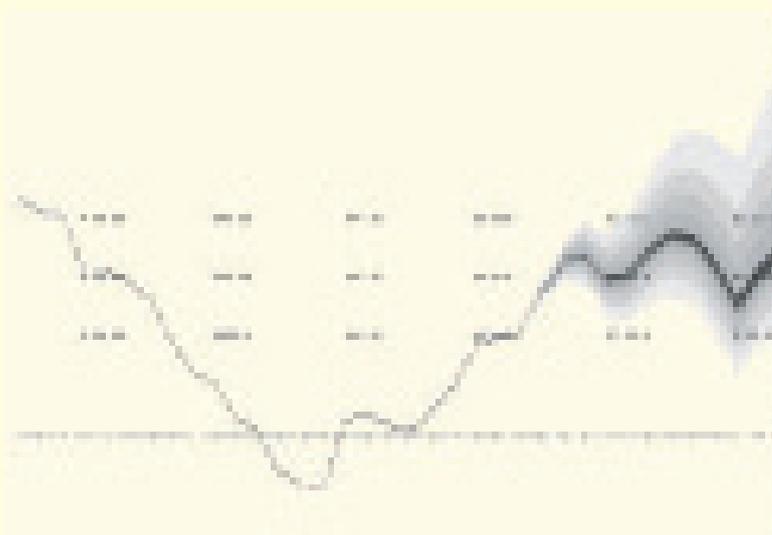




# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

*Enero 2006*



**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

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

*Enero 2006*

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

## CONTENIDO

<b>PRÓLOGO</b> .....	5
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	7
<b>I. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN</b> .....	9
I.1 Contribución ponderada a la inflación .....	9
I.2 Inflación subyacente .....	11
I.3 Inflación no subyacente .....	12
I.4 Inflación importada y otros indicadores de inflación .....	15
<b>II. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA</b> .....	17
<b>III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO</b> .....	21
<b>IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS</b> .....	31
IV.1 Tasa de interés del mercado bancario .....	31
IV.2 Mercado de renta fija .....	33
IV.3 Agregados monetarios .....	34
<b>V. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN</b> .....	38
V.1 Demanda y oferta .....	38
V.2 Finanzas públicas .....	55
V.3 Entorno internacional .....	61
V.4 Balanza de pagos .....	73
<b>VI. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN</b> .....	80
VI.1 Expectativas de mercado .....	80
VI.2 Inflación .....	81
<b>VII. BALANCE DE RIESGOS Y CONCLUSIÓN</b> .....	84
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b> .....	87
<b>RECUADROS</b>	
1. Inflación baja y bienestar .....	10
2. Precio del gas de Camisea para el sector eléctrico .....	14
3. Posición de la política monetaria .....	18
4. Esquema de metas de inflación en una economía parcialmente dolarizada .....	19
5. Tipo de cambio real de equilibrio en el Perú .....	22
6. Tipo de cambio y diferencial de tasas de interés .....	25
7. Intervención cambiaria del banco central: aspectos conceptuales y operativos .....	28
8. Condiciones climáticas y posibilidad de ocurrencia de la Niña .....	49
9. Manufactura no primaria: crecimiento 2004-2005 .....	53
10. El sector textil frente a la eliminación de cuotas .....	77
11. Evaluación continua de la meta de inflación .....	81

Este Reporte de Inflación se ha elaborado con información al mes de noviembre del producto bruto interno; al mes de diciembre de las cuentas monetarias, de la balanza de pagos y de las operaciones del gobierno central; y al mes de enero de 2006 de la inflación y del tipo de cambio.



## PRÓLOGO

- Desde el año 2002, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú se guía por un Esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación anual es 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. A partir de 2006 esta meta se mide de manera continua, utilizando la tasa de crecimiento de los últimos doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana. En caso existiera una desviación de la inflación fuera del rango meta, el Banco Central evaluará las acciones necesarias para retornar a dicho rango, tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria.
- La transparencia es uno de los elementos fundamentales del Esquema de Metas Explícitas de Inflación, por lo que el Banco y los agentes económicos comparten la información relevante usada en la formulación de la política monetaria. Dentro de esta línea, el Banco publica un Reporte de Inflación tres veces al año. En este documento se rinde cuenta sobre el cumplimiento del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria y sobre el ejercicio de las funciones establecidas por su ley orgánica relativas a la regulación del mercado monetario y a la información sobre las finanzas nacionales.
- Este primer Reporte del año contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en el año 2005 y las proyecciones macroeconómicas para el año 2006.
- Desde el año 2001, el BCRP publica el calendario de las sesiones de Directorio que corresponden al primer jueves de cada mes, fecha en que se aprueban las decisiones sobre la posición de política monetaria. Este calendario de reuniones se publica a inicios de cada año junto con la Nota de Prensa del Programa Monetario de enero.

