exportaciones** continuaron creciendo, registrando aumentos tanto en los productos tradicionales como en los no tradicionales. Entre los primeros aumentaron los volúmenes de zinc, cobre, molibdeno, harina de pescado y café compensando la reducción en los volúmenes exportados de oro. Las exportaciones no tradicionales crecieron 25 por ciento, destacando las textiles, especialmente las confecciones de tejidos de punto al mercado estadounidense, las químicas, agropecuarias y pesqueras.
13. La **inversión privada** mantuvo la tendencia positiva iniciada el tercer trimestre de 2002. La ganancia en los términos de intercambio, las mayores ventas y utilidades y la mejora en las expectativas empresariales, impulsaron a las empresas a realizar proyectos de renovación tecnológica y ampliaciones de planta para responder a los mayores niveles de demanda.

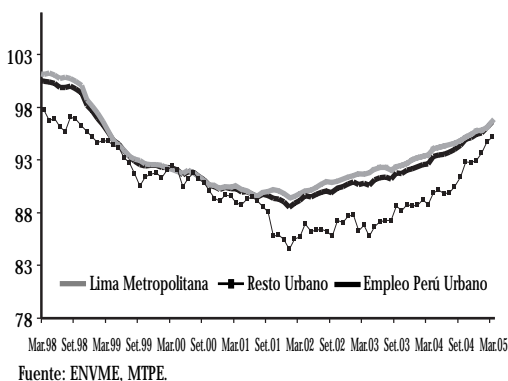
En el primer trimestre de 2005, destacaron los desembolsos realizados para la construcción del Proyecto Alto Chicama, cuyas obras culminarían hacia finales del segundo trimestre para dar inicio a la producción en el último trimestre del año.

**Gráfico 23**  
**UTILIDADES DE EMPRESAS 2004**  
(Variaciones porcentuales anuales)



Asimismo, Southern continuó con su programa de expansión y modernización de Toquepala. Este proyecto, que consiste en la formación de botaderos de lixiviación, triturado y transporte mediante fajas en la mina de Toquepala tiene como objetivo incrementar la recuperación del metal permitiendo ahorros anuales de US\$ 25 millones en costos operativos. Otras empresas mineras y de hidrocarburos que continuaron desarrollando inversiones fueron Antamina, Minera Yanacocha y Pluspetrol en el proyecto Camisea.

**Gráfico 24**  
**EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES:**  
**Marzo 1998-Marzo 2005**  
(Índices desestacionalizados, octubre 1997 = 100)



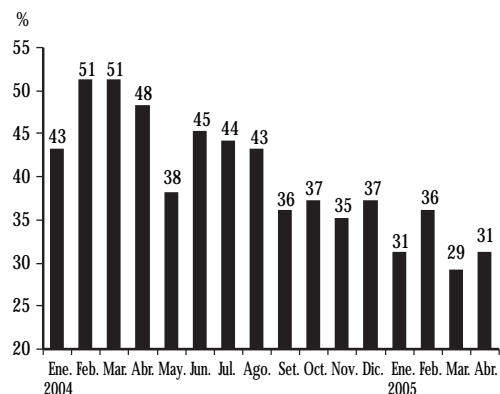
En el mismo sentido, empresas del sector privado de los sectores manufacturero, eléctrico, comercial, hotelero y de servicios llevaron a cabo inversiones tanto en construcción no residencial (ampliaciones de planta y construcción de locales nuevos) como en adquisición de maquinaria nueva. Esto último se vio reflejado en el aumento de 21,4 por ciento de las importaciones de maquinaria y equipo.

El **consumo privado** aumentó 4,0 por ciento debido al aumento del ingreso nacional disponible, al crecimiento sostenido del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores, al incremento del crédito de consumo de las empresas financieras y a la mejora de la confianza de los consumidores.

De acuerdo al Ministerio de Trabajo, el empleo en empresas con 10 y más trabajadores aumentó 3,9 por ciento en el primer trimestre del año, principalmente por una expansión en

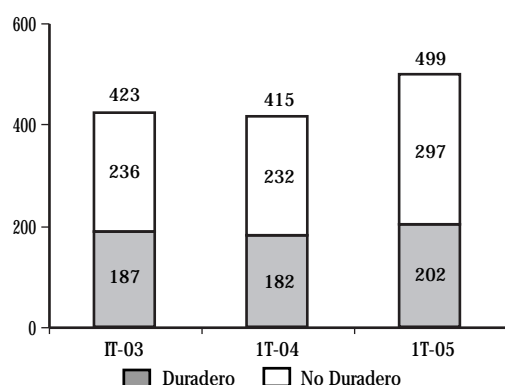


**Gráfico 25**  
**PORCENTAJE DE PERSONAS QUE PIENSAN QUE SU SITUACIÓN ECONÓMICA DENTRO DE 12 MESES SERÁ PEOR: Enero 2004-Abril 2005**



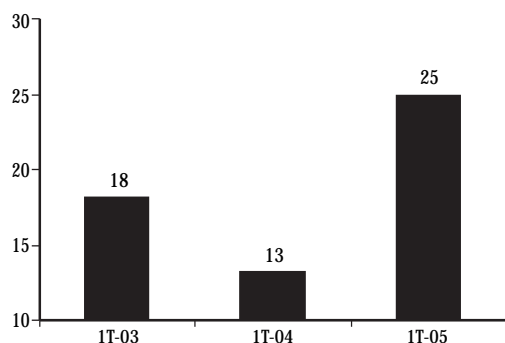
Fuente: Apoyo Opinión y Mercado.

**Gráfico 26**  
**IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO I Trimestre de 2003 a 2005 (En millones de US\$)**



Fuente: SUNAT.

**Gráfico 27**  
**VENTAS DE VEHÍCULOS NUEVOS I Trimestre de 2003 a 2005 (Variaciones porcentuales)**



Fuente: Asociación de Representantes Automotrices del Perú (ARAPER).

provincias (6,4 por ciento), que superó al crecimiento observado en Lima Metropolitana (3,1 por ciento). Las ciudades con mayor crecimiento en el empleo fueron Ica, Iquitos y Piura, asociadas al dinamismo de la agroexportación y la pesca (Ica y Piura) y a las exportaciones forestales en el caso de Iquitos.

**Cuadro 11**

**EMPLEO URBANO EN PRINCIPALES CIUDADES EMPRESAS CON 10 Y MÁS TRABAJADORES (Variación porcentual anual)**

	Marzo 2005/ Marzo 2004	Ene.-Mar. 05/ Ene.-Mar. 04
<b>Perú Urbano</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>
Lima Metropolitana	3,4	3,1
Resto Urbano	7,2	6,4
Ica	29,9	23,7
Chincha	14,1	8,8
Iquitos	14,1	13,9
Pisco	10,4	8,5
Piura	10,3	13,0
Pucallpa	6,1	2,7
Trujillo	6,1	6,3
Cusco	5,5	5,2
Arequipa	3,1	1,8
Chiclayo	2,4	1,2
Cajamarca	1,9	3,1
Huancayo	1,8	3,7
Tarapoto	1,7	0,7
Tacna	0,6	-1,6
Chimbote	0,2	0,8
Puno	-3,2	-1,2
Paita	-7,2	-10,9

Fuente: MTPE, Informe Estadístico Mensual. Encuesta de Variación Mensual de Empleo

De acuerdo a la encuesta de la empresa Apoyo Opinión y Mercado, se observa una mejora en la confianza de los consumidores respecto a su situación económica futura. El porcentaje de personas que señalan que su situación económica en los próximos 12 meses será peor ha disminuido significativamente a lo largo del último año.

El aumento del consumo se reflejó en diversos indicadores como el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, el incremento en las ventas de vehículos nuevos (25 por ciento) y la mayor producción de algunos grupos de la manufactura no primaria asociados al consumo masivo como productos lácteos (10,4 por ciento) y productos de tocador y limpieza (13,3 por ciento).

14. El **consumo público** aumentó 10,6 por ciento debido al mayor gasto en planilla (18,3 por ciento del gobierno central). Por su parte, la inversión pública registró un aumento de 7,0 por ciento impulsado por los mayores desembolsos de los gobiernos locales y, en menor medida, por los proyectos desarrollados por algunas empresas estatales como Sedapal, Electroperú y Enapu.

---

## RECUADRO 2

---

### COSTO LABORAL UNITARIO Y PRODUCTIVIDAD LABORAL

Uno de los indicadores utilizados para identificar presiones inflacionarias es el concepto de Costo Laboral Unitario (CLU). Este indicador permite identificar si los aumentos de remuneraciones generarían presiones inflacionarias al descontar el efecto de incrementos de productividad laboral.

El CLU se define como la remuneración nominal por unidad de producto (producción real por trabajador).

$$\text{CLU} = \frac{W}{Y / L}$$

Donde: CLU representa el Costo Laboral Unitario  
W representa los salarios nominales  
L representa el número de trabajadores  
Y representa el nivel de producto (en términos reales)  
Y / L representa la productividad del trabajo

En términos de variación, esta relación implica:

$$\Delta \text{CLU} = \Delta W - \Delta(Y / L)$$

Es decir, incrementos en el nivel de salarios implicarían aumentos en el CLU, mientras que mejoras en la productividad del trabajo, implicarían caídas en este indicador.

Para el caso peruano se ha estimado un CLU considerando como indicador de actividad al PBI no Primario excluyendo Servicios de Gobierno y como indicador de remuneraciones, a los sueldos y salarios en Lima Metropolitana en empresas de 10 y más trabajadores del Ministerio de Trabajo (MTPE). Como indicador de empleo se considera al empleo del área urbana en empresas de 10 y más trabajadores del MTPE.



Al disponer de información parcial sobre remuneraciones del MTPE para el año 2004 se ha utilizado, a partir de dicho año, las tasas de variación de las remuneraciones estimadas con el registro de cotizaciones del Sistema Privado de Pensiones.

### COSTO LABORAL UNITARIO

(Variación porcentual)

	CLU	Remuneraciones	Productividad
1999	2,5	7,4	4,8
2000	2,1	7,1	5,0
2001	-3,8	-2,2	1,6
2002	-2,3	2,0	4,5
2003 1/	2,8	4,8	2,0
2004 2/	0,1	3,0	2,9
2005 3/	-1,1	1,8	2,9

1/ Variación porcentual de las remuneraciones junio y diciembre 2003/junio y diciembre 2002 (MTPE).

2/ Variación porcentual de las remuneraciones junio y diciembre 2004/junio y diciembre 2003 (SBS).

3/ Variación porcentual de las remuneraciones I trim. 2005/I trim. 2004 (SBS).

Elaboración: BCRP.

Fuente: INEI, MTPE y SBS.

Las presiones inflacionarias en el primer trimestre de 2005 serían débiles, pues en este período el CLU se redujo en 1,1 por ciento debido al incremento de las remuneraciones nominales en 1,8 por ciento y de la productividad en 2,9 por ciento.

### **PBI sectorial**

15. Analizando el crecimiento sectorial se observa que en el primer trimestre de 2005 los sectores no primarios crecieron 6,2 por ciento, mientras que los sectores primarios lo hicieron en 1,1 por ciento. El **sector no primario** se vio impulsado por el crecimiento de la manufactura no primaria, que aumentó 6,7 por ciento explicado tanto por una mayor demanda interna como externa, en tanto que el crecimiento del sector construcción (2,8 por ciento) se vio favorecido por el desarrollo de programas habitacionales.

En el **sector primario** se observaron resultados mixtos. Por un lado, el sector agropecuario aumentó 3,0 por ciento debido a la mayor producción de arroz, papa, café y productos de agroexportación; mientras que, por el otro, la manufactura de recursos primarios registró una disminución de 3,3 por ciento ante la menor producción de azúcar y harina y aceite de pescado.

**Cuadro 12**

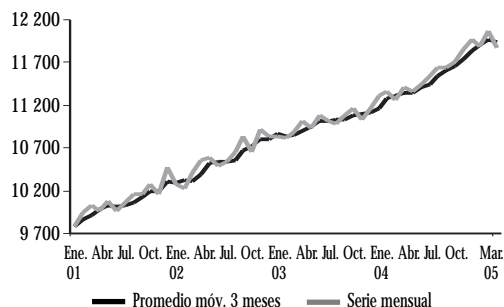
**PRODUCTO BRUTO INTERNO: 2004 - 2005**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2004		2005
	I Trim.	Año	I Trim.
<b>Agropecuario</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,0</b>
<b>Pesca</b>	<b>18,9</b>	<b>30,5</b>	<b>1,3</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>12,9</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>
Minería metálica	14,2	5,2	-1,6
Hidrocarburos	-5,4	7,1	34,1
<b>Manufactura</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>4,9</b>
Procesadores de recursos primarios	1,8	4,6	-3,3
Manufactura no primaria	5,4	7,2	6,7
<b>Electricidad y agua</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>
<b>Construcción</b>	<b>7,0</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>
<b>Comercio</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>
<b>VALOR AGREGADO BRUTO</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	3,0	6,4	7,2
<b>PBI GLOBAL</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>
<b>VAB Primario</b>	<b>6,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>
<b>VAB No Primario</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>

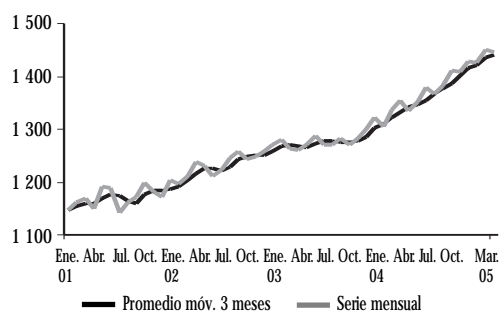
Fuente: INEI

16. En el primer trimestre el **sector agropecuario** creció 3,0 por ciento debido a una mayor producción de arroz, café y otros productos de agroexportación (mangos, uvas, cebolla blanca y aceitunas) que se vieron favorecidos por las mayores siembras, mejores condiciones climáticas y cotizaciones internacionales. Estos resultados compensaron la menor producción de caña de azúcar y maíz amarillo que se vieron afectados por la sequía del año 2004 y el retraso en las siembras, respectivamente.
17. El **sector pesca** creció 1,3 por ciento en el primer trimestre, impulsado por el aumento en la pesca para consumo humano, que fue atenuado por la contracción en la de consumo industrial. Dentro de la primera destacaron los incrementos de extracción de merluza, caracol y langostino en el rubro congelado y de

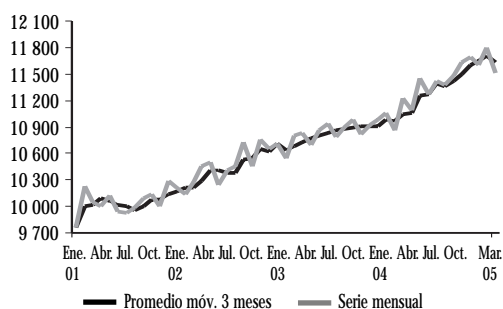
**Gráfico 28**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO DESESTACIONALIZADO**  
**Enero 2001-Marzo 2005**  
 (Millones de nuevos soles de 1994)



**MANUFACTURA NO PRIMARIA DESESTACIONALIZADA**  
**Enero 2001-Marzo 2005**  
 (Millones de nuevos soles de 1994)



**INDICADOR DE DEMANDA INTERNA DESESTACIONALIZADA:**  
**Enero 2001-Marzo 2005**  
 (Millones de nuevos soles de 1994)



pejerrey, perico y otros pescados en la actividad de fresco. La extracción para conservas declinó, en cambio, debido a la menor disponibilidad de jurel. Por otro lado, la pesca para consumo industrial disminuyó por la menor captura de anchoveta, debido a que a diferencia del año anterior, este año no se permitió la extracción de esta especie en el litoral norte centro, donde se concentra la mayor cantidad del recurso.