- La decisión sobre la posición de política monetaria del Directorio del Banco Central anuncia una tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Las operaciones monetarias que ejecuta el BCRP están dirigidas a mantener esta tasa de interés de corto plazo en el nivel de referencia anunciado, afectándose de esta manera al conjunto de variables económicas que determinan la tasa de inflación.
- Cronograma de publicación del Reporte de Inflación durante el año 2006:

3 de febrero                      2 de junio                      6 de octubre

- Cronograma de publicación de Notas de Prensa y Notas Informativas sobre el Programa Monetario para el resto del año 2006:

2 de marzo	6 de abril	4 de mayo	1 de junio	6 de julio
3 de agosto	7 de setiembre	5 de octubre	2 de noviembre	7 de diciembre

## RESUMEN EJECUTIVO

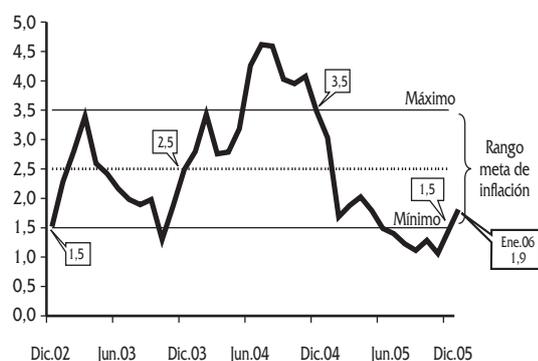
- Este primer Reporte del año contiene un análisis de la ejecución de la política monetaria durante el año 2005 y las proyecciones macroeconómicas para el año 2006. El escenario base de estas proyecciones indica que la inflación se mantendrá dentro del rango meta para este periodo y que la actividad económica seguirá creciendo de modo sostenido.
- La inflación de 2005 fue de 1,5 por ciento, ubicándose en el límite inferior del rango meta. Este menor nivel respondió principalmente a la reversión de los choques externos e internos ocurridos durante 2004 (que afectaron el alza de precios del pan, arroz y azúcar) los que ubicaron transitoriamente la tasa de inflación en el límite superior de la meta (3,5 por ciento). Asimismo, las medidas fiscales compensatorias para atenuar el impacto de los mayores precios internacionales de combustibles a lo largo de 2005 y la apreciación del nuevo sol registrada especialmente entre agosto de 2004 y agosto de 2005 contribuyeron también a la menor inflación alcanzada durante el año 2005. Es importante agregar que el ambiente de baja inflación ha contribuido a aumentar la capacidad de negociación de los consumidores y ha estimulado la competencia en los mercados de bienes y servicios.
- Durante el presente año, la tasa de inflación convergería hacia 2,5 por ciento, tal como se observó en enero en el que la inflación llegó a 1,9 por ciento en los últimos 12 meses. Por otro lado, el crecimiento anual del PBI sería de 5 por ciento, similar a la tendencia de los últimos años.
- La tasa de crecimiento de la economía continuó acelerándose al pasar de 4,8 por ciento en 2004 a 6,3 por ciento estimado para 2005, la mayor tasa de crecimiento desde 1997. Al dinamismo que se viene registrando en las exportaciones (crecimiento real de 14,7 y 13,9 por ciento en 2004 y 2005, respectivamente) se añadió en el segundo semestre una aceleración del crecimiento de la demanda interna que se reflejó en una tasa anual de 5,4 por ciento en 2005, frente a 3,9 por ciento en 2004.

- El escenario base del año 2006 incorpora una tasa de crecimiento de la demanda interna de 5,4 por ciento donde destaca el dinamismo de la inversión privada con una tasa superior al 10 por ciento anual. Esta última evolución es consistente con mayores importaciones de bienes de capital asociadas a la dinámica de la inversión.
- El entorno internacional ha continuado siendo favorable, con términos de intercambio aumentando 7,0 por ciento en el año 2005, luego del incremento de 9,0 por ciento en 2004. Los mayores precios del oro, cobre, zinc y molibdeno, que son nuestros principales productos mineros de exportación, más que compensaron el impacto negativo del aumento de los precios internacionales de combustibles. Se proyecta que en 2006 el superávit comercial alcance el equivalente a 6,5 por ciento del PBI y la cuenta corriente de la balanza de pagos sea superavitaria en 0,9 por ciento del PBI.
- Para el año 2006 se espera que los términos de intercambio mantendrán el nivel promedio alcanzado en 2005 para revertirse parcialmente en 2007 aunque a niveles similares a los registrados en 2004. Esta evolución reflejaría las perspectivas de mejora en la oferta mundial de minerales.
- El escenario macroeconómico del año 2006 considera un déficit fiscal menor al 1,0 por ciento del PBI (tope legal), favorecido por ingresos asociados a altos precios de exportación.
- La coyuntura reciente de mayor volatilidad cambiaria provocada por el proceso electoral estuvo prevista dentro de los riesgos de proyección de los anteriores reportes y por lo cual, el Banco Central acumuló en forma preventiva un nivel elevado de reservas internacionales durante los tres años previos, alcanzando un saldo de US\$ 14 097 millones al cierre de 2005, monto equivalente a 2,6 veces el vencimiento de deuda externa en un año y a 14 meses de importaciones.
- El Banco Central elevó en tres oportunidades su tasa de referencia (25 puntos base en cada ocasión) de 3,0 a 3,75 por ciento en diciembre de 2005, enero y febrero de 2006 tomando en cuenta el dinamismo alcanzado por la economía y para prevenir el impacto inflacionario de la depreciación del nuevo sol asociada al periodo electoral.
- El Banco Central continuará de ser necesario con sus intervenciones para reducir la volatilidad cambiaria, con operaciones en el mercado cambiario spot y colocaciones de Certificados de Depósitos Reajustables con el tipo de cambio (CDRBCRP), de tal forma que se eviten efectos indeseados sobre la inflación y la actividad económica en general.