18. El sector **minería e hidrocarburos** registró un incremento de 0,8 por ciento, sustentado en la mayor producción de hidrocarburos (34,1 por ciento) mientras que la producción minero metálica presentó una caída de 1,6 por ciento. La producción de petróleo crudo creció 28,5 por ciento y la de gas natural, 131,7 por ciento. Este último estuvo explicado por el inicio de operaciones del proyecto Camisea. En contraste, en la minería metálica se registró una caída en la producción de oro debido a que la mina Pierina presenta un agotamiento de sus reservas, por lo que la disponibilidad de mineral con alta ley de oro ha descendido significativamente, lo que no le permite mantener sus niveles de producción de oro fino.
19. La producción **manufacturera** aumentó 4,9 por ciento. La industria procesadora de recursos primarios registró una disminución de 3,3 por ciento, mientras que la manufactura no primaria creció 6,7 por ciento.

La menor actividad de la industria procesadora de recursos primarios se explica por la menor producción de petróleo refinado, azúcar, conservas y congelado de pescado y refinación de metales no ferrosos.

En el crecimiento de la manufactura no primaria destacan la mayor producción de los grupos industriales del papel e imprenta; productos químicos, caucho y plásticos; alimentos, bebidas y tabaco y, en menor medida minerales no metálicos.

Este resultado refleja el incremento de las exportaciones no tradicionales (25 por ciento), el desarrollo de algunos proyectos mineros, el dinamismo del sector construcción y el aumento de la demanda interna incentivada por nuevos productos y presentaciones más económicas.

20. Durante el primer trimestre del año, el promedio móvil tres meses del **PBI desestacionalizado** ha continuado su tendencia creciente observada desde inicios del año 2001, comportamiento que ha sido acompañado por un crecimiento de los indicadores de demanda interna y manufactura no primaria desestacionalizados.

21. El **ingreso nacional disponible** creció 6,8 por ciento en el primer trimestre, tasa superior a la registrada por el PBI como consecuencia del dinamismo de la demanda interna y de los mejores términos de intercambio de comercio exterior asociados al incremento de los precios de las exportaciones.

**Cuadro 13**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE: 2004 - 2005**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2004		2005
	I Trim.	Año	I Trim.
I. Producto bruto interno (PBI)	4,8	4,8	5,4
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	3,2	3,2	5,7
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	5,5	5,3	7,0
<b>IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>

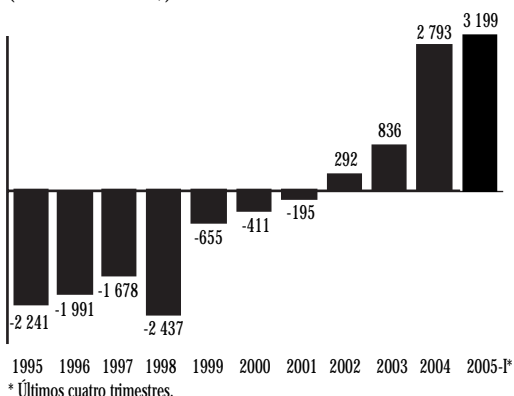
1/ Excluye del PBI la renta neta pagada a factores productivos no residentes  
 2/ El PBI y el PNB están aislados de cambios en los términos de intercambio del comercio exterior  
 3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes  
 Fuente: INEI y BCRP

**I4 Cuentas externas**

*El desarrollo favorable de las cuentas externas continuó durante el primer trimestre del presente año. Los precios de nuestras exportaciones aumentaron 5,5 por ciento, los volúmenes embarcados crecieron 27 por ciento, con lo cual se acumula un superávit comercial por octavo trimestre consecutivo y de cuenta corriente por tercer período consecutivo.*

*En el trimestre hubo también una acumulación de reservas internacionales de US\$ 924 millones, fortaleciendo de esta manera la posición de liquidez internacional y la sostenibilidad de las cuentas externas.*

**Gráfico 29**  
**BALANZA COMERCIAL: 1995-2005**  
(Millones de US\$)



**Balanza comercial**

22. En el primer trimestre de 2005 el saldo de la **balanza comercial**, en un contexto de mayores precios internacionales, registró un superávit de US\$ 1 049 millones, su mayor nivel histórico trimestral. Este resultado se explica por el aumento de 34 por ciento en las exportaciones, en tanto que las importaciones lo hicieron en 25 por ciento. El superávit comercial alcanzó US\$ 3 199 en los últimos cuatro trimestres tomados a marzo, lo cual supera lo registrado el año pasado.

## Cuadro 14

**BALANZA DE PAGOS**

(Millones de US\$)

	2004		2005
	I Trim.	Año	I Trim.
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 43</b>	<b>- 10</b>	<b>326</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>- 0,3</i>	<i>- 0,0</i>	<i>1,8</i>
1. Balanza comercial	643	2 793	1 049
a. Exportaciones	2 767	12 617	3 707
b. Importaciones	- 2 124	- 9 824	- 2 658
2. Servicios	- 207	- 843	- 212
3. Renta de factores	- 805	- 3 421	- 860
4. Transferencias corrientes	326	1 461	349
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>249</b>	<b>2 336</b>	<b>656</b>
1. Sector privado 1/	298	1 348	489
2. Sector público	- 49	988	167
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>3</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP (1-2)</b>	<b>- 209</b>	<b>- 2 352</b>	<b>- 984</b>
<i>(Incremento con signo negativo)</i>			
1. Variación del saldo de RIN	- 217	- 2 437	- 924
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 8	- 85	61

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

Fuente: BCRP, MEF, SUNAT y empresas.

23. Las **exportaciones** en el primer trimestre ascendieron a US\$ 3 707 millones, mayores en US\$ 940 millones a las registradas en similar periodo de 2004. Esta mejora se explica por un aumento del volumen en 27,1 por ciento y de los precios en 5,5 por ciento. Las ventas al exterior de productos tradicionales registraron un aumento de US\$ 738 millones (38 por ciento), mientras que el de las no tradicionales fue de US\$ 197 millones (25 por ciento). La mejora de las exportaciones tradicionales se explica por los mayores precios de los productos mineros. Cabe mencionar que los menores embarques de oro respondieron principalmente al agotamiento de la mina Pierina.

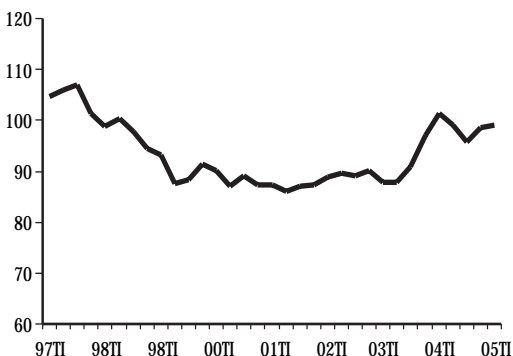
Las exportaciones no tradicionales continuaron mostrando un importante dinamismo, en particular las del sector agropecuario (20 por ciento) como resultado de la maduración de inversiones en el sector y mejoras de productividad, y el sector textil, todavía favorecido por la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (ATPDEA) que permitió el incremento del sector en 16 por ciento a pesar del inicio de la eliminación de cuotas textiles en el mercado norteamericano y el impacto de China en el mercado mundial.

Asimismo, destaca el incremento de productos químicos (38 por ciento) por ventas de productos químicos inorgánicos, y el de los productos siderometalúrgicos y joyería (25 por ciento) favorecidos por los mejores precios internacionales.

24. Las **importaciones** alcanzaron los US\$ 2 658 millones, mayores en US\$ 533 millones ó 25 por ciento más que las de similar periodo del año previo. Este dinamismo se explica principalmente por las mayores adquisiciones de insumos (27 por ciento), debido al aumento de las importaciones de combustibles ante mayores precios del petróleo, y de insumos industriales en un contexto de mayor actividad económica. Asimismo, cabe resaltar el importante crecimiento de las compras de bienes de capital (25 por ciento), particularmente de la industria, asociados a un mayor dinamismo de la inversión privada. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 22 por ciento en el trimestre, tanto por mayores adquisiciones de bienes duraderos cuanto no duraderos, destacando el mayor volumen importado de arroz (54 mil TM vs 2 mil TM del primer trimestre de 2004).

#### Términos de intercambio

**Gráfico 30**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Índice 1994 = 100)



25. En el primer trimestre, los precios de las exportaciones crecieron en 5,5 por ciento, principalmente cobre (25 por ciento), café (39 por ciento), zinc (20 por ciento) y oro (5 por ciento) contrarrestados por menores precios de harina de pescado (5 por ciento); en tanto que, los precios de las importaciones lo hicieron en 7,8 por ciento, principalmente petróleo (36 por ciento) compensados por menores precios del trigo (16 por ciento) y de la soya (31 por ciento). De este modo, los términos de intercambio disminuyeron 2,1 por ciento.

Este desarrollo se asocia al sostenimiento de la demanda de China por los principales metales, a pesar de las medidas tomadas por su gobierno para desacelerar su economía; a los bajos niveles de inventarios de los *commodities* y la poca flexibilidad en el balance de oferta y demanda en los mercados del cobre y el petróleo; y en el caso del oro, a las presiones inflacionarias en Estados Unidos de NA.

Por su parte, la cotización del café viene registrando una recuperación de sus precios por un menor crecimiento de la oferta mundial en la campaña 2004-2005, mientras que el trigo y la soya han continuado el retroceso iniciado en el segundo semestre de 2004, en un contexto de perspectivas de mejores cosechas.

---

**Balanza en cuenta corriente y flujo de capitales**

26. En el primer trimestre de 2005, el saldo en **cuenta corriente de la balanza de pagos** registró por tercer trimestre consecutivo un superávit que alcanzó los US\$ 326 millones (1,8 por ciento del PBI), lo que contrasta con el déficit de US\$ 43 millones registrado en similar periodo del año anterior. Esta mejora se genera principalmente por el superávit comercial de US\$ 1 049 millones, lo que fue en parte contrarrestado por el mayor déficit en la renta de factores y en servicios.

Dentro de la renta de factores destacó el egreso por mayores utilidades de inversionistas extranjeros en un contexto de mejores precios internacionales y mayores volúmenes de ventas al exterior. El mayor déficit de servicios es explicado principalmente por el mayor egreso por fletes de importaciones.

27. En este trimestre la **cuenta de capitales** alcanzó un flujo de US\$ 656 millones, mayor en US\$ 407 millones al del primer trimestre de 2004, debido a un mejor resultado de los sectores privado y público. En el primer caso destaca el mayor nivel de desembolsos de préstamos privados a largo plazo para el sector minero, la menor inversión del sector financiero en el exterior, en un contexto de cambio de portafolio a favor de la moneda nacional, y el incremento de los pasivos de corto plazo del sistema bancario causado por mayor volumen de comercio exterior. Por su parte, dentro de los capitales del sector público destacan los mayores desembolsos, principalmente por la colocación de bonos globales en el exterior por US\$ 427 millones a valor de mercado (US\$ 400 millones de valor nominal), que contrarrestaron la mayor amortización y los mayores activos en el exterior, principalmente por depósitos de la Oficina de Normalización Previsional (ONP) por US\$ 100 millones. Cabe mencionar que el flujo de divisas en el rubro de errores y omisiones fue negativo en US\$ 82 millones.

Con ello, el flujo de reservas internacionales netas del BCRP ascendió a US\$ 924 millones, alcanzando un saldo de US\$ 13 555 millones.

**L5 Finanzas públicas**

*Las cuentas fiscales evolucionaron positivamente durante el primer trimestre de 2005, mostrando un superávit primario mayor al observado durante similar periodo del año anterior. A diferencia de dicho periodo, ello obedeció al mayor*

*dinamismo de los ingresos tributarios y no al menor ritmo de gasto público, en particular por la mayor regularización del impuesto a la renta que se registró en parte durante marzo.*

**Cuadro 15**

**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de nuevos soles)

	2004		2005
	I Trim.	AÑO	I Trim.
<b>1. Ingresos corrientes</b>	<b>8 204</b>	<b>35 381</b>	<b>9 333</b>
(% del PBI)	15,1	15,1	15,8
Var. % real	6,6	8,1	11,3
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-6 781</b>	<b>-34 165</b>	<b>-7 621</b>
(% del PBI)	-12,4	-1,6	-12,9
Var. % real	-2,8	4,8	10,0
Corriente	-6 303	-29 870	-7 128
(% del PBI)	-11,6	-12,8	-12,1
Var. % real	1,0	5,3	10,7
Capital	-478	-4 295	-493
(% del PBI)	-0,9	-1,8	-0,8
Var. % real	-35,3	1,5	1,0
<b>3. Otros</b>	<b>473</b>	<b>1 184</b>	<b>731</b>
(% del PBI)	0,9	0,5	1,2
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>1 896</b>	<b>2 400</b>	<b>2 444</b>
(% del PBI)	3,5	1,0	4,1
<b>5. Intereses</b>	<b>-1 406</b>	<b>-4 865</b>	<b>-1 234</b>
(% del PBI)	-2,6	-2,1	-2,1
De los cuales:			
Bonos de reconocimiento	-204	-333	49
Externos (Millones de US\$)	-\$310	-\$1 159	-\$308
<b>6. Resultado económico</b>	<b>491</b>	<b>-2 465</b>	<b>1 209</b>
(% del PBI)	0,9	-1,1	2,0
Millones de US\$	\$141	-\$754	\$371

28. Durante el primer trimestre de 2005 el **resultado económico** del Sector Público no Financiero registró un superávit equivalente a 2,0 por ciento del PBI, superior en 1,1 por ciento del PBI respecto al registrado en el primer trimestre de 2004. Este resultado se debió a la mejora en el resultado primario en 0,6 puntos porcentuales del PBI y al menor vencimiento de intereses de la deuda en 0,5 por ciento del PBI. La mejora del resultado primario obedeció al incremento de los ingresos del gobierno central en 11 por ciento en tanto que los gastos no financieros lo hicieron en 10 por ciento.

29. Los **ingresos corrientes** del gobierno central ascendieron a 15,8 por ciento del PBI, mayor en 0,7 por ciento del PBI comparado con similar periodo del año anterior. Este



desempeño se origina principalmente en la mejora de los ingresos tributarios (0,6 por ciento del PBI), debido a la mayor contribución del impuesto a la renta (crecimiento de 18 por ciento en términos reales).

El incremento del impuesto a la renta obedeció a la mayor actividad económica, a la mejora de los precios de los minerales y al incremento de la tasa del impuesto de personas jurídicas de 27 a 30 por ciento. Estos dos últimos factores tendrían un efecto importante en la regularización anual del Impuesto a la renta.

El Impuesto General a las Ventas (IGV) registró un crecimiento de 9 por ciento real, el que obedeció principalmente a las mayores importaciones así como a las nuevas medidas de carácter administrativo como la inclusión de nuevos bienes y servicios al Sistema de Deduciones en agosto de 2004, y la aplicación del Sistema de Percepciones a las ventas locales de diversos productos desde enero de 2005.

30. Los **gastos no financieros** del gobierno central ascendieron a 12,9 por ciento del PBI, nivel superior en 0,4 por ciento del PBI respecto a similar periodo del año anterior. Este incremento se registró básicamente en el gasto corriente, debido tanto a los incrementos salariales otorgados a los servidores públicos durante el 2004, cuanto por el adelanto del pago de la Bonificación por Escolaridad al mes de febrero (el año anterior se realizó en abril). Ello implicó un crecimiento del gasto en remuneraciones de 0,4 por ciento del PBI.

#### Cuadro 16

#### FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2004 - 2005

	2004		2005
	I Trim.	AÑO	I Trim.
<b>1. Resultado Económico (Millones de soles)</b>	<b>491</b>	<b>-2 465</b>	<b>1 209</b>
(% del PBI)	0,9	-1,1	2,0
Millones de US\$	141	-754	371
<b>2. Amortización (Millones de US\$)</b>	<b>-421</b>	<b>-2 068</b>	<b>-388</b>
Redención de bonos de reconocimiento	-51	-215	-34
Internos	-72	-505	-32
Externos	-298	-1 348	-322
<b>3. Requerimiento financiero (Millones de US\$)</b>	<b>280</b>	<b>2 822</b>	<b>17</b>
Desembolsos externos	260	2 474	633
Libre disponibilidad	201	2 158	577
Proyectos de inversión	59	315	56
Bonos internos	173	766	205
Privatización	70	114	\$7
Otros 1/	-223	-532	-827

1/ El signo negativo refleja principalmente aumento de depósitos

- 31. Los **intereses de la deuda pública** ascendieron a 2,1 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,5 puntos porcentuales a los del año anterior. Ello obedeció tanto a los menores intereses devengados de los bonos de reconocimiento -producto de la menor tasa de inflación-, cuanto a los menores gastos por intereses externos debido al menor tipo de cambio.
- 32. Los **requerimientos financieros** ascendieron a US\$ 17 millones, menores en US\$ 263 millones a los de similar periodo del año anterior, lo que refleja el mayor superávit fiscal.

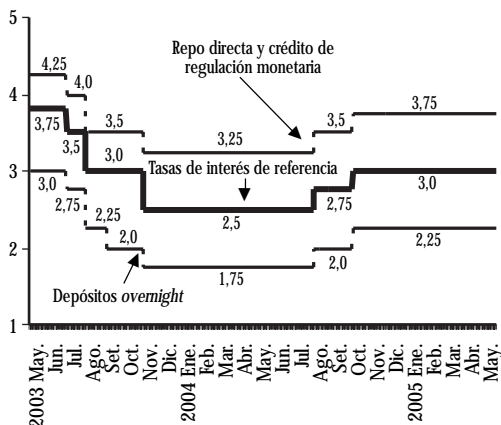
Durante el trimestre se recibieron desembolsos externos por US\$ 633 millones, de los cuales US\$ 577 millones correspondieron a desembolsos de libre disponibilidad (US\$ 427 millones por colocación de bonos) y US\$ 56 millones a proyectos de inversión. Asimismo se emitieron bonos soberanos por S/. 669 millones (equivalente a US\$ 205 millones).

**L6 Tasas de interés y agregados monetarios**

*Durante los primeros meses del año, el Banco Central mantuvo su tasa de interés de referencia en 3,0 por ciento dada la reversión de los choques de oferta que ocasionaron incrementos en la tasa de inflación en el 2004 y porque la proyección de inflación para el 2005 se ubica alrededor del centro del rango meta de inflación (2,5 por ciento).*

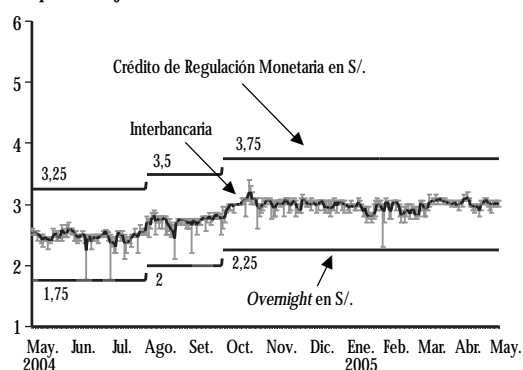
- 33. El Banco Central de Reserva establece su posición de política monetaria mediante una tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. Desde el inicio de la aplicación del esquema de Metas Explícitas de Inflación (enero de 2002), la posición de política ha sido de estímulo monetario, lo que se ha reflejado en niveles históricamente bajos de la tasa de interés real interbancaria. Ello ha sido consistente con el cumplimiento de la meta de inflación y ha contribuido a la recuperación de la actividad económica, luego del período recesivo que afrontó la economía peruana entre 1998 y 2001.

**Gráfico 31**  
**TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA: Mayo 2003-Mayo 2005**  
 En porcentajes



- 34. Durante los primeros meses de 2005 el Banco Central no modificó 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. Esta posición monetaria estable es consistente con la reversión de los choques de oferta inflacionarios que afectaron la economía el año pasado, la proyección de inflación para el año 2005 en un nivel ligeramente menor al centro del rango meta de inflación (2,5 por ciento) y expectativas de inflación del público en torno a este mismo nivel.

**Gráfico 32**  
**TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL:**  
**Mayo 2004 - Mayo 2005**  
En porcentajes



35. Durante los primeros meses del año, la tasa interbancaria se ubicó en torno a la tasa de interés de referencia (3,0 por ciento). Durante febrero y marzo, se observó un ligero incremento de la variabilidad de la tasa de interés interbancaria, la cual disminuyó posteriormente, alcanzando un nivel de dispersión promedio de 3 y 5 puntos básicos en abril y mayo, respectivamente. La mayor variabilidad fue originada por los ajustes de liquidez que originó el pago de la regularización del impuesto a la renta cuyo plazó venció el 8 de abril y significó un pago sin precedentes de S/. 1 864 millones.

**Cuadro 17**

**TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN MONEDA DOMÉSTICA**

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
<b>2004</b>												
Promedio (%)	2,41	2,52	2,48	2,49	2,48	2,46	2,44	2,67	2,73	2,93	3,02	3,00
Desviación estándar (pp)	0,10	0,04	0,04	0,06	0,05	0,07	0,08	0,10	0,04	0,12	0,07	0,04
Coef. variabilidad (%)	4,2	1,7	1,5	2,6	1,9	2,7	3,1	3,8	1,4	4,2	2,3	1,4
<b>2005</b>												
Promedio (%)	2,98	2,90	2,93	3,03	3,01							
Desviación estándar (pp)	0,04	0,08	0,08	0,03	0,05							
Coef. variabilidad (%)	1,2	2,8	2,7	0,9	1,8							

Fuente: BCRP

**Tasas de interés activas y pasivas**

36. La tasa de interés activa preferencial corporativa en moneda local registró un comportamiento ligeramente ascendente durante los primeros meses de 2005, pasando de 3,8 por ciento en diciembre de 2004 a 4,0 por ciento en mayo de 2005. Con ello se mantiene el diferencial que usualmente se observa con respecto a la tasa de interés interbancaria (alrededor de 90 puntos básicos). Las tasas de interés activas y pasivas han mostrado también ligeros incrementos.

**CUADRO 18**

**TASAS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES EN MONEDA DOMÉSTICA**  
(En porcentajes)

	2002				2003				2004				2005	
	Mar	Jun	Set	Dic	Mar	Jun	Set	Dic	Mar	Jun	Set	Dic	Mar	Abr
1. Interbancaria	2,5	2,6	5,4	3,8	3,8	3,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,7	3,0	2,9	3,0
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,9	3,2	4,0	5,3	4,1	4,1	3,5	3,0	2,8	3,0	2,9	3,2	3,2	3,3
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	7,1	4,9	4,7	5,1	5,0	4,8	4,4	4,2	3,9	3,8	3,9	4,4	4,6	4,6
4. Activa preferencial corporativa	3,9	3,7	6,8	5,1	4,7	4,6	3,5	3,3	3,3	3,5	3,5	3,8	4,0	4,1
5. Activa promedio hasta 360 días	15,5	14,1	14,0	14,8	14,3	14,0	14,3	14,0	14,8	14,7	14,3	14,7	15,5	14,9
6. Activa promedio, estructura constante	25,0	23,6	22,5	22,3	21,1	20,1	19,6	19,0	19,3	18,7	18,3	18,2	18,3	18,5
7. CD														
Del saldo	5,4	4,8	4,1	4,7	4,7	4,8	4,3	3,9	3,7	3,8	4,1	4,5	4,5	4,6
Plazo promedio del saldo de CDBCRP (días)	115	99	81	162	206	213	251	260	256	220	238	282	265	269

Fuente: BCRP

**RECUADRO 3**

**IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA  
SOBRE EL RESTO DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES**

El nivel de la tasa de interés interbancaria sirve de referencia para la formación del resto de tasas de interés en soles y afecta más a aquellas tasas con menor riesgo crediticio y menores plazos. Una mayor respuesta en un menor tiempo de las tasas de interés en soles ante cambios en la tasa interbancaria refuerza la potencia de la política monetaria.

Para estimar estos efectos, se consideró información del período comprendido entre 1995 y 2004, el cual fue dividido en dos sub-muestras para identificar si la mayor predictibilidad de la tasa interbancaria a partir de la reducción reciente de su volatilidad ha reforzado este canal de transmisión de la política monetaria. Los resultados muestran que, luego de la adopción del esquema de Metas de Inflación, el impacto de largo plazo (coeficiente de traspaso) de la tasa de interés interbancaria sobre las tasas en soles ha aumentado y el tiempo de ajuste para que el efecto se transmita se ha reducido.

Adicionalmente, se observa que el efecto de un cambio de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria es mayor para las tasas de interés de préstamos de mayor plazo, mientras que en el caso de las tasas pasivas, el efecto es menor para plazos mayores.

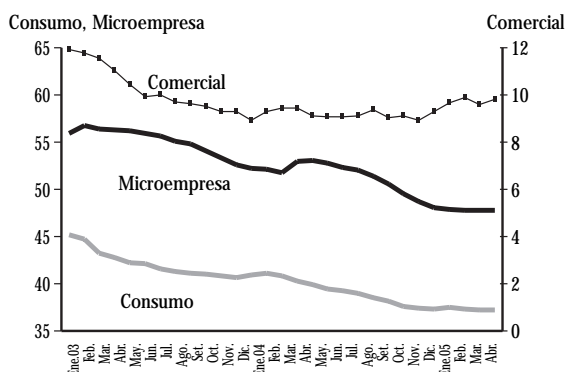
**IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA SOBRE  
LAS TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ANÁLISIS DE CORTO Y  
LARGO PLAZO**

(Abril 1995- Diciembre 2004)

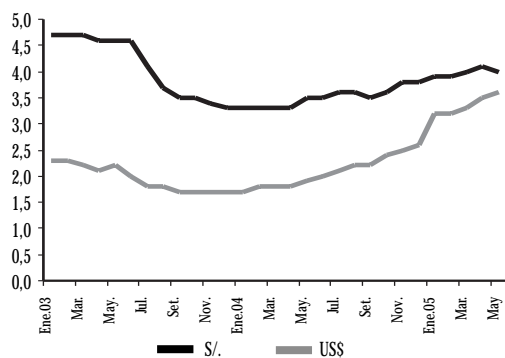
	Préstamos		Depósitos				
	Hasta 360 días	Más de 360 días	Ahorro	Plazo hasta 30 días	Plazo 31-179 días	Plazo 180-359 días	Plazo 360 días y más
<b>Impacto de largo plazo</b>							
Abr.95-Dic.01	0,36	0,59	0,12	0,31	0,20	0,10	0,07
Abr.95-Dic.04	0,88	1,45	0,49	0,70	0,67	0,61	0,55
<b>Velocidad de Ajuste 1/</b> (en número de meses)							
Abr.95-Ene.01	6	25	12	3	7	4	15
Feb.01-Dic.04	3	8	2	1	3	4	5

1/ Se considera el impacto de largo plazo para la muestra completa (abril 1995-diciembre 2004).

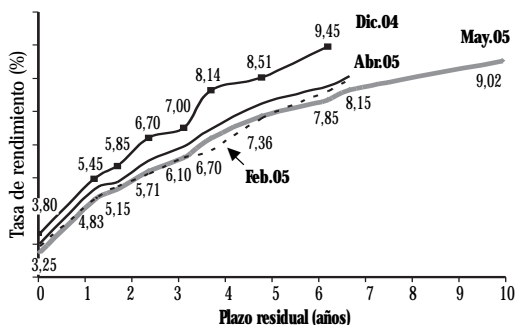
**Gráfico 33**  
**TASA DE INTERÉS EN MONEDA DOMÉSTICA DE LOS**  
**CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y**  
**COMERCIALES: Enero 2003-Mayo 2005**  
 (En porcentaje)



**Gráfico 34**  
**TASAS DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA A**  
**90 DÍAS: Enero 2003-Mayo 2005**  
 (En porcentaje)



**Gráfico 35**  
**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 periodo.

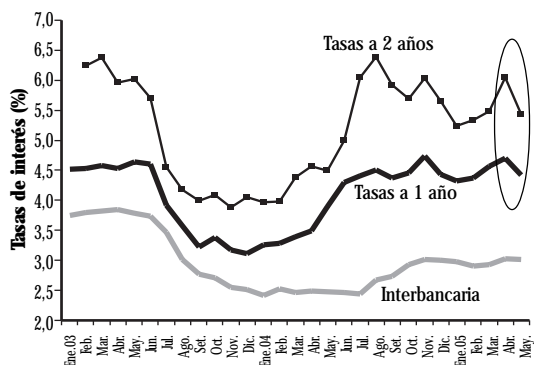
37. Observando el comportamiento de las tasas de interés por segmentos del mercado de crédito, se aprecia que las tasas de interés promedio de los créditos de consumo y a la microempresa en moneda local continúan mostrando una marcada tendencia decreciente. Cabe mencionar que las tasas de interés aplicadas en estos dos últimos segmentos incorporan una mayor prima por riesgo crediticio.
38. Si bien en los últimos años se ha incrementado el impacto de la tasa interbancaria sobre el resto de tasas de interés en soles; estas últimas también son influenciadas por la evolución de las tasas de interés en dólares y por el nivel de riesgo país como fue el caso a mediados del año 2004.

En meses recientes se ha registrado una reducción en el diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares. En particular, el diferencial de las tasas de interés activa corporativa a 90 días se ha reducido de 120 puntos básicos en diciembre de 2004 a 30 puntos básicos en mayo de 2005 (5 puntos básicos al cierre de mayo).

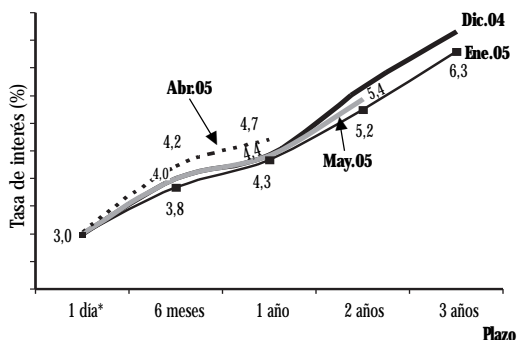
**Curva de rendimiento**

39. La reducción de las tasas de interés de los CDBCRP y de los Bonos del Tesoro Público (BTP) a inicios de 2005 continuó la tendencia descendente iniciada a fines del año anterior, luego que las expectativas de inflación del público se realinearón con la meta de inflación, siendo esta evolución más notoria en el tramo de plazos más largos de los bonos del Tesoro.
40. Posteriormente, las tasas de interés de estos títulos aumentaron entre febrero y abril. Este periodo coincide con el incremento del riesgo-país a partir de la segunda mitad de marzo (que se revertiría posteriormente) y la anticipación del sector privado de mayores requerimientos de liquidez en el periodo de regularización del pago del impuesto a la renta (fines de marzo y comienzos de abril). En mayo, se ha registrado una reducción de las tasas de interés de estos títulos, así como una extensión de la estructura de vencimientos de la curva de rendimientos de bonos soberanos hasta un plazo de 10 años.
41. El saldo de CDBCRP aumentó de S/. 8 255 millones en diciembre de 2004 a S/. 11 261 millones en marzo de 2005, como resultado de la esterilización monetaria de las intervenciones cambiarias del BCRP. Posteriormente, en el mes de abril, se redujo el saldo de estos certificados para proveer de liquidez a la banca durante el periodo de pagos por regularización del impuesto a la renta del año 2004. De manera similar, en mayo los mayores ingresos del fisco depositados

**Gráfico 36**  
**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO EN SOLES DE TÍTULOS PÚBLICOS: Enero 2003-Mayo 2005**



**Gráfico 37**  
**TASA DE INTERÉS DE CDBCRP POR PLAZO**



en el BCRP determinaron un menor requerimiento de esterilización con CDBCRP, lo que ha permitido que el saldo de estos títulos se reduzca hasta S/. 9 573 millones.

En general, la colocación de CDBCRP ha seguido un criterio de diversificación de plazos y de dar referencias para la curva de rendimientos en soles.

- 42. El plazo promedio del saldo de CDBCRP aumentó entre diciembre de 2004 y febrero de 2005 (de 282 a 295 días), período en el que se retomó la colocación de CDBCRP a 3 años en un contexto de menores tasas de interés, lo que favoreció la ampliación del plazo promedio al que se colocaron dichos títulos.