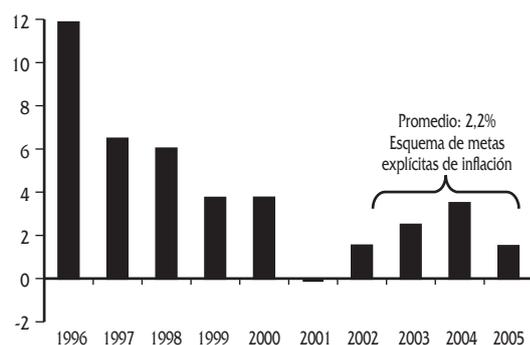
## I. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

La inflación de 2005 fue de 1,5 por ciento, ubicándose en el límite inferior del rango meta, debido principalmente a la reversión de los choques ocurridos durante 2004 los que ubicaron transitoriamente la tasa de inflación en el límite superior de la meta (3,5 por ciento). Asimismo, las medidas fiscales compensatorias para atenuar el impacto de los mayores precios internacionales de combustibles a lo largo de 2005 y la apreciación del nuevo sol registrada especialmente entre agosto de 2004 y agosto de 2005 contribuyeron también a la menor inflación alcanzada durante el año 2005.

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



**Gráfico 2**  
**INFLACIÓN 1995-2005**



1. En el año 2005 la inflación fue de 1,5 por ciento, ubicándose en el límite inferior del rango meta del Banco Central (de 1,5 a 3,5 por ciento). Con este resultado, la inflación promedio durante el periodo de vigencia del régimen de metas de inflación es de 2,2 por ciento.

### 1.1 Contribución ponderada a la inflación

2. La menor inflación en 2005 respecto a 2004 se debe principalmente a la reversión de choques de oferta que implicaron caídas en los precios del arroz y el azúcar, a la menor cotización promedio del trigo que permitió la estabilidad en el precio promedio del pan, a la eliminación del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) y del arancel al Gas Licuado de Petróleo (GLP) que permitió la reducción en su precio al consumidor y a la mayor oferta de electricidad con mayor uso del gas natural que originó la caída en las tarifas eléctricas.
3. Los productos que en mayor medida contribuyeron a la diferencia entre la inflación de 2004 (3,5 por ciento) y la de 2005 (1,5 por ciento) fueron arroz (pasó de 19 a -6 por ciento), pan (bajó de 13 a 0 por ciento) y gas (cayó de 15 a -11 por ciento).

## RECUADRO 1 INFLACIÓN BAJA Y BIENESTAR

El esquema de Metas Explícitas de Inflación ha permitido consolidar niveles de inflación más bajos, lo que ha contribuido a crecer en un entorno de estabilidad macroeconómica.

Una menor tasa de inflación influye positivamente sobre el crecimiento de la economía, entre otras razones, al reducir el grado de incertidumbre futura, mejorando la eficiencia de las decisiones de inversión de los agentes económicos. Asimismo, una tasa de inflación baja favorece que los agentes se dediquen a actividades productivas sobre actividades especulativas. Esta relación negativa entre inflación y crecimiento sostenido de la economía, que ha sido corroborada en la literatura económica, se verifica para el Perú: a menor inflación mayor crecimiento del PBI per cápita.

Una inflación baja y estable por períodos prolongados genera además mayor competencia y un aumento de bienestar para los consumidores. Taylor<sup>1/</sup> sostiene que esta mayor competencia en los mercados reduce el impacto de los choques de oferta sobre la inflación.

De acuerdo a este autor, la capacidad de las empresas para trasladar aumentos de sus costos de producción a precios depende de la inercia de la inflación. Cuando la inflación es más persistente (inercial) las empresas trasladan fácilmente incrementos de costos a precios, reduciendo el bienestar de los consumidores debido a que los márgenes de las empresas son, en estos casos, mayores y por lo tanto la competencia es menor. La evidencia macroeconómica muestra por ello que la inflación es más persistente justamente cuando el nivel de la misma es más alta. Por el contrario, en entornos de baja inflación, la persistencia de la misma se reduce, disminuyendo la capacidad de las empresas para trasladar aumentos de costos a los precios finales y por tanto parte de los ajustes se realizan en los márgenes de las empresas. Esto promueve la competencia beneficiando a los consumidores al hacer los precios de los bienes finales menos sensibles al aumento de costos.

La reducción en la persistencia de la inflación en el Perú estaría llevando a reducir la capacidad de las firmas de trasladar aumentos en sus costos a precios, lo que beneficia a los consumidores gracias a menores márgenes de las empresas y a una mayor competencia.