Con la posterior reversión de la tendencia a la baja de las tasas de interés de estos títulos, el plazo promedio del saldo de CDBCRP se redujo a 265 días en marzo. Esta reducción del plazo de los CDBCRP obedeció también a que la demanda de CDBCRP por parte de las instituciones financieras estuvo concentrada temporalmente en plazos cortos, ante la previsión de una menor liquidez por efecto de los pagos por regularización del impuesto a la renta que se efectuarían entre fines de marzo y comienzos de abril. Al cierre de mayo, el plazo promedio del saldo de CDBCRP se ubica en 256 días.

- 43. Por su parte, la participación dentro del saldo total de CDBCRP cuyos plazos de colocación fueron iguales o mayores a un año se incrementó de 69 por ciento en diciembre de 2004 a 77 por ciento en mayo de 2005.

**CUADRO 19**

**SALDO DE CDBCRP POR PLAZOS: 2004-2005**  
(Millones de soles)

	2004					2005	
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.		May	
				Monto	%	Monto	%
Hasta 18 semanas	305	130	245	155	1,9	160	1,7
De 4 a 6 meses	955	615	405	495	6,0	614	6,4
De 7 a 10 meses	523	393	1 605	1 870	22,7	1 415	14,8
1 año y 18 meses	3 031	2 816	3 116	3 985	48,3	5 441	56,8
2 y 3 años	1 185	1 235	1 360	1 750	21,2	1 943	20,3
<b>Total</b>	<b>5 998</b>	<b>5 188</b>	<b>6 730</b>	<b>8 255</b>	<b>100,0</b>	<b>9 573</b>	<b>100,0</b>
Memo:							
Saldo de Bonos del Tesoro	3 040	2 855	3 250	3 751		4 530	
Tasa de interés promedio del saldo de CDBCRP	3,7%	3,8%	4,1%	4,5%		4,6%	

Fuente: BCRP

44. En los primeros cinco meses del año, el Tesoro Público continuó combinando la colocación de títulos en soles nominales con títulos indexados a la inflación, extendiendo el plazo de colocación de estos últimos títulos hasta 30 años. Entre diciembre y mayo, el gobierno colocó BTP por un total de S/. 1 831 millones, con lo que el saldo de bonos soberanos en soles en circulación al mes de mayo alcanzó el valor de S/. 5 561 millones, superior en 48 por ciento al monto de diciembre de 2004 (S/. 3 751 millones). Las tasas de interés de los BTP, si bien registraron un comportamiento similar a los de CDBCRP (aumentaron entre febrero y mayo), mantienen al mes de mayo niveles inferiores a los de diciembre de 2004.

#### Cuadro 20

#### TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL MERCADO SECUNDARIO POR VENCIMIENTO (En porcentajes)

	12-Ago-06	9-Oct-07	9-Jul-08	11-Feb-09	10-Mar-10	10-Ago-11	31-Ene-12
<b>2004</b>							
Ene-04	4,56	5,69	6,45	-	-	-	-
Feb-04	4,88	5,55	6,43	7,25	-	-	-
Mar-04	4,68	5,53	6,27	7,44	8,66	-	-
Abr-04	4,74	5,74	6,41	7,37	8,59	-	-
May-04	5,82	7,71	8,00	-	-	-	-
Jun-04	6,11	8,23	9,07	10,06	11,26	-	-
Jul-04	6,47	8,43	9,20	10,00	11,05	-	-
Ago-04	6,39	7,79	8,56	9,12	10,48	12,43	-
Set-04	5,80	6,75	7,60	8,25	9,35	11,31	-
Oct-04	5,51	6,50	7,23	7,90	8,70	9,94	-
Nov-04	5,52	6,59	7,17	8,10	8,57	9,72	-
Dic-04	5,70	6,76	7,11	8,14	8,51	9,60	-
<b>2005</b>							
Ene-05	4,89	5,87	6,40	6,97	-	8,70	-
Feb-05	4,83	5,63	6,10	6,35	7,30	8,26	8,68
Mar-05	5,03	5,69	6,36	6,79	7,68	7,79	8,59
Abr-05	5,15	6,03	6,44	6,95	7,80	8,25	8,63
May-05	4,94	5,83	6,28	6,73	7,56	8,06	8,31

45. A inicios de mayo el gobierno efectuó la tercera operación de reestructuración de deuda pública interna desde que se inició el programa de creadores de mercado. En esta oportunidad, se intercambiaron bonos en dólares por US\$ 262 millones, por bonos en soles por S/. 851 millones, principalmente a un plazo de 10 años. Como resultado de esta operación, el ratio de dolarización del saldo de deuda pública interna bajó de 37 por ciento a 25 por ciento. Asimismo, se extendió la curva de rendimientos en soles nominales de 7 a 10 años, lo que constituirá una nueva referencia para las emisiones de títulos del sector privado.

En la operación se entregaron las siguientes series de bonos soberanos nominales en soles: una nueva emisión del bono 05MAY2015 (S/. 787 millones), con plazo de 10 años, a una tasa cupón de 9,91 por ciento (tasa efectiva anual de 10,16 por ciento), y la reapertura del bono 10MAR2010 (S/. 64 millones), con plazo residual de 5 años.

46. Entre diciembre y mayo, el saldo de instrumentos de renta fija emitidos por el sector privado disminuyó S/. 87 millones, principalmente por el vencimiento anticipado de bonos por parte de la empresa Southern Peru (US\$ 199 millones entre enero y abril). En soles, la colocación neta de redenciones fue positiva en S/. 182 millones, destacando las emisiones de Telefónica del Perú (bonos por S/. 238 millones e instrumentos de corto plazo por S/. 180 millones) y la Corporación Financiera Internacional IFC (bonos por S/. 100 millones). La colocación neta en dólares fue negativa en US\$ 79 millones, destacando los bonos de Minera Barrick Misquichilca por US\$ 50 millones y Transportadora de Gas del Perú por US\$ 71 millones. El saldo de instrumentos privados a fin de mayo fue S/. 12 325 millones (US\$ 3 781 millones).

**Cuadro 21**

**COLOCACIÓN NETA DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA:  
2004-2005 1/**

	Enero-Mayo 2004			Enero-Mayo 2005		
	S/.	US\$	Total	S/.	US\$	Total
Sector Privado	33	144	534	182	-79	-87
Colocado	664	263	1 578	986	257	1 824
Amortizado	631	119	1 043	804	336	1 910
Tesoro Público	319	--	399	1 810	--	779
Colocado	809	--	809	1 831	--	799
Amortizado	490	--	410	21	--	21
CDBCRP	1 251	--	1 251	1 318	--	1 318
Colocado	4 100	--	4 100	8 175	--	8 175
Amortizado	2 849	--	2 849	6 857	--	6 857
TOTAL	1 603	144	2 184	3 310	-79	2 010
Colocado	5 573	263	6 487	10 992	257	10 798
Amortizado	3 970	119	4 302	7 682	336	8 788

1/ Incluye bonos, papeles comerciales, certificados negociables y letras del tesoro público.

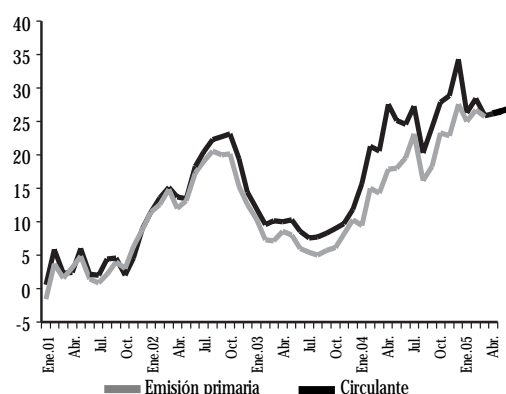
**Agregados monetarios**

47. Durante los primeros cinco meses de 2005 se ha continuado registrando un significativo crecimiento de los saldos de emisión primaria y circulante. La tasa de crecimiento porcentual



**Gráfico 38**  
**CRECIMIENTO DE LOS SALDOS DE EMISIÓN PRIMARIA**  
**Y CIRCULANTE: Enero 2001-Mayo 2005**

(Tasa de variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior)



de estos dos agregados monetarios se situó por encima de 26 por ciento en mayo de 2005 y se ha mantenido en niveles similares desde inicios de año. La mayor demanda de emisión primaria y circulante refleja el continuo dinamismo de la actividad económica y la mayor preferencia por la moneda local respecto a la moneda extranjera.

48. Entre enero y mayo, el saldo de emisión primaria aumentó S/. 75 millones. En este período, se realizaron compras netas de dólares por US\$ 1 336 millones (compras de US\$ 1 753 millones en la Mesa de Negociación compensadas por ventas al sector público por US\$ 418 millones). La expansión monetaria asociada a estas compras netas de dólares fue atenuada por los mayores depósitos del sector público (S/. 3 173 millones) y por la colocación neta de CDBCRP (S/. 1 319 millones).

**Cuadro 22**

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

	2002	2003	2004	2005 Ene-May
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>436</b>	<b>3 465</b>	<b>6 239</b>	<b>4 353</b>
(Millones de US\$)	128	998	1 854	1 336
1. Compras netas en Mesa de Negociación	- 32	1 050	2 340	1 753
2. Sector público	157	- 51	- 487	- 418
3. Otros	3	- 1	2	1
<b>II. OPERACIONES MONETARIAS</b>	<b>236</b>	<b>-2 783</b>	<b>-4 353</b>	<b>-4 278</b>
1. Sector público	- 81	- 921	- 721	-3 173
2. Repos	170	-170	0	0
3. CDBCRP	- 114	-2 143	-4 158	-1 319
4. Otros	261	450	526	214
<b>III. TOTAL</b>	<b>672</b>	<b>682</b>	<b>1 886</b>	<b>75</b>
Variación % fin de período	11,0	10,1	25,3	0,8
Variación % promedio del período	15,8	7,4	18,8	26,2
<b>Nota:</b>				
<b>SALDOS AL CIERRE DEL AÑO</b>				
CDBCRP	1 944	4 097	8 255	9 573
Depósitos sector público	275	1 196	1 918	5 091
Emisión primaria	6 759	7 441	9 327	9 402

49. La tendencia decreciente en los indicadores de dolarización financiera observada en los últimos años ha continuado en lo que va del 2005, en un contexto de consolidación de la estabilidad de precios con el esquema de Metas de Inflación, y de mayor predictibilidad de la tasa de interés interbancaria,

la cual sirve de referencia para las colocaciones de instrumentos financieros en soles.

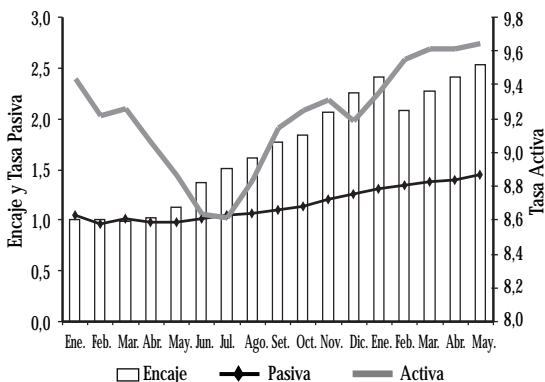
**Cuadro 23**

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

Año	Liquidez total sistema bancario	Crédito sistema bancario al sector privado	Crédito sistema financiero al sector privado
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71
2005 1/	54	73	70

**Gráfico 39**

**TASA DE INTERÉS PARA EL ENCAJE Y TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS EN MONEDA EXTRANJERA (%)**



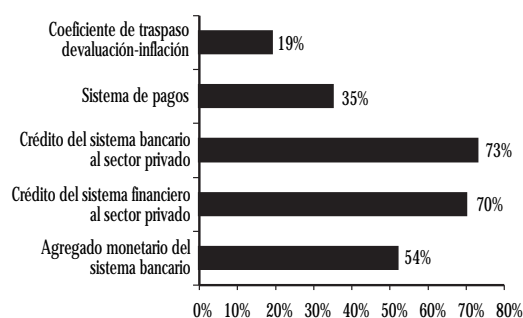
1/ A abril 2005

Adicionalmente, se requiere medidas de mercado para inducir la interiorización del riesgo que la dolarización crea a la economía de las familias y de las empresas. Por ello, el Banco Central ha venido modificando la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera la cual se ubica desde junio en 2,25 por ciento. Estas modificaciones en la tasa de interés de los encajes en dólares aprobadas por el Banco Central desde octubre del año pasado, lograron atenuar el alza de las tasas pasivas, tal como se muestra en el gráfico.

**RECUADRO 4**

**FENÓMENO DE LA DOLARIZACIÓN**

El proceso de dolarización implica la sustitución parcial y paulatina de las tres funciones del dinero: depósito de valor, unidad de cuenta y medio de pago, en ese orden. El origen de este proceso es usualmente una pérdida de la confianza en la moneda nacional como resultado de procesos de inflación altos y persistentes, los cuales en el caso del Perú comienzan a mitad de la década de los setenta y culminan con el proceso hiperinflacionario de fines de los ochenta.

**INDICADORES DE DOLARIZACIÓN**

En la medida que la inflación castiga a los tenedores en moneda nacional y dificulta la correcta formación de precios en la economía, y los intermediarios financieros ofrecen mayormente créditos en dólares (respondiendo a su propio fondeo), la dolarización se extiende a las funciones dinerarias de medio de pago y unidad de cuenta. Se crean sistemas de pagos en ambas monedas (cajeros, cheques, etc.) y los contratos de bienes duraderos se realizan en dólares. Se produce un cambio en la costumbre de pagos y formación de precios de los agentes económicos que se institucionalizan con normas que permiten el rechazo de la moneda nacional. Estas costumbres no se revierten automáticamente con la reducción y control de la inflación.

Actualmente, el grado de dolarización financiera en nuestra economía es menor en cuanto a la formación de precios (la gran mayoría de precios de la canasta del IPC se fijan en soles) y en el ámbito de las transacciones (alrededor de 35 por ciento se realiza en dólares).

Con el fin de reducir las vulnerabilidades asociadas a la dolarización (riesgo cambiario y riesgo de liquidez), se vienen implementando medidas y políticas conducentes a recuperar la confianza y la costumbre en el uso del sol en todas sus funciones dinerarias.

La aplicación del esquema de Metas de Inflación desde el año 2002 y el desarrollo del mercado de deuda pública en soles, vienen contribuyendo en los últimos años a reducir la dolarización en nuestra economía. En el primer caso, el Banco establece un compromiso explícito de mantener la inflación cada año en un nivel de 2,5 por ciento anual con un nivel de tolerancia de un punto porcentual, el cual se ha venido cumpliendo estrictamente. Esto se complementa además con un marco legal consistente con este importante compromiso: finalidad de preservar la estabilidad monetaria, prohibición de financiar al fisco y autonomía del Banco Central, normas de rango constitucional.

Con el esquema de metas de inflación, el Banco pasó a tener una meta operativa de tasa de interés interbancaria en soles para guiar su política monetaria, lo que facilita la formación de tasas de interés en soles. Por su parte, el desarrollo del mercado de deuda pública en soles ha permitido la emisión por primera vez de títulos en soles nominales a diferentes plazos (hasta 10 años) e indexados a la inflación (hasta 30 años), los cuales sirven de referencia para la emisión de títulos en soles a plazos cada vez más largos por parte del sector privado.

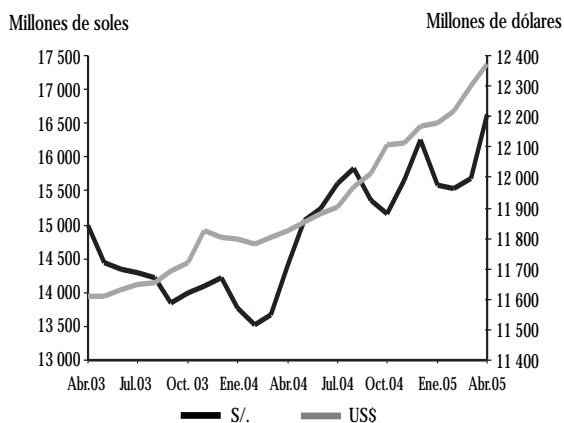
Si bien se viene incrementando el uso de la moneda nacional en todas sus funciones dinerarias, persisten en la economía costumbres que privilegian el uso del dólar en determinadas circunstancias, las cuales en algunos casos son reforzadas por la normatividad vigente.

Por este motivo, el Banco Central ha venido proponiendo cambios en la legislación que eviten la discriminación del uso del Nuevo Sol para contribuir a profundizar el proceso de solarización. Estas normas se dieron en una coyuntura muy diferente a la vigente (altas tasas de inflación). Actualmente, nuestra moneda puede cumplir a cabalidad las funciones dinerarias al mantener un poder adquisitivo en el tiempo con inflaciones de niveles internacionales (se tiene la meta de inflación más baja de la región) y contar con tasas de interés de referencia para continuar profundizando los mercados financieros en soles.

Así, por ejemplo, la modificación del artículo 7A de la Ley de Protección al Consumidor, que establece la obligación a los proveedores de bienes y servicios que publican sus precios en moneda extranjera difundirlos también en moneda nacional, ha contribuido a que surjan precios en soles en bienes duraderos.

En el caso de la función de medio de pago, es una práctica internacionalmente adoptada que la moneda doméstica sea de aceptación forzosa en el territorio nacional, es decir, no puede ser rechazada como medio de transacción. Por ello, el Banco Central viene proponiendo la modificación del artículo 1237 del Código Civil, para que se restituya plenamente la capacidad de la moneda nacional de constituirse en medio de pago.

**Gráfico 40**  
**CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**



50. Entre enero y abril, el crédito del sistema financiero al sector privado en soles se expandió 5,6 por ciento, con lo cual la tasa de crecimiento de los últimos 12 meses subió de 11,0 a 16,4 por ciento. Este crecimiento resulta muy superior al alcanzado en el mismo periodo del año anterior (0,7 por ciento). Por su parte, el crédito en moneda extranjera cayó los primeros 2 meses, básicamente por el efecto de la redención de bonos corporativos mantenidos por inversionistas institucionales, para recuperarse posteriormente y alcanzar un crecimiento de 0,7 por ciento (4,2 por ciento últimos 12 meses).

51. La expansión del crédito en soles (S/. 918 millones) correspondió a las empresas bancarias (S/. 277 millones), instituciones especializadas en microfinanzas (S/. 274 millones), inversionistas institucionales (S/. 240 millones) y al Banco de

la Nación (S/.111 millones). Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado de las empresas bancarias se aceleró de 5,7 por ciento en diciembre de 2004 a 8,4 por ciento en abril de 2005, y la de instituciones de microfinanzas pasó de 15,2 por ciento a 25,2 por ciento, respectivamente.

Cuadro 24

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

	Saldos en millones Nuevos Soles			Tasas de crecimiento	
	Abr04	Dic04	Abr05	Abr.05/ Abr.04	Abr.05/ Dic.04
Empresas bancarias 1/	8 061	8 464	8 741	8,4	3,3
Banco de la Nación	690	1 051	1 162	68,4	10,5
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 677</b>	<b>4 329</b>	<b>4 603</b>	<b>25,2</b>	<b>6,3</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	941	1 120	1 206	28,1	7,7
Cajas municipales	1 167	1 376	1 492	27,8	8,4
Cajas rurales	203	253	272	33,9	7,7
Cooperativas	456	511	511	12,0	--
Edpymes	175	229	245	39,8	6,7
Empresas financieras	734	840	878	19,6	4,5
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>2 220</b>	<b>2 307</b>	<b>2 547</b>	<b>14,7</b>	<b>10,4</b>
AFPs	1 431	1 337	1 529	6,8	14,4
Empresas de seguros	601	812	816	35,7	0,5
Fondos mutuos	187	158	202	8,1	27,8
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>277</b>	<b>306</b>	<b>322</b>	<b>16,3</b>	<b>5,3</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>14 925</b>	<b>16 457</b>	<b>17 375</b>	<b>16,4</b>	<b>5,6</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

52. El crédito en moneda extranjera se incrementó en US\$ 82 millones, por el mayor crédito de las empresas bancarias (US\$ 263 millones), lo que fue contrarrestado por la reducción del crédito de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Fondos Mutuos, debido a la redención de bonos de Southern (US\$ 199 millones). Sin embargo, cabe indicar que, al igual que lo ocurrido con el crédito en soles, las tasas de crecimiento anualizadas de abril de 2005 para las empresas bancarias e instituciones de microfinanzas (4,3 por ciento y 28,3 por ciento, respectivamente) resultan superiores a las registradas en diciembre de 2004 (1,1 por ciento y 25,6 por ciento, respectivamente).

Cuadro 25

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

	Saldos en millones de dólares			Tasas de crecimiento	
	Abr04	Dic04	Abr05	Abr.05/ Abr.04	Abr.05/ Dic.04
Empresas bancarias 1/	9 331	9 465	9 728	4,3	2,8
Banco de la Nación	22	22	22	-0,6	-0,1
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>532</b>	<b>665</b>	<b>682</b>	<b>28,3</b>	<b>2,5</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	91	126	134	47,0	6,0
Cajas municipales	202	250	258	27,5	3,2
Cajas rurales	47	55	55	18,6	-0,1
Cooperativas	122	154	154	26,3	-0,0
Edpymes	40	49	50	23,6	2,9
Empresas financieras	30	32	32	5,9	-1,6
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 207</b>	<b>1 333</b>	<b>1 135</b>	<b>-5,9</b>	<b>-14,8</b>
AFPs	586	729	593	1,2	-18,7
Empresas de seguros	60	89	92	54,4	3,2
Fondos mutuos	561	515	450	-19,8	-12,5
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>624</b>	<b>639</b>	<b>639</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>11 716</b>	<b>12 125</b>	<b>12 207</b>	<b>4,2</b>	<b>0,7</b>

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**

*El escenario internacional considera una desaceleración del crecimiento de la economía mundial respecto al 2004 en un entorno de mayores tasas de interés.*

#### ***Crecimiento mundial***

53. En el año 2004, la economía mundial creció a una tasa excepcionalmente alta (la mayor en tres décadas), debido en parte al mantenimiento de las políticas fiscales y monetarias expansivas en Estados Unidos de NA. Para el año 2005 se espera que el crecimiento mundial sea a tasas menores pero sostenibles, consistentes con la elevación gradual de las tasas de interés internacionales.
54. Durante el primer trimestre de 2005, el crecimiento de la economía mundial ha sido sostenido por la evolución de las economías norteamericana y china. En este período, el PBI de Estados Unidos creció 3,5 por ciento, aunque se han presentado indicadores mixtos con relación al crecimiento de algunos sectores económicos y señales de mayores presiones inflacionarias, explicadas en parte por el mantenimiento de altos precios del petróleo. Estas mayores presiones inflacionarias, sin embargo, serían compatibles con una elevación gradual de las tasas de interés del banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de NA.
55. En la Eurozona, la actividad económica ha mostrado un escaso dinamismo durante el primer trimestre del año. Dentro de las economías emergentes, destaca China con un crecimiento mayor al esperado en los primeros meses del año, a pesar de la aplicación de medidas destinadas a evitar el sobrecalentamiento de la economía (Ver recuadro 5).

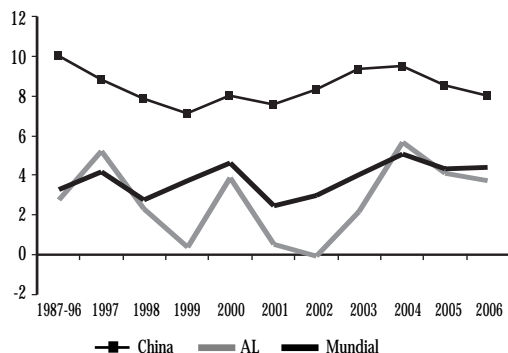
**RECUADRO 5**

**CHINA: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO**

En los últimos 20 años China ha mostrado un crecimiento mucho mayor al promedio mundial. Su participación dentro de la producción mundial, medida a través de la Paridad de Compra, ha pasado de 5,7 por ciento en 1990 a 13,2 por ciento en el 2004. Debido a ello, China constituye un importante demandante de productos y de *commodities*. Según el FMI<sup>1/</sup>, China explica el 20 por ciento del consumo mundial de cobre, el 25 por ciento del hierro y el 33 por ciento del algodón, entre otros productos.

En el caso particular de nuestro país, en el 2004 China ha desplazado al Reino Unido como segundo socio comercial. Las exportaciones dirigidas a China se encuentran concentradas en productos tradicionales (95 por ciento). El principal producto de exportación hacia ese país es el cobre (40 por ciento de nuestras ventas a China), producto utilizado en el sector industrial (principalmente en la fabricación de cables). También destacan las exportaciones de harina de pescado (35 por ciento), insumo utilizado en el sector acuícola (China es el principal productor acuícola en el mundo) y productos mineros tales como el plomo (8 por ciento) y el hierro (7 por ciento). Por su parte, las exportaciones no tradicionales representaron el 5 por ciento de las ventas destacándose las exportaciones pesqueras (2 por ciento).

**CRECIMIENTO DEL PBI MUNDIAL, AMÉRICA LATINA Y CHINA: 1987-2006**  
(En porcentajes)



**EXPORTACIONES A CHINA**

(Millones de US\$)

	2003	2004	Participación 2004
<b>TOTAL TRADICIONAL</b>	<b>648,2</b>	<b>1 173,5</b>	<b>95,0</b>
COBRE	232,2	501,0	40,5
HARINA DE PESCADO	276,0	425,7	34,5
PLOMO	55,3	104,0	8,4
HIERRO	56,8	90,9	7,4
MOLIBDENO	2,2	40,4	3,3
ZINC	24,1	8,2	0,7
OTROS AGROPECUARIOS	0,3	2,3	0,2
ACEITE DE PESCADO	1,1	0,8	0,1
PETRÓLEO	0,0	0,1	0,0
METALES MENORES	0,2	0,1	0,0
<b>TOTAL NO TRADICIONAL</b>	<b>28,7</b>	<b>62,2</b>	<b>5,0</b>
PESQUERO	9,7	28,9	2,3
TEXTIL	9,9	12,5	1,0
MADERAS Y PAPELES	2,5	8,1	0,7
RESTO	6,7	12,8	1,0
<b>TOTAL</b>	<b>677,0</b>	<b>1 235,7</b>	<b>100,0</b>

1/ World Economic Outlook, setiembre 2004



---

Un factor de riesgo es que China desacelere bruscamente su senda de crecimiento, en particular si a las políticas restrictivas aplicadas se suma una apreciación brusca del yuan que tendría un impacto directo sobre las exportaciones chinas y la demanda de ese país por importaciones del resto del mundo. En el caso particular de Perú, los productos mineros y en especial el cobre, se verían afectados por una disminución de la demanda de este país (China es el primer demandante de cobre a nivel mundial) y provocaría una disminución de precios aunque debido a las características de la oferta, es poco probable una reducción significativa en los volúmenes vendidos.

El fortalecimiento del yuan sería una de las formas en que se podría corregir, al menos parcialmente, el desequilibrio comercial que Estados Unidos mantiene con China. Otra posibilidad expresada por las autoridades norteamericanas es la aplicación de algún tipo de medida comercial.

La apreciación del yuan tendría también repercusiones sobre los mercados financieros. El superávit comercial de China, y los crecientes flujos de inversión directa extranjera, significan una entrada de divisas a dicho país, lo que bajo el régimen de tipo de cambio fijo, conllevan a un incremento significativo de las reservas internacionales.

Estas reservas, a su vez, permiten la compra de activos del exterior, entre los que se encuentran los bonos del Tesoro Americano. Se estima que los bancos centrales de Asia (incluyendo el de Japón) han incrementado sus reservas entre los años 2001-2003 en US\$ 700 mil millones. Esta forma de financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos asociada a la masiva intervención de los bancos centrales con regímenes cambiarios poco flexibles ha sido descrita como “Nuevo Bretton Woods”<sup>2/</sup>. Una apreciación del yuan en este contexto redundaría en una menor demanda por bonos del Tesoro americano, afectando las tasas de interés de estos títulos y reduciendo la demanda por dólares.

Si bien se han adoptado medidas en este país para frenar las presiones apreciatorias, como la cuota al endeudamiento de corto plazo de los bancos, existe cierto consenso en el mercado de que una apreciación sería muy probable.

---

2/ Michael Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber. An essay on the revived Bretton Woods System. 2003.

56. Considerando estos desarrollos, se estima que en el 2005 el crecimiento de nuestros principales socios comerciales sea de aproximadamente 3,5 por ciento. Para Estados Unidos de NA se proyecta un crecimiento aproximado de 3,4 por ciento, menor a lo estimado en el Reporte de Enero del presente año (3,6 por ciento), en la medida que el consumo disminuya ligeramente sus tasas de crecimiento (por el ajuste gradual en las tasas de interés).

**Cuadro 26**

**CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS  
COMERCIALES: 2004 - 2006 1/**  
(En porcentajes)

	2004	Proyecciones		
		Enero 2005 2005	Mayo 2005	
			2005	2006
<b>Socios Comerciales*</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
<i>Norteamérica</i>	4,3	3,6	3,4	3,3
Estados Unidos de NA	4,4	3,6	3,4	3,3
Canadá	2,7	2,8	2,6	3,0
<i>Europa</i>	2,4	2,0	1,9	2,1
Reino Unido	3,2	2,5	2,5	2,3
Alemania	1,7	1,2	0,8	1,4
<i>Asia</i>	5,6	4,2	4,4	4,6
Japón	2,9	1,1	1,0	1,7
China	9,4	8,2	8,8	8,0
<i>América Latina</i>	6,9	4,7	4,9	4,2
Chile	5,8	5,5	5,8	5,0
Brasil	5,1	3,8	3,7	3,7

\* Ponderado de acuerdo al comercio (excluyendo petróleo) de 2001.

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

En cuanto a los socios comerciales de la región, el crecimiento para el 2005 sería de 4,9 por ciento, menor al observado el 2004, pero mayor al proyectado en enero (4,7 por ciento). Cabe destacar que durante este año se prevé una menor dispersión en las tasas de crecimiento de los diferentes países. La evolución favorable está asociada a que la región continuaría beneficiándose de los altos precios de exportación.

Asimismo se espera que se mantengan las condiciones favorables para el financiamiento y el ajuste moderado de las tasas de interés internacionales. A diferencia de anteriores ocasiones, este ajuste sería gradual y anticipado por el mercado, por lo que no se espera que tenga un efecto significativo sobre las economías de la región, más aún si se considera que en la actualidad los países en la región se encuentran con mejores fundamentos.

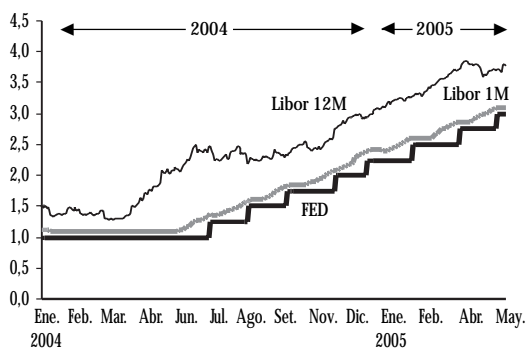
### Evolución del dólar en los mercados internacionales

57. Los desequilibrios en las cuentas externas de Estados Unidos de NA han generado presiones depreciatorias sobre el dólar, el cual se ha debilitado sostenidamente entre los años 2002 y 2004. Sin embargo entre diciembre de 2004 y mayo de 2005, el dólar se ha apreciado 5,2 por ciento con respecto al euro y 2,8 por ciento con respecto al yen debido a la elevación de las tasas de interés por parte de la FED, a la mayor demanda por títulos de renta variable ante las favorables expectativas sobre utilidades corporativas y a las mejores perspectivas de crecimiento relativo de Estados Unidos de NA respecto a otras economías desarrolladas.