Como se observa en el cuadro adjunto, la persistencia de la inflación mensual para el periodo previo a la adopción del esquema de metas de inflación fue de 0,9, mientras que para el periodo posterior fue de 0,3. Además, el impacto de largo plazo de choques a la inflación se reduce sustancialmente, de 9,5 en el periodo previo de metas de inflación a 1,5 en el periodo posterior, para data mensual<sup>2/</sup>. Asimismo, en una economía con inflación baja, los agentes económicos cuentan con una mejor información sobre la evolución de los precios relativos de modo que tanto consumidores como las empresas cuentan con una señal más eficiente del mecanismo de generación de precios lo cual se traduce en una mayor eficiencia en la toma de decisiones y en una mejora del bienestar.

### PBI PER CÁPITA Y PRECIOS

(Variación porcentual promedio del período)

	PBI	Población	PBI per cápita	IPC
1951-1960	5,2	2,7	2,5	7,3
1961-1970	5,9	2,9	2,9	9,7
1971-1980	3,5	2,8	0,7	32,6
1981-1990	-1,0	2,3	-3,2	369,5
1991-2000*	4,0	1,6	2,3	24,6
2001-2005*	4,0	1,3	2,7	1,8

### PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN

(Enero 1992 - Junio 2005)

Persistencia 3/	Inflación	
	Mensual	Trimestral
Ene.92-Dic.01	0,89	0,96
Ene.02-Jun.05	0,34	0,78
Impacto de largo plazo		
Ene.92-Dic.01	9,50	24,83
Ene.02-Jun.05	1,52	4,58

\*/ Población estimada por el BCRP.

1/ "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", European Economic Review 44 (2000) 1398-1408.

2/ El impacto de largo plazo corresponde a la suma total del efecto de un choque en la inflación, el cual es medido por:

$$\frac{1}{1 - \sum_{j=1}^4 \alpha_j}, \text{ donde } \alpha_j \text{ son los coeficientes del proceso autoregresivo.}$$

3/ Medida como la suma de los coeficientes de correlación de un modelo autoregresivo de orden 4 de la forma:

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 \pi_{t-2} + \alpha_3 \pi_{t-3} + \alpha_4 \pi_{t-4}$$

- a. La caída en el precio del arroz se debe a las mayores siembras (23 por ciento en la campaña agosto 2004-julio 2005 con respecto a la campaña anterior) por la mayor disponibilidad de agua en la costa norte del país. Estas mayores siembras se reflejaron en la mayor producción de arroz pilado (31 por ciento en el periodo enero-noviembre de 2005).
- b. En el caso del precio del pan, el alza registrada en 2004 se concentró en los meses de enero y febrero, por los efectos del alza en la cotización del trigo (pasó de US\$ 116 a US\$ 147 entre julio de 2003 y enero de 2004) en el precio de la harina de trigo. En promedio, la cotización del trigo cayó 3,5 por ciento en 2005 respecto a 2004 lo que permitió la estabilidad del precio del pan.

**Cuadro 1**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA DIFERENCIA**  
**ENTRE LAS INFLACIONES 2004 - 2005**

	Ponderación	2004	2005	Contribución ponderada a la diferencia
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>3,48</b>	<b>1,49</b>	<b>-1,97</b>
Arroz	2,3	18,8	-6,1	-0,57
Pan	3,7	12,9	-0,3	-0,53
Gas	1,3	15,3	-10,9	-0,40
Electricidad	2,2	12,0	-2,5	-0,32
Azúcar	1,4	23,3	-1,2	-0,31
<b>Total</b>				<b>-2,13</b>

4. En enero de 2006 la inflación fue de 0,5 por ciento debido principalmente al incremento del rubro alimentos y bebidas (1,07 por ciento) asociado a problemas de oferta. La mayor parte de la inflación se explicó por el impacto del aumento del precio del pollo (8,6 por ciento) por la recuperación de la demanda luego de la fuerte caída por temor a la gripe aviar y por una menor oferta como consecuencia de la menor producción informal ante los bajos precios de octubre y noviembre, de la papa (7,8 por ciento), de las legumbres frescas (27,4 por ciento) y de la papaya (22,3 por ciento). Con el resultado de enero la tasa de inflación anualizada aumenta a 1,9 por ciento.

**1.2 Inflación subyacente**

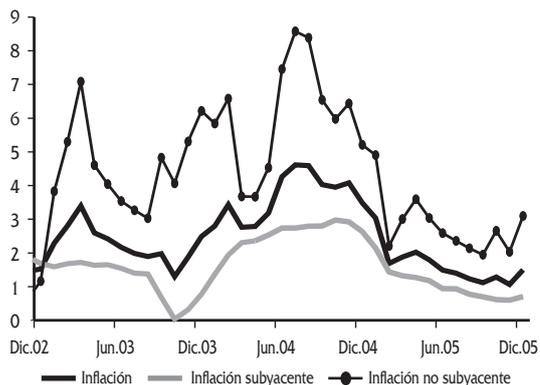
5. La inflación subyacente sin alimentos pasó de 0,8 por ciento en 2004 a 1,3 por ciento en 2005 y a 1,4 por ciento en enero de 2006, lo que reflejó la tendencia favorable de la actividad económica y la depreciación del nuevo sol. Tomando en consideración el rubro alimentos, la inflación subyacente bajó

de 2,6 por ciento en 2004 a 0,7 por ciento en 2005, evolución asociada a la reversión de factores que perjudicaron la actividad en 2004. Así, las mayores lluvias en la costa norte implicaron una caída en el precio del arroz y la menor cotización promedio del trigo permitió la estabilidad en el precio promedio del pan.