Para fines de 2005, el mercado prevé, en promedio, variaciones poco significativas para lo que resta del año, aunque con cierta dispersión. El escenario central asume una cotización dólar/euro de 1,31 tanto para fines de 2005 como de 2006. Ello asume implícitamente que no existiría ningún ajuste brusco en el financiamiento de la cuenta corriente de Estados Unidos de NA ni variaciones significativas en el régimen cambiario de China.

Cabe precisar que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de NA, que en el 2004 llegó a 5,7 por ciento del PBI, se ubicaría alrededor del 6 por ciento. Esta tendencia se daría por la evolución de su balanza comercial, que en febrero alcanzó un déficit record histórico de US\$ 61 mil millones.

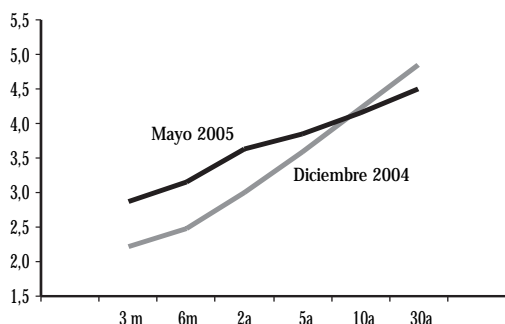
**Gráfico 41**  
TASAS DE INTERÉS LIBOR Y FED: Enero 2004-Mayo 2005  
(En %)



### Tasas de interés internacional

58. Las tasas de interés internacionales vienen presentando una tendencia al alza desde el segundo semestre de 2004 asociada al inicio del ciclo de alzas de tasas de interés por la FED. La FED subió su tasa de interés ocho veces entre junio del año pasado y mayo del presente año, desde 1,0 a 3,0 por ciento.

**Gráfico 42**  
CURVA DE RETORNOS DE TÍTULOS FINANCIEROS DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA  
(En porcentajes)



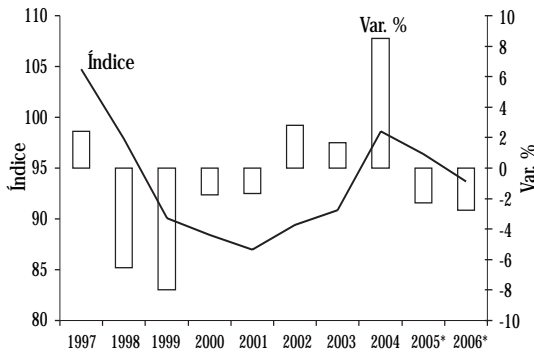
En el tramo de largo plazo de la curva, el incremento no ha seguido el mismo comportamiento. Entre diciembre de 2004 y mayo del presente año, el rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años casi no ha registrado variación; mientras que el rendimiento de los bonos a 30 años ha bajado de 4,9 a 4,5 por ciento). Este comportamiento estaría asociado a las expectativas de cierto suavizamiento del ritmo de crecimiento económico señaladas anteriormente y a la demanda de bonos del Tesoro de Estados Unidos de NA por parte de los Bancos Centrales de Asia.

Para el 2005, se proyecta que la tasa Libor a 3 meses se ubique alrededor de 4,2 por ciento. Ello bajo el supuesto de que la

FED continúe elevando la tasa de fondos federales de manera medida hasta un nivel de 4,0 por ciento a diciembre de 2005. Para el año 2006 se espera que la FED desacelere el ritmo de ajustes en la tasa de interés, cerrando el año en 4,5 por ciento.

**Términos de intercambio**

**Gráfico 43**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1997-2006**



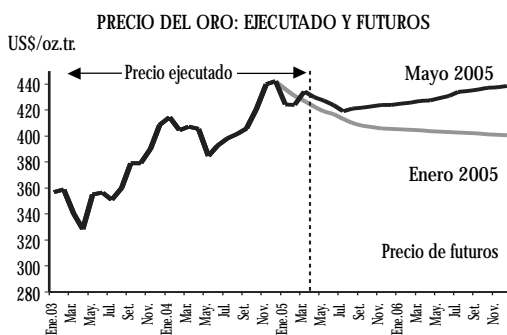
59. La disminución de 2,3 por ciento en los términos de intercambio de 2005 (comparado con la caída de 2,6 por ciento proyectado en enero) toma en cuenta la persistencia que han registrado las elevadas cotizaciones internacionales en los primeros meses del año, sostenidas por la fortaleza de la demanda china, las restricciones para mejorar el débil equilibrio en el balance de los mercados mundiales de los principales productos básicos y por las presiones inflacionarias en Estados Unidos de NA. Cabe señalar que el nivel del índice de términos de intercambio proyectado para el 2005 (96,4) sería superior al promedio del último quinquenio (promedio 2000-2004:90,9).

**Cuadro 27**

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Variación anual)

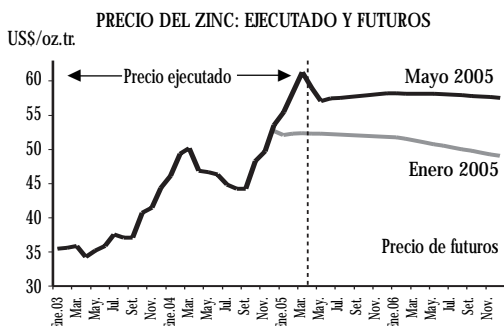
	2004	Proyecciones		
		Enero 2005		Mayo 2005
		2005	2005	2006
<b>Términos de intercambio</b>	<b>8,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,8</b>
Índice de precios de exportación	17,6	0,4	4,4	-1,4
Índice de precios de importación	8,3	3,1	6,9	1,4

**Gráfico 44**  
**PROYECCIONES DE PRECIOS DE COMMODITIES:**  
**Enero 2003-Diciembre 2006**

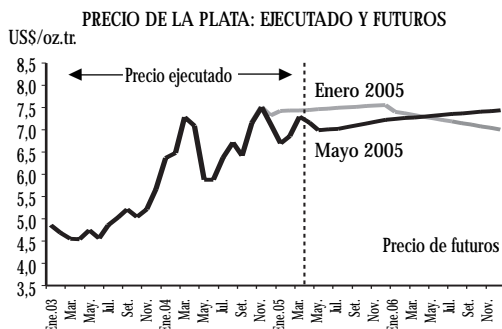
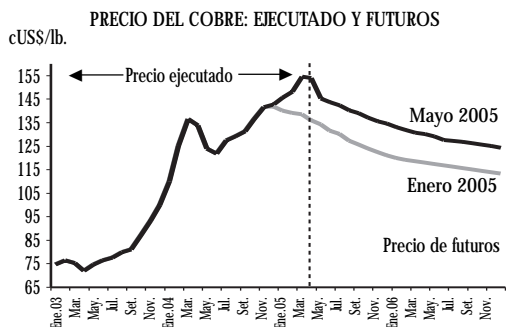


Fuente: BCRP

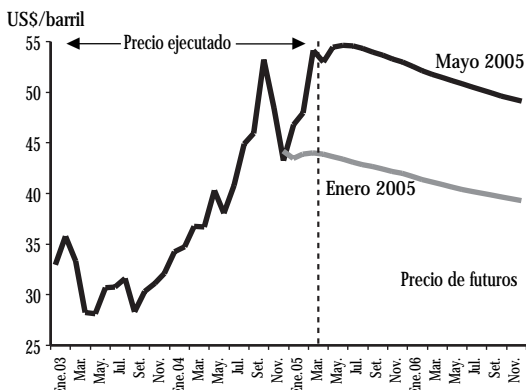
En concordancia con los precios a futuro en las principales bolsas mundiales, se estima una corrección paulatina de los precios internacionales, en el contexto de un crecimiento más moderado de la economía mundial, particularmente a partir del segundo semestre, el que continuaría durante el 2006. En este escenario, el nivel de términos de intercambio de 2006 sería aún menor que el proyectado de los últimos años.



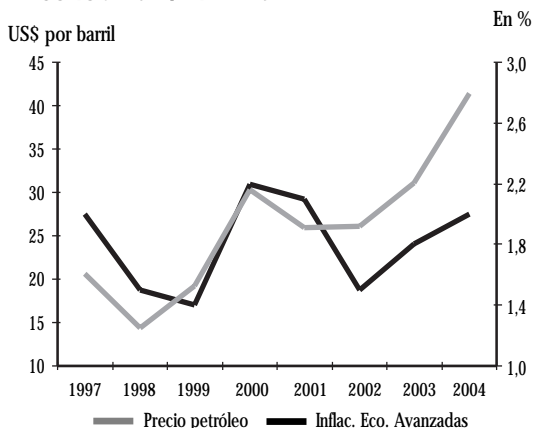
60. Se proyecta que luego de alcanzar niveles significativos en los precios de metales como cobre (su máximo histórico en abril último), zinc (se encuentra en niveles no vistos desde 1997) y oro (desde agosto de 2004 mantiene niveles no vistos desde 1988), dichos metales registren una tendencia paulatina a la baja en sus cotizaciones, alcanzando niveles promedio del año de US\$ 1,46 por libra, US\$ 0,58 por libra y US\$ 424,7 por onza troy, respectivamente.



**Gráfico 45**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI (EJECUTADO Y FUTUROS)**  
**Enero 2003-Diciembre 2006**



**Gráfico 46**  
**PRECIOS DEL PETRÓLEO E INFLACIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS**



En el caso del petróleo, se ha revisado hacia arriba la proyección del precio WTI para fines de 2005 desde US\$ 42 el barril en el Reporte de Enero a US\$ 53 el barril a fines de año. Ello debido al contexto de poca flexibilidad de la OPEP de incrementar de manera considerable su producción.

Un factor de incertidumbre en el entorno internacional proviene de los peligros de inflación en la economía mundial, generado por un repunte en el precio del petróleo.

**Balanza Comercial**

61. Considerando la favorable coyuntura internacional, que aunque en menor grado que el año previo viene impactando positivamente en los precios y volúmenes exportados, se estima que la balanza comercial registraría por cuarto año consecutivo un superávit, alcanzando en el 2005 US\$ 3 112 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 cobre, oro, zinc y petróleo y derivados. Para el 2006, el superávit comercial se reduciría a US\$ 2 508 millones, considerando la caída proyectada en los términos de intercambio en un contexto de menor crecimiento mundial.

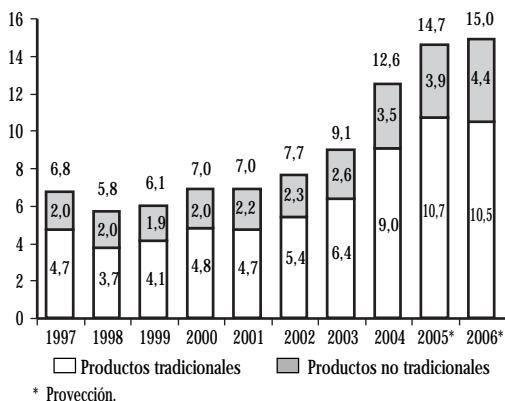
**Cuadro 28**

**BALANZA COMERCIAL: 2004 - 2006**  
(Millones de US\$)

	2004	2005*		2006*	Var. %	
		R.I. Enero	R.I. Mayo		2005*	2006*
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>12 617</b>	<b>13 652</b>	<b>14 729</b>	<b>15 003</b>	<b>16,7</b>	<b>1,9</b>
Productos tradicionales	9 028	9 583	10 673	10 473	18,2	- 1,9
Productos no tradicionales	3 476	3 937	3 921	4 393	12,8	12,0
Otros	113	132	135	137	18,9	1,5
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>9 824</b>	<b>10 633</b>	<b>11 617</b>	<b>12 495</b>	<b>18,2</b>	<b>7,6</b>
Bienes de consumo	1 973	2 109	2 267	2 458	14,9	8,4
Insumos	5 356	5 700	6 398	6 642	19,5	3,8
Bienes de capital	2 365	2 719	2 837	3 289	19,9	15,9
Otros bienes	130	104	115	106	- 11,3	- 7,7
<b>3. BALANZA COMERCIAL</b>	<b>2 793</b>	<b>3 018</b>	<b>3 112</b>	<b>2 508</b>		

\* Proyección.

**Gráfico 47**  
**EXPORTACIONES DE BIENES: 1997-2006**  
(Miles de millones de US\$)



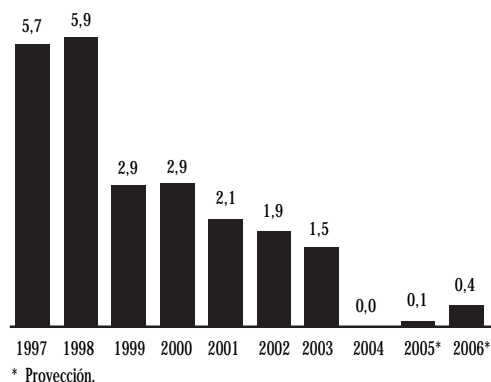
62. Para el 2005 se estima que las exportaciones aumenten a una tasa de 16,7 por ciento, superior a las estimaciones de enero (9,1 por ciento). En promedio, los precios de las exportaciones crecerían a 4,4 por ciento (0,4 por ciento en el Reporte de Enero) y los volúmenes lo harían en 11,9 por ciento (8,9 por ciento en el Reporte de Enero). Las exportaciones tradicionales lo harían en 18 por ciento y las no tradicionales en 13 por ciento.

Las mejores cotizaciones de los metales básicos, del petróleo y el café, los mayores volúmenes exportados de Antamina (cobre), la puesta en marcha de Alto Chicama (oro) en el segundo semestre de 2005 y el impacto para todo el año del proyecto Camisea (petróleo y derivados) que se inició en el segundo semestre de 2004, así como un efecto moderado de la eliminación de las cuotas textiles y el dinamismo de las exportaciones agropecuarias, respaldan el crecimiento proyectado de las exportaciones.

63. Las importaciones del año 2005 alcanzarían un nivel de US\$ 11 617 millones, con un crecimiento de 18,2 por ciento (8 por ciento en el Reporte de Enero) consistente con el crecimiento de 5 por ciento en el PBI, mayores precios del petróleo respecto a la proyección de enero y la mayor recuperación de la inversión privada. Este crecimiento sería liderado por las importaciones de materias primas (20 por ciento), principalmente combustibles e insumos industriales, y de bienes de capital (20 por ciento), particularmente para la industria.

64. Para el 2006 se proyecta que las exportaciones registrarían una tasa más moderada de crecimiento (1,9 por ciento) alcanzando los US\$ 15 003 millones, en un contexto de menores precios de exportación. Las importaciones por su parte, aumentarían a un ritmo de 7,6 por ciento (US\$ 12 495 millones) tasa inferior a la del 2005 asociada en parte a los menores precios del petróleo. Con ello, el saldo de la balanza comercial seguiría siendo positivo en US\$ 2 508 millones, aunque menor al estimado para el año 2005.

**Gráfico 48**  
**DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS**  
(Porcentaje del PBI)



**Cuenta corriente de la balanza de pagos y flujo de capitales**

65. Para el 2005 se proyecta un leve déficit en cuenta corriente de US\$ 71 millones (menor al superávit de US\$ 340 millones del Reporte de Enero). Ello debido a que si bien se estima un mayor saldo comercial positivo, los mayores precios de exportación, particularmente de los productos mineros, se reflejan también

---

en mayores utilidades generadas de las empresas con participación extranjera. Para el 2006, considerando la reducción gradual de los precios de los principales *commodities*, se estima un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 0,4 por ciento del PBI.

66. Se proyecta que la cuenta de capitales sería positiva en US\$ 636 millones, menor en US\$ 1 700 millones a la de 2004. El resultado del sector privado sería US\$ 652 millones, menor en US\$ 696 millones a la del año previo, en un contexto de mayores tasas de interés internacionales, que podrían causar una menor entrada neta de capitales e incentivar la inversión en activos en el exterior. Por su parte, los capitales públicos alcanzarían un nivel negativo de US\$ 17 millones, menor en US\$ 1 005 millones al de 2004, explicado principalmente por la menor colocación de bonos globales, ya que el 2004 se prefinanció parte del financiamiento requerido para el presente año. Las RIN tendrían un flujo positivo de US\$ 610 millones.
67. Para el año 2006, se estima un déficit en cuenta corriente ligeramente mayor (US\$ 343 millones ó 0,4 por ciento del PBI) en un contexto de menores términos de intercambio. En el marco de un escenario internacional de mayores niveles en las tasas de interés internacional, la cuenta de capitales del sector privado favorecería una menor entrada neta, mientras que el sector público, registraría un flujo neto positivo ligeramente mayor al del año 2005, consistente con la mayor colocación de bonos globales. Con ello, se registraría un flujo nulo de reservas internacionales.

## **II.2 Actividad económica**

68. Para el **año 2005** se ha revisado hacia arriba la proyección de crecimiento del PBI de 4,5 por ciento prevista en el Reporte de Enero de 2005 a 5,0 por ciento, considerando que el incremento del primer trimestre fue superior al previsto inicialmente, por la mayor confianza de los consumidores y empresarios y la persistencia en el dinamismo de las exportaciones. La demanda interna crecería 5,3 por ciento y la inversión privada, 9,6 por ciento, manteniendo el dinamismo observado durante el primer trimestre del año. Las exportaciones de bienes crecerían a una tasa de 6,6 por ciento en términos reales.

**Cuadro 29**

**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**

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

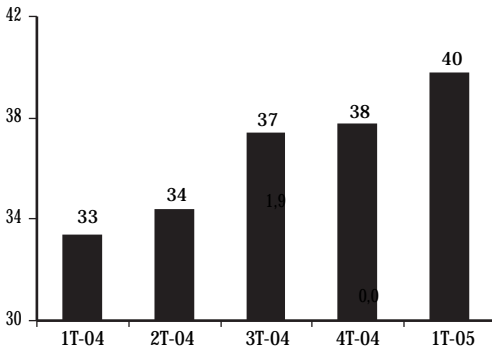
	2004	2005*		2006*
		R.I. Enero	R.I. Mayo	
<b>I. Demanda global (1+2)</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>
1. Demanda Interna 1/	3,8	4,5	5,3	5,2
a. Consumo privado	3,4	3,8	4,4	4,5
b. Consumo público	3,8	3,8	6,1	2,1
c. Inversión privada fija	9,3	8,0	9,6	10,2
d. Inversión pública	5,5	9,0	12,1	3,2
2. Exportaciones	15,0	5,5	6,6	5,2
<b>II. Oferta global (3+4)</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>
<b>3. Producto Bruto Interno</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
4. Importaciones	10,1	5,5	8,0	6,6

1/ Incluye variación de inventarios

\* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

**Gráfico 49**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**  
**INDICCA**



Fuente: Apoyo S.A.

69. El crecimiento del **consumo privado** alcanzaría 4,4 por ciento en el año, cifra que es consistente con el crecimiento del ingreso nacional disponible en 5 por ciento y con la recuperación que se viene observando en la confianza de los consumidores de Lima Metropolitana que según Apoyo ha mostrado una tendencia positiva desde el primer trimestre de 2004 y que alcanza un nivel de 40 puntos en el primer trimestre de 2005. Asimismo se considera el mantenimiento de la tendencia favorable para el flujo y tasas de interés del crédito de consumo.

**Cuadro 30**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**

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

	2004	2005*	2006*
I. Producto bruto interno (PBI)	4,8	5,0	5,0
II. Producto nacional bruto (PNB) 1/	3,2	4,9	5,7
III. Ingreso nacional bruto (IN) 2/	5,3	5,1	4,9
<b>IV. Ingreso nacional disponible (IND) 3/</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>

1/ Excluye del PBI 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

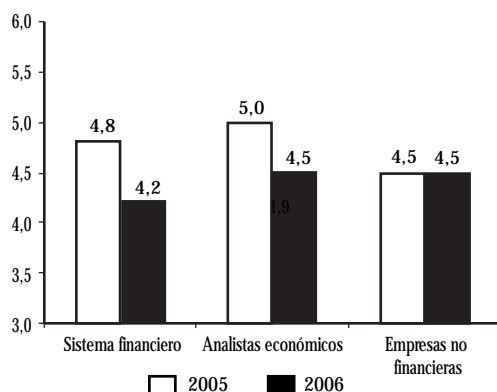
3/ Agrega al IN las transferencias netas recibidas de no residentes

\* Proyección

Fuente: BCRP



**Gráfico 50**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
**PARA 2005 Y 2006**  
 (Variación porcentual real)



De acuerdo a la encuesta de expectativas realizada por el BCRP, el crecimiento esperado para el PBI en el 2005 sería de 4,8 por ciento para las entidades financieras, 5,0 por ciento para los analistas económicos y 4,5 por ciento para las entidades no financieras. Para el 2006, las expectativas de las empresas financieras se ubicarían en 4,2 por ciento, mientras que los analistas económicos y las empresas no financieras preveen un crecimiento de 4,5 por ciento.

70. En el 2005, las **exportaciones** registrarían un incremento real de 6,6 por ciento como consecuencia de mayores volúmenes exportados de productos tradicionales como oro, cobre y zinc, así como de no tradicionales, cuyo valor nominal aumentaría 13 por ciento, destacando los textiles, agropecuarios y químicos.

Se espera que en el año 2005 el **consumo público** crezca 6,1 por ciento, principalmente por mayores gastos en remuneraciones y bienes y servicios del gobierno central, en tanto que la **inversión pública** crecería a una tasa de 12,1 por ciento. En agregado, el consumo y la inversión pública aumentarían en 7,5 por ciento.

71. Durante el **2006**, la actividad económica crecería al mismo ritmo que durante el 2005 impulsada por el crecimiento de nuestros socios comerciales (3,4 por ciento) y las expectativas positivas sobre el entorno económico por parte de las empresas y consumidores. En este contexto, la demanda interna aumentaría 5,2 por ciento. El crecimiento de las exportaciones alcanzaría el 5,2 por ciento, por el dinamismo de las exportaciones tradicionales (principalmente oro, zinc y café), a la vez que continuaría la expansión de los productos no tradicionales con una tasa de 12 por ciento, principalmente textiles y agropecuarios.
72. Las importaciones crecerían 6,6 por ciento, destacando las compras destinadas a la industria, tanto de bienes de consumo (15,7 por ciento) como de bienes de capital (16,5 por ciento).

### **Evolución Sectorial**

73. En el 2005 los sectores no primarios crecerían 5,3 por ciento en tanto que los primarios aumentarían 4,3 por ciento.
74. El sector **agropecuario** crecería 3,7 por ciento en base a la mejora de las condiciones hídricas y climáticas respecto a las del año anterior. Los principales productos que aportarían al crecimiento de la producción agropecuaria serían el arroz, la papa, los productos de agroexportación y las carnes de ave y vacuno.

**Cuadro 31**

**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variaciones porcentuales reales)

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

\* Proyección

Fuente: INEI y estimados BCRP

En el sector **pesca** se proyecta un crecimiento de 1,9 por ciento sustentado en la recuperación del rubro conservas, así como en la continuación de los mayores desembarques para congelado y fresco. La captura de anchoveta declinaría de 8,6 a 8,5 millones de T.M. respecto al año 2004.

El sector **minería e hidrocarburos** crecería 6,7 por ciento por la mayor producción minero metálica, principalmente de oro, así como de hidrocarburos debido a la operación del Lote 88 (Camisea) durante todo el año. En el caso del oro se espera el inicio de operaciones a mediados de año del proyecto de oro de Alto Chicama (Barrick) en La Libertad, así como la operación de Cerro Negro (Yanacocha) durante todo el año. La producción de zinc, plata y plomo mostraría crecimientos moderados impulsados por la recuperación de Volcan y otras empresas.

La producción **manufacturera** se prevé crecería 5,2 por ciento, principalmente por el incremento de 6,0 por ciento en la manufactura no primaria. En la industria de procesamiento de recursos primarios, el incremento se explica por la mayor

---

producción de productos cárnicos y la refinación de metales no ferrosos, que compensarían la menor producción proyectada de la producción de conservas y productos congelados de pescado y de azúcar. La producción de la manufactura no primaria aumentaría 6,0 por ciento, lo cual obedecería, como en el año 2004, al incremento de la demanda interna y de las exportaciones no tradicionales. Los grupos que crecerían más serían la industria del papel e imprenta; productos químicos, caucho y plásticos; minerales no metálicos y la industria del hierro y acero.

El sector **construcción** crecería 6,5 por ciento, continuando el impulso de los programas habitacionales Mivivienda y Techo Propio y el Programa de Concesiones Viales.

75. En el **2006** los sectores no primarios mantendrían su dinamismo con un incremento de 5,2 por ciento, proyectándose un mayor crecimiento de 4,0 por ciento de los sectores primarios.

El sector **agropecuario** crecería 4,2 por ciento en base a la continuación de buenas condiciones hídricas y al afianzamiento de los productos agrícolas peruanos en los mercados externos. El sector pesca aumentaría 2,6 por ciento sustentado en la diversificación de especies del sector conservas y en la mayor actividad de congelado. La pesca de anchoveta no registraría variaciones significativas respecto al 2005 al haberse alcanzado niveles elevados de captura.

El sector **minería e hidrocarburos** crecería 4,4 por ciento sustentado por la operación de Alto Chicama durante todo el año, así como por la mejora en el desempeño de las empresas mineras polimetálicas dados los mejores niveles de precios de los metales básicos alcanzado. En el subsector hidrocarburos se espera una recuperación en los niveles de producción de Petro-Tech Peruana y Petrobras, debido a sus inversiones en la perforación de pozos de desarrollo y exploratorios

La producción **manufacturera** se proyecta que crecería 5,2 por ciento. La industria de procesamiento de recursos primarios aumentaría 3,1 por ciento y la manufactura no primaria, 6,0 por ciento. El incremento de la industria de procesamiento de recursos primarios reflejaría la mayor actividad de conservas y productos congelados de pescado, azúcar y petróleo refinado.

En la mayor actividad de la manufactura no primaria destacarían la mayor producción de minerales no metálicos; productos químicos, caucho y plásticos; la industria del papel e imprenta y la industria del hierro y acero.

El sector **construcción** crecería 8,3 por ciento debido a la continuación del dinamismo de la inversión privada, en particular la registrada en construcción de viviendas, la realización de proyectos mineros y la construcción de la carretera Transocecánica.

### II.3 Resultado económico del sector público

*Las proyecciones del Sector Público No Financiero consideran que el déficit se mantendría en 1,0 por ciento para el periodo 2005-2006, en cumplimiento con el límite fijado por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y en concordancia con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual 2006-2008.*

Cuadro 32

#### SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2004	2005 *		2006 *
		R.I. Enero	R.I. Mayo	
<b>1. Ingresos corrientes</b>	<b>35 381</b>	<b>38 112</b>	<b>39 121</b>	<b>41 390</b>
(% del PBI)	15,1	15,3	15,5	15,4
Var. % real	8,1	5,5	8,2	3,2
<b>2. Gastos no financieros</b>	<b>-34 165</b>	<b>-36 055</b>	<b>-37 301</b>	<b>-39 200</b>
(% del PBI)	-14,6	-14,5	-14,8	-14,5
Var. % real	4,8	3,3	6,8	2,5
Corriente	-29 870	-31 493	-32 685	-34 265
(% del PBI)	-12,7	-12,7	-13,0	-12,7
Var. % real	5,3	3,3	7,1	2,3
Capital	-4 295	-4 562	-4 616	-4 935
(% del PBI)	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Var. % real	1,5	3,6	5,2	4,3
<b>3. Otros</b>	<b>1 184</b>	<b>898</b>	<b>1 245</b>	<b>1 475</b>
(% del PBI)	0,5	0,4	0,5	0,5
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>2 400</b>	<b>2 955</b>	<b>3 066</b>	<b>3 665</b>
(% del PBI)	1,0	1,2	1,2	1,4
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 865</b>	<b>-5 405</b>	<b>-5 486</b>	<b>-6 229</b>
(% del PBI)	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
De los cuales:				
Bonos de reconocimiento	-333	-236	-236	-234
Externos (Millones de US\$)	-\$1 159	-\$1 346	-\$1 336	-\$1 450
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-2 465</b>	<b>-2 450</b>	<b>-2 420</b>	<b>-2 564</b>
(% del PBI)	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Millones de US\$	-\$754	-\$732	-\$735	-\$772

\* Proyección

- 
76. El **déficit fiscal** de 2005 ascendería a 1,0 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,1 de punto porcentual a la registrada el año anterior. Ello obedecería al incremento en el resultado primario del gobierno central en 0,2 puntos porcentuales del PBI, explicado por la mejora de los ingresos corrientes en 8,4 por ciento en términos reales, en tanto que los gastos no financieros aumentarían en 7,0 por ciento.
77. El incremento de los **ingresos corrientes** del gobierno central de 0,4 puntos porcentuales del PBI responde principalmente a la mejora de los ingresos tributarios, los que crecerían en 7 por ciento en términos reales, por la mayor recaudación del impuesto a la renta y del impuesto general a las ventas. La mejora del primero obedece a los mayores precios internacionales de los minerales, la mayor actividad económica y el incremento de la tasa de 27 a 30 por ciento para las personas jurídicas, los que se han reflejado principalmente en los mayores pagos por regularización. En el caso del segundo, la mejora responde a la ampliación de los sistemas de retención del IGV aplicados desde el segundo semestre de 2004.

Los ingresos no tributarios se incrementarían 19 por ciento en términos reales, debido principalmente a los mayores ingresos por canon y regalías petroleras, gasíferas y mineras derivadas del alza en la cotización internacional, las operaciones de Camisea y la nueva normatividad, respectivamente.

78. Los mayores **gastos no financieros** del gobierno central, 0,2 puntos porcentuales del PBI, implicarían un incremento real mayor al límite dispuesto por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal para el gobierno general (3 por ciento). El mayor gasto se observaría tanto en el componente corriente (7,3 por ciento en términos reales) como en el de capital (5,4 por ciento en términos reales).

El crecimiento del componente corriente respondería principalmente a las mayores transferencias a gobiernos locales así como al mayor gasto en remuneraciones. En relación a las transferencias, el incremento corresponde principalmente a las originadas por el canon minero y petrolero, debido al incremento de las cotizaciones internacionales. El mayor gasto en remuneraciones responde a los incrementos salariales otorgados durante el año anterior y los previstos para el presente año. Los recientes incrementos a los trabajadores del sector salud y educación tienen un costo para el presente año de S/. 60 millones y S/. 210 millones, respectivamente (S/. 110 millones y S/. 370 millones para el próximo año).

79. Los gastos por **intereses** se estiman en 2,2 por ciento del PBI, cifra que implica un incremento de 11 por ciento en términos reales con respecto al año anterior, debido a los mayores intereses por deuda externa en US\$ 177 millones, los que serían parcialmente compensados por los menores intereses devengados por los bonos de reconocimiento en S/. 97 millones debido a la menor inflación del periodo.

80. Los **requerimientos financieros** serían de US\$ 3 003 millones en el 2005, superior en US\$ 181 millones a los registrados en el ejercicio 2004, debido a los mayores vencimientos de amortización por US\$ 199 millones. Este incremento responde principalmente a los mayores vencimientos de deuda externa por US\$ 149 millones y de deuda interna por US\$ 69 millones.

Los requerimientos se cubrirían con desembolsos externos por US\$ 1 673 millones, de los cuales corresponderían a libre disponibilidad US\$ 1 173 millones (US\$ 427 millones de bonos) y US\$ 500 millones destinados a proyectos de inversión. La emisión de bonos soberanos ascendería al equivalente a US\$ 1 030 millones, cifra que incluye el refinanciamiento ya mencionado.