**Cuadro 2**  
**INFLACIÓN 2003 - 2006**  
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003	2004	2005	Promedio anual 2002-2005	Enero 2006	
						Mes	12 meses
<b>I. Subyacente</b>	<b>68,3</b>	<b>0,77</b>	<b>2,63</b>	<b>0,70</b>	<b>1,44</b>	<b>0,08</b>	<b>0,73</b>
1. Alimentos	18,5	0,54	7,53	-0,76	2,34	-0,21	-0,86
2. No alimentos	49,9	0,85	0,80	1,28	1,11	0,19	1,36
a. Bienes	23,3	0,08	-0,29	0,71	0,47	0,33	0,85
b. Servicios	26,6	1,53	1,75	1,77	1,65	0,07	1,79
<b>II. No Subyacente</b>	<b>31,7</b>	<b>6,21</b>	<b>5,20</b>	<b>3,10</b>	<b>3,90</b>	<b>1,33</b>	<b>4,22</b>
1. Alimentos	14,8	5,24	1,85	4,31	2,22	3,24	6,25
2. No alimentos	16,9	7,00	7,90	2,17	5,30	-0,14	2,65
a. Combustibles	3,9	8,94	17,77	6,89	12,21	-0,02	7,82
b. Transporte	8,4	10,99	3,49	1,29	3,88	-0,36	1,12
c. Servicios públicos	4,6	-1,98	6,19	-1,72	1,06	0,15	-0,48
<b>III. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>	<b>1,49</b>	<b>2,24</b>	<b>0,50</b>	<b>1,90</b>

**Gráfico 3**  
**INFLACIÓN SUBYACENTE Y NO SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



**I.3 Inflación no subyacente**

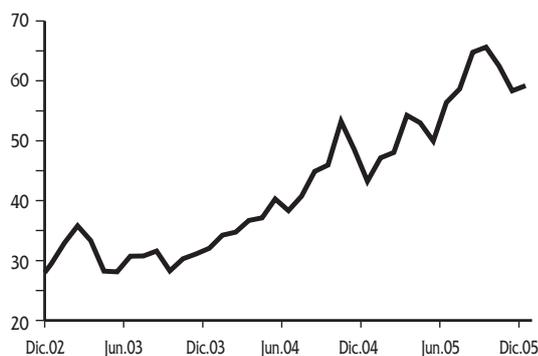
6. La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación anual de 3,1 por ciento (5,2 por ciento en 2004). Para el mes de enero, la tasa de inflación no subyacente últimos doce meses aumentó a 4,2 por ciento debido a alzas coyunturales de los precios del pollo (8,6 por ciento) y de otros alimentos como la papa y las legumbres, relacionados éstas dos últimas con el atraso de siembras.

Dentro de la inflación no subyacente destacó el incremento en los precios de alimentos (4,3 por ciento) y combustibles (6,9 por ciento) en 2005. Al interior de alimentos destacó el alza en cebolla, papaya y papa, parcialmente compensada por la caída en pollo y huevos.

**Alimentos**

7. En el caso de la cebolla, se registraron menores siembras en Arequipa, principal zona abastecedora de Lima (21 por ciento con respecto a la campaña agrícola anterior), mientras que la producción de papaya disminuyó 12 por ciento en el período

**Gráfico 4**  
**COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI**  
(US\$ por barril)



enero-noviembre, principalmente por la menor cosecha en Huánuco, afectada por problemas fitosanitarios. El aumento del precio de la papa se explica por la disminución de las siembras con respecto a la campaña pasada, principalmente en Huánuco (10,2 por ciento) y Lima (5 por ciento), importantes zonas abastecedoras.

Las disminuciones en los precios del pollo y huevos en el año 2005 se debieron a que las colocaciones de pollos bebé aumentaron 12 por ciento con respecto a las del año 2004 y a que en el caso de huevos, se registró un incremento en la producción alcanzando un crecimiento de 6 por ciento en el período enero-noviembre.

### Combustibles

- Los precios de los combustibles estuvieron asociados a la evolución de la cotización internacional del petróleo West Texas Intermediate (WTI) que aumentó de US\$ 43,3 a US\$ 59,2 por barril entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005 (37 por ciento). La evolución de la cotización del petróleo obedeció a problemas de seguridad en Medio Oriente, a la creciente demanda mundial (en particular de China) y a los efectos del Huracán Katrina.
- A diferencia de lo ocurrido en otros países, el incremento en los precios internacionales del petróleo no generó un aumento equivalente en los precios internos de los combustibles, gracias a la aplicación de medidas fiscales de compensación, tales como el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles y la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC), y a la apreciación de la moneda nacional registrada desde agosto de 2004 hasta agosto de 2005. Así se registró un alza promedio del precio de los combustibles de 6,9 por ciento en el año 2005. Al interior de los combustibles ocurrieron incrementos de 9,2 y 21,0 por ciento en gasolina y kerosene, respectivamente. Por el contrario, se registró una caída en el precio del gas de 10,9 por ciento por la eliminación del ISC y el arancel a este producto.