**Cuadro 33**

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

	2004	2005 *		2006 *
		R.I. Enero	R.I. Mayo	
<b>1. Resultado Económico (Millones de soles)</b>	<b>-2 465</b>	<b>-2 450</b>	<b>-2 420</b>	<b>-2 564</b>
(% del PBI)	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Millones de US\$	-754	-732	-735	-772
<b>2. Amortización (Millones de US\$)</b>	<b>-2 068</b>	<b>-2 295</b>	<b>-2 267</b>	<b>-1 910</b>
Redención de bonos de reconocimiento	-215	-194	-196	-69
Internos	-505	-571	-573	-314
Externos	-1 348	-1 529	-1 497	-1 527
<b>3. Requerimiento financiero (Millones de US\$)</b>	<b>2 822</b>	<b>3 026</b>	<b>3 003</b>	<b>2 682</b>
Desembolsos externos	2 474	1 523	1 673	1 799
Libre disponibilidad	2 158	1 023	1 173	1 299
Proyectos de inversión	315	500	500	500
Bonos internos	766	1 027	1 030	600
Privatización	114	87	97	24
Otros	-532	389	203	259

\* Proyección

81. El **déficit del sector público no financiero** en el **2006** ascendería a 1,0 por ciento del PBI, similar al previsto para el 2005 y en línea con el Marco Macroeconómico Multianual

---

2006-2008. Para lograr ello, la proyección considera que el mayor gasto por intereses de la deuda pública (0,1 por ciento del PBI) será compensado por una mejora del resultado primario, lo cual implicará que ante un menor dinamismo previsto de los ingresos sea necesario un manejo prudente del gasto público.

82. Los **ingresos corrientes** del gobierno central se reducirían en 0,1 puntos porcentuales del PBI, equivalente a un incremento de 3,3 por ciento en términos reales. La reducción en el ritmo de crecimiento obedece principalmente a los menores ingresos por regularización del impuesto a la renta, la que se reduciría en 26 por ciento real (de 0,8 a 0,5 por ciento del PBI), debido a la naturaleza extraordinaria de la regularización del año anterior. Asimismo, se esperan menores ingresos por la reducción en la tasa del Impuesto a las Transacciones Financieras y a una posible menor recaudación arancelaria por efecto de convenios comerciales.
83. Los **gastos no financieros** del gobierno central se incrementarían 2,6 por ciento en términos reales. La proyección considera un incremento de 2,4 por ciento y 4,4 por ciento en términos reales en el gasto corriente y de capital, respectivamente. El incremento del gasto corriente toma en cuenta mayores transferencias a gobiernos locales así como el efecto anual de los incrementos otorgados durante el 2005.
84. Los **intereses** ascenderían a 2,3 por ciento del PBI, mayor en 11 por ciento en términos reales, debido a los mayores vencimientos de intereses de deuda externa en US\$ 114 millones.
85. Los **requerimientos financieros** ascenderían a US\$ 2 682 millones, monto inferior en US\$ 321 millones al del 2005. Ello obedecería a los menores vencimientos de amortización por US\$ 357 millones, de los cuales, US\$ 259 millones corresponderían a deuda interna y US\$ 127 millones a bonos de reconocimiento.

Los requerimientos se cubrirían principalmente con desembolsos externos, por US\$ 1 799 millones, de los cuales US\$ 1 299 millones corresponderían a desembolsos de libre disponibilidad y US\$ 500 millones a desembolsos de proyectos de inversión. La emisión de bonos soberanos ascendería a S/. 1 992 millones (equivalente a US\$ 600 millones).

## II.4 Expectativas

86. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas realizada por el Banco Central en los meses de enero y mayo del presente año entre las entidades financieras del país y un grupo de analistas económicos muestra los siguientes resultados:

Entre enero y mayo, las expectativas de crecimiento del PBI se elevaron de 4,5 a un rango entre 4,8 y 5,0 por ciento para el 2005, observándose una tendencia diferente para el 2006 (un incremento de 4,1 a 4,5 por ciento en los analistas económicos y una disminución de 4,5 a 4,2 por ciento en el caso del sistema financiero).

Con relación a la inflación, tanto los analistas económicos como el sistema financiero, tienen una expectativa de inflación alrededor de 2,5 por ciento para el 2005 y 2006.

**Cuadro 34**

### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS Analistas económicos

	Enero	Mayo
Crecimiento del PBI (%)		
2005	4,5	5,0
2006	4,1	4,5
Inflación (%)		
2005	2,5	2,5
2006	2,5	2,5
Tipo de cambio (Nuevos Soles por US\$)		
2005	3,34	3,29
2006	3,45	3,34
Tasa interbancaria (%)		
2005	3,8	3,3
2006	4,0	4,2

**Cuadro 35**

### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS Sistema financiero

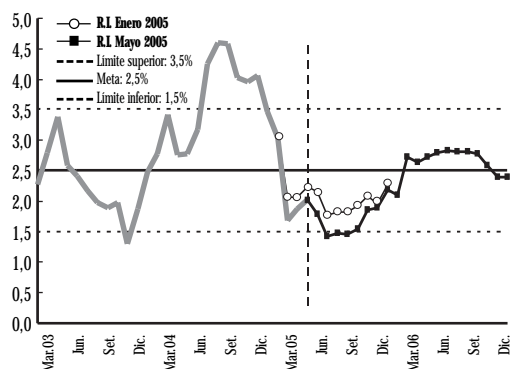
	Enero	Mayo
Crecimiento del PBI (%)		
2005	4,5	4,8
2006	4,5	4,2
Inflación (%)		
2005	2,5	2,5
2006	2,5	2,6
Tipo de cambio (Nuevos Soles por US\$)		
2005	3,30	3,27
2006	3,35	3,32
Tasa interbancaria (%)		
2005	3,9	3,5
2006	4,5	4,5



## II.5 Inflación

87. La proyección de inflación considera las condiciones macroeconómicas agregadas descritas anteriormente y que podrían influenciar sobre el desarrollo más probable de los precios en lo que resta del 2005 y a lo largo del 2006.
88. En particular, la evolución de la inflación estará determinada por el comportamiento de las expectativas inflacionarias en el horizonte de proyección, la inercia inherente a la inflación, la inflación importada, y otros factores de oferta, así como por las presiones inflacionarias o deflacionarias surgidas a partir de la evolución de la demanda agregada.
89. Las expectativas de inflación para los años 2005 y 2006 obtenidas a partir de la encuesta mensual de Expectativas Macroeconómicas efectuada por el BCRP se mantienen consistentes con la meta de inflación de 2,5 por ciento. Se prevé que estas expectativas se mantengan alineadas a la meta de inflación a lo largo del horizonte de proyección.
90. La proyección de inflación para el 2005 en el escenario central se ubica en 2,2 por ciento (cercano a la meta de inflación de 2,5 por ciento), similar a la tasa de inflación presentada en el Reporte de Inflación de Enero. El desarrollo de la inflación durante el 2005 ha estado marcado por el mayor dinamismo de la actividad económica y los mayores precios internacionales del petróleo, los cuales fueron más que compensados por la recuperación de la oferta agrícola, y en menor medida por la persistencia de las presiones apreciatorias del Nuevo Sol. Asimismo se espera para el resto del año una recuperación de márgenes luego de que parte de ellos absorbieron la presión de costos por mayores precios de combustibles en el 2004. Estos factores llevan a que la tasa de inflación se encuentre alrededor del límite inferior de la meta (1,5 por ciento) en los próximos meses y se ubique en el tramo inferior del rango meta de la inflación (1,5-2,5 por ciento) en el resto del año 2005.

**Gráfico 51**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**  
(Variación acumulada del IPC a 12 meses)



91. Para el año 2006, la proyección central de inflación se ubica en alrededor de 2,5 por ciento al cierre del año. Para este periodo de proyección se asume una atenuación inicial y reversión moderada de la tendencia apreciatoria (que implica una inflación importada moderada), un crecimiento económico sin presiones inflacionarias y una eventual reducción paulatina del estímulo monetario.
92. Las proyecciones de inflación para los años 2005 y 2006 son consistentes con las expectativas del público y sustentan el

mantenimiento de la posición actual de la política monetaria en los siguientes meses. En la medida que nueva información sobre presiones inflacionarias o deflacionarias se vaya obteniendo, la posición de política monetaria se ajustará de manera consistente con la meta inflacionaria del BCRP.

### III. BALANCE DE RIESGOS

93. Los escenarios de proyección se consideran como los más probables para los próximos meses. Sin embargo, los resultados de estas proyecciones son sensibles a la evolución de las variables exógenas consideradas, las que pueden diferir del escenario central planteado. El balance de riesgos del Banco Central de Reserva permite realizar un análisis probabilístico de la dirección de divergencia de las variables exógenas respecto al escenario central. Como resultado, se obtiene la distribución de la proyección de inflación.
94. Para el presente Reporte los principales riesgos que podrían afectar las proyecciones de inflación a la baja son:
- **Mayor oferta agrícola:** El escenario central asume una recuperación de las condiciones de oferta agrícola durante el horizonte de proyección lo que explica en parte la actual tendencia a la baja de la inflación anual. Sin embargo, un crecimiento de la producción agrícola mayor a lo estimado podría conllevar a que la tasa de inflación últimos 12 meses se ubique por debajo del límite inferior del rango meta en algunos meses. La posición de política monetaria no se alteraría en la medida que estos choques no afecten las expectativas de inflación y la formación del resto de precios en la economía.
  - **Mayor fortaleza del Nuevo Sol:** El escenario base considera un crecimiento de la economía norteamericana de alrededor de 3,4 por ciento, el cual incluye un ajuste gradual del alza en las tasas de interés de Estados Unidos de NA. Un menor dinamismo del crecimiento de Estados Unidos podría conllevar a un alza más gradual de la tasa de interés de la FED que el considerado en la proyección

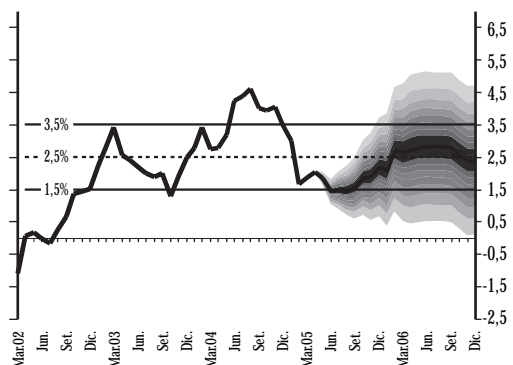
central. En ese caso, el diferencial de tasas de interés entre el dólar y el Nuevo Sol no se ampliaría al ritmo previsto lo que generaría presiones adicionales a la baja del tipo de cambio. De producirse este escenario, el Banco Central podría prolongar el período de estímulo monetario y ampliar la intervención cambiaria.

- **Menor dinamismo de la actividad económica mundial**, en particular de la economía norteamericana: Un riesgo adicional asociado al menor crecimiento de los Estados Unidos de NA es un menor crecimiento de nuestras exportaciones y por ende de la actividad económica interna, lo que sería a su vez un factor adicional de presión hacia la baja de los precios. El Banco Central evaluará los desarrollos y los posibles efectos sobre nuestra economía a fin de prolongar el período de estímulo monetario si el caso lo requiriera.

95. De otro lado, los riesgos que podrían impulsar la inflación por encima del escenario central son:

- **Incremento del precio del petróleo**, mayor al considerado en el escenario base: En el presente Reporte, la proyección central del WTI se ubica en alrededor de US\$ 53 por barril a diciembre de 2005 y pasa a US\$ 49 por barril al cierre de 2006. En este contexto, un incremento aún mayor en la cotización del petróleo crudo respecto al supuesto central implicaría mayores presiones sobre el Fondo de Estabilización que aumentaría la probabilidad de un efecto al alza en la tasa de inflación. El Banco Central no reaccionaría ante un alza transitoria de la inflación y sólo reaccionaría si se produce un alza generalizada de los precios.
- **Mayor riesgo país que eleve el tipo de cambio**: La proyección central no considera este escenario. Sin embargo, este riesgo podría provenir de incrementos mayores a los esperados en las tasas de interés internacionales (lo cual reduciría y encarecería nuestras fuentes de financiamiento), así como de turbulencias financieras en un contexto de procesos electorales de la región que podrían eventualmente inducir una salida de capitales y tener efectos depreciatorios del Nuevo Sol que impactarían sobre la inflación importada. Este escenario se agudizaría si coincide con una salida abrupta de fondos al exterior por parte de las AFPs. Frente a ello, el Banco mantiene un elevado nivel de reservas internacionales.

**Gráfico 52**  
**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. La concentración de las franjas de probabilidad por debajo del escenario central de proyección refleja el sesgo a la baja de la misma, es decir existe una mayor probabilidad que la tasa de inflación se ubique por debajo del escenario central que por encima de la misma.

- **Aceleración del crecimiento de la demanda interna** significativamente mayor al contemplado en el escenario central que genere presiones en los costos y en las expectativas de inflación. Este riesgo es mayor si se eleva el déficit fiscal por encima del nivel previsto en el Marco Macroeconómico Multianual. En este caso, la respuesta de política monetaria implicaría un menor estímulo monetario a fin de mantener la inflación dentro del rango meta.

96. La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto del escenario central da como resultado que el balance agregado sea con sesgo a la baja, en particular para el año 2005, tomando en cuenta la reversión más rápida que se viene registrando en los choques de oferta agrícola.

## **CONCLUSIÓN**

97. Las proyecciones de inflación para los años 2005 y 2006 resultantes en el presente Reporte se ubican alrededor de la meta de inflación de 2,5 por ciento. Para los siguientes meses, la tasa de inflación anual estaría alrededor del límite inferior de la meta (1,5 por ciento) y en el resto del año 2005 se proyecta que se ubique en el tramo inferior del rango meta (1,5-2,5 por ciento).

## ANEXO ESTADÍSTICO

PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN:  
MAYO 2005 vs ENERO 2005

	2003	2004	2005 1/		2006 1/
			Reporte Enero 2005	Reporte Mayo 2005	Reporte Mayo 2005
<b>Var. % Real</b>					
1. Producto Bruto Interno	4,0	4,8	4,5	5,0	5,0
2. Demanda interna	3,8	3,8	4,5	5,3	5,2
a. Consumo Privado	3,1	3,4	3,8	4,4	4,5
b. Consumo Público	2,9	3,8	3,8	6,1	2,1
c. Inversión Privada Fija	5,8	9,3	8,0	9,6	10,2
d. Inversión Pública	3,2	5,5	9,0	12,1	3,2
3. Exportaciones de bienes y servicios	5,9	15,0	5,5	6,6	5,2
4. Importaciones de bienes y servicios	3,3	10,1	5,5	8,0	6,6
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,5	4,6	3,5	3,5	3,4
<b>Var. %</b>					
6. Inflación	2,5	3,5	2,3	2,2	2,4
7. Depreciación Nominal	-1,2	-5,5	1,8	-0,1	1,5
8. Depreciación Real (multilateral)	7,5	-1,5	0,5	0,3	1,3
9. Términos de Intercambio	1,7	8,5	-2,6	-2,3	-2,8
<b>% del PBI</b>					
10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-1,5	0,0	0,5	-0,1	-0,4
11. Balanza comercial	1,4	4,1	4,0	4,1	3,1
12. Financiamiento externo bruto del sector privado 2/	3,0	3,2	0,9	1,4	2,3
13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	0,4	1,0	1,2	1,2	1,4
14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central 3/	13,0	13,3	13,2	13,4	13,4
16. Saldo de Deuda Pública Externa	37,6	35,7	31,5	31,9	30,6
<b>Var. % Nominal</b>					
17. Gastos No Financieros del Gobierno Central	7,6	8,6	5,5	9,2	5,1
18. Emisión Primaria promedio anual	7,4	18,8	11,0	22,0	12,0
19. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-4,5	-0,3	4,7	4,7	5,0

1/ Proyección

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

3/ Excluye Impuesto a las Acciones del Estado.

*Diseño*  
ÁREA DE EDICIÓN

---

*Impresión*  
ÁREA DE IMPRENTA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