### Cuadro 3

#### PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES

(Variación porcentual mensual)

	2003	2004	2005												
			Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Acum.
Combustibles	8,9	17,8	-0,9	-0,6	0,8	1,2	0,2	0,8	-1,9	2,6	3,4	0,9	0,7	-0,3	6,9
Gasolina	9,7	17,7	-0,3	-0,6	0,6	1,4	0,3	1,1	1,4	2,4	3,3	0,5	0,0	-1,4	9,2
Gas	4,2	15,3	-2,6	-1,8	1,1	0,6	-0,2	0,1	-10,2	-1,6	-0,1	1,9	2,1	-0,3	-10,9
Kerosene	13,0	20,3	0,0	0,5	0,7	1,4	0,2	1,1	1,6	6,2	5,9	0,7	0,4	0,8	21,0
Cotización WTI															
US\$ por barril			47,1	48,1	54,3	53,0	49,9	56,4	58,7	64,8	65,6	62,5	58,3	59,2	
Var%	8,9	34,9	9,0	2,0	12,9	-2,4	-5,8	13,0	4,1	10,4	1,3	-4,8	-6,6	1,5	36,8

Fuente: INEI y Bloomberg.

## RECUADRO 2 PRECIO DEL GAS DE CAMISEA PARA EL SECTOR ELÉCTRICO

El precio base en boca de pozo del gas de Camisea para el uso de las empresas de generación eléctrica en el mercado local fue establecido en el contrato de Licencia para la Explotación de Hidrocarburos del Lote 88 en US\$ 1,00 por millón de Unidades Térmicas Británicas (o BTU, por sus siglas en inglés). De acuerdo a los contratos de suministro de gas natural con las generadoras eléctricas, el precio base se reajusta mensualmente mediante un factor de actualización que considera las cotizaciones internacionales promedio del Residual 6 de los 12 meses previos al cálculo del factor. Existe por lo tanto un rezago para el traslado de los incrementos de precios del Residual 6 al factor de actualización, generándose un mayor ahorro temporal. En el caso de reducciones de precios del Residual 6, el factor de ajuste se reducirá. Por ejemplo, si las cotizaciones promedio de Residual 6 de los 12 meses previos disminuyeran el 30 por ciento, el factor de ajuste bajaría de 1,66 a 1,16. Si la reducción de precios fuera mayor, tal que, el factor resultante fuera menor que 1, se considerará que éste es igual a 1, lo que implica que el precio mínimo es de US\$ 1 por millón de BTU.

$$P_t = P_a \times \text{Factor de ajuste}$$

P<sub>t</sub> = Precio máximo reajustado.

P<sub>a</sub> = Precio base.

$$\text{Factor de ajuste} = \left( 0,5^* \frac{FO1_j}{FO1_a} + 0,25^* \frac{FO2_j}{FO2_a} + 0,25^* \frac{FO3_j}{FO3_a} \right)$$

FO1 = Fuel Oil N° 6 US Gulf Coast Waterbone (1% de azufre)

FO2 = Fuel Oil N° 6 Rotterdam (1% de azufre)

FO3 = Fuel Oil N° 6 New York (3% de azufre)

Los precios considerados son los promedios aritméticos de los precios diarios de cada residual publicados por Platt's Oilgram Price Report.

Los precios promedio FO1<sub>j</sub>, FO2<sub>j</sub> y FO3<sub>j</sub> corresponden a los 12 meses previos a la fecha de cálculo del factor mientras que FO1<sub>a</sub>, FO2<sub>a</sub> y FO3<sub>a</sub> corresponden al promedio de los 12 meses previos a la suscripción del contrato de Licencia para la Explotación de Hidrocarburos del Lote 88 (diciembre de 1999 - noviembre de 2000).

En agosto de 2005, el factor ascendió a 1,33 con lo que el precio máximo en boca de pozo fue US\$ 1,33 por millón de BTU. El reajuste del precio depende de la política comercial de Pluspetrol que decidió aplicar sólo parcialmente el ajuste durante 2005. En setiembre de 2005, mediante acuerdo alcanzado entre las empresas generadoras y Pluspetrol, se decidió no efectuar nuevos reajustes del precio del gas hasta febrero de 2006 con la finalidad de no afectar las tarifas de electricidad. En enero de 2006, el factor de actualización llegó a 1,65 y de aplicarse el precio del gas en boca de pozo sería como máximo US\$ 1,65 por millón de BTU.

Para el caso de las tarifas de electricidad existen factores de actualización que están en función de indicadores macroeconómicos y de los precios de diversos combustibles, entre ellos, el del gas natural. El efecto en las tarifas de electricidad para un usuario residencial de Lima Metropolitana se daría mediante la actualización del precio de la energía donde el gas natural tiene un peso aproximado de 17 por ciento de la tarifa final.

### TARIFAS ELÉCTRICAS, FÓRMULAS DE ACTUALIZACIÓN E IMPACTO EN TARIFA FINAL 1/

Componentes	Ponderación Tarifa final
<b>Energía 2/</b>	<b>37,0</b>
Gas Natural	17,4
Residual 6	10,0
Tipo de cambio	4,3
Carbón	4,3
Diesel 2	1,1
<b>Potencia 2/</b>	<b>15,0</b>
Índice de precios al por mayor	12,0
Tipo de cambio 3/	3,0
<b>Transmisión 2/</b>	<b>9,0</b>
Índice de precios al por mayor	3,3
Tipo de cambio	5,7
<b>Distribución 2/</b>	<b>30,0</b>
Índice de precios al por mayor	26,4
Tipo de cambio 3/	3,6
<b>Garantía Red Principal - Camisea</b>	<b>9,0</b>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>

Notas:

1/ La ponderación de cada variable se ha estimado utilizando la estructura de la tarifa residencial- baja tensión (BT5B) de un usuario promedio de Lima Norte. Los usuarios de Lima Metropolitana se encuentran dentro del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN).

2/ Para el caso de generación (energía y potencia) y transmisión, las fórmulas de actualización se aplican si alguno de los factores de ajuste en cualquiera de los sistemas eléctricos (SEIN o los sistemas aislados) aumenta o disminuye en más de 5 por ciento. Para el caso de distribución, la actualización se aplica si alguno de los factores de ajuste aumenta o disminuye en más de 1,5 por ciento o si los precios de generación son actualizados.

3/ El efecto del tipo de cambio en la actualización del precio de la potencia depende también de la tasa arancelaria para la importación de equipos de generación y; para la de la tarifa de distribución, depende también del precio del cobre y del precio del aluminio.

Fuente: Osinerg.

Elaboración: BCRP.

## Servicios públicos

10. Las tarifas de **servicios públicos** cayeron en promedio 1,7 por ciento en el año 2005. En el caso de electricidad se redujeron 2,5 por ciento debido a la conversión de las centrales Ventanilla TG3 y TG4 a gas natural (325 MW) en 2004, a la entrada en operación de la central hidroeléctrica de Yuncán (130 MW) en 2005 y, a la reconversión a ciclo combinado de la central Ventanilla TG4 (225 MW) en 2006, lo cual compensó el efecto sobre la tarifa del incremento en el precio del gas natural.

11. La disminución en las tarifas telefónicas (7,0 por ciento) obedece a la aplicación de los factores de aumento de productividad establecidos por Osiptel, corregidos por inflación: -8,5 por ciento para la tarifa local y -6,3 por ciento para larga distancia.

### Cuadro 4 TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

(Variación porcentual mensual)

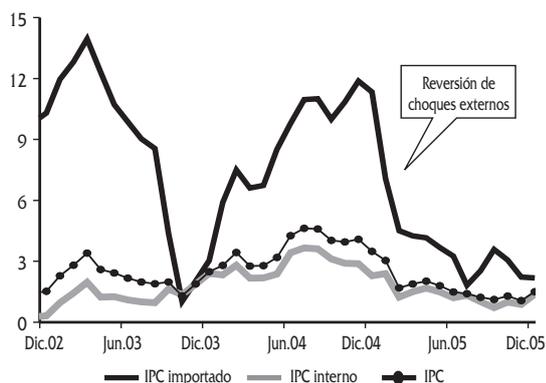
	2003	2004	2005												
			Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Acum.
Servicios públicos	-2,0	6,2	-1,1	-0,2	-0,5	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,2	0,8	0,2	0,1	0,4	-1,7
Electricidad	-4,6	12,0	-2,1	-0,3	0,0	0,0	-3,7	2,3	0,2	-0,2	1,9	0,3	-2,0	1,3	-2,5
Teléfonos	0,3	-2,0	0,0	-0,2	-2,1	0,0	0,0	-2,6	0,0	-0,6	-0,7	0,1	-0,1	-0,9	-7,0
Agua	0,9	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	0,0	5,2	

Fuente: INEI.

## 1.4 Inflación importada y otros indicadores de inflación

12. **La inflación importada**, que comprende los bienes de la canasta del consumidor que son afectados en forma directa o indirecta por las cotizaciones internacionales y el tipo de cambio, acumuló una variación de 2,2 por ciento en 2005 (11,3 por ciento en 2004). La principal diferencia entre ambos años se dio en alimentos como pan, fideos y aceites, debido a la reversión de choques en las cotizaciones de trigo y aceite de soya.

**Gráfico 5**  
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO  
Y COMPONENTE IMPORTADO  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



### Cuadro 5 INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2003 - 2005

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2003	2004	2005	Var% prom. Anual Ene.02 - Dic.05
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>3,0</b>	<b>11,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,6</b>
Alimentos	5,4	-0,1	10,9	-1,5	4,7
Combustibles	3,9	8,9	17,8	6,9	12,2
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,9	-2,8	-1,2	-0,7
Otros	1,8	1,4	3,2	2,3	2,6
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
Tipo de cambio		-1,2	-5,5	4,4	-0,1

### Índice de precios al por mayor

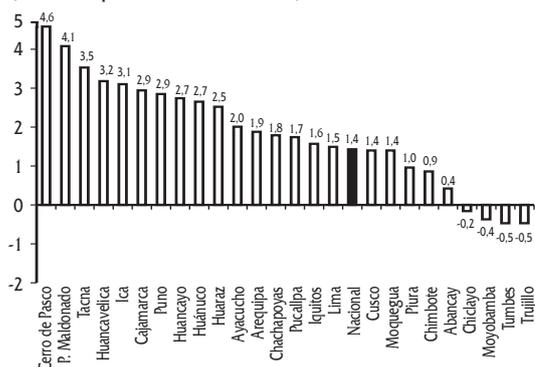
13. En el 2005 se observa una variación del Índice de Precios al por Mayor (IPM) de 3,6 por ciento. El IPM incluye bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de capital, tanto de origen nacional como importado.

Los grupos con mayor contribución ponderada al IPM son productos de la refinación del petróleo, sustancias y productos químicos, productos de caucho y de plástico y maquinaria y aparatos eléctricos.

**Cuadro 6**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA AL IPM: 2005**  
(Puntos porcentuales)

Rubro	Var%	Contribución ponderada
<b>IPM</b>		<b>3,6</b>
de los cuales:		
Productos de la refinación del petróleo	16,8	2,1
Sustancias y productos químicos	4,8	0,5
Productos de caucho y de plástico	7,8	0,2
Maquinaria y aparatos eléctricos	12,8	0,3

**Gráfico 6**  
**INFLACIÓN NACIONAL 2005**  
(Variación porcentual acumulada)



### Inflación nacional

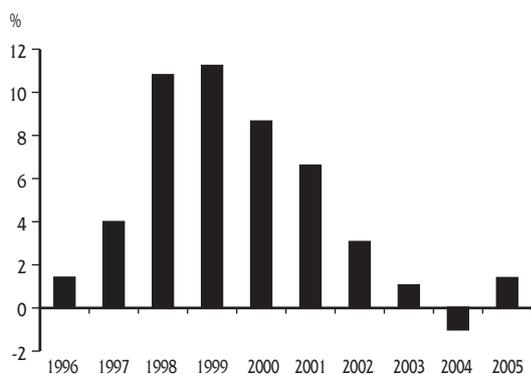
14. El índice agregado nacional de precios al consumidor es elaborado por el INEI desde el año 2003, sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El incremento de precios acumulado durante 2005 fue 1,43 por ciento. En 9 ciudades se observó un incremento menor que el promedio, mientras que las restantes 16 tuvieron una inflación media mayor que el promedio.

Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Cerro de Pasco (4,58 por ciento), Puerto Maldonado (4,08 por ciento), Tacna (3,53 por ciento) y Huancavelica (3,18 por ciento). En contraste, 4 ciudades registraron tasa de variación negativas: Trujillo (-0,53 por ciento), Tumbes (-0,47 por ciento), Moyobamba (-0,37 por ciento) y Chiclayo (-0,16 por ciento).

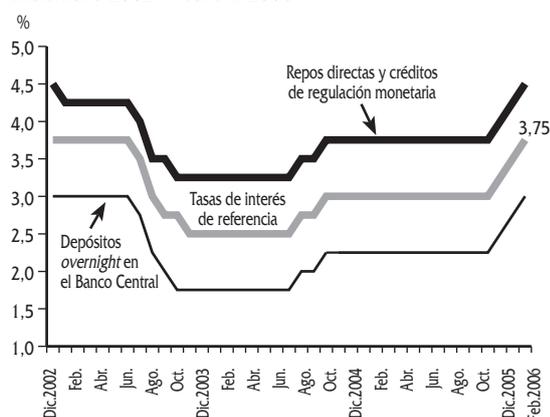
## II. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Banco Central mantuvo su tasa de interés de referencia en 3,0 por ciento entre octubre de 2004 y noviembre de 2005, debido a que las presiones de inflación para este último año se encontraban en el tramo inferior (1,5-2,5 por ciento) del rango meta. El Banco elevó en tres oportunidades, en diciembre de 2005, enero y febrero de 2006, su tasa de interés de referencia, ubicándola en 3,75 por ciento, para lo que se tomó en cuenta el dinamismo alcanzado por la economía y para prevenir el impacto inflacionario de la depreciación del nuevo sol asociada a la incertidumbre sobre el resultado del proceso electoral de 2006.

**Gráfico 7**  
**TASA DE INTERÉS REAL INTERBANCARIA EX-POST**  
(Promedios anuales)



**Gráfico 8**  
**TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL**  
Diciembre 2002 - Febrero 2006



15. El Banco Central, desde que se inició la implementación del esquema de Metas Explícitas de Inflación en enero de 2002, ha mantenido una posición de estímulo monetario. Dicha posición ha sido consistente con el cumplimiento de la meta de inflación y con la recuperación de la actividad económica, luego del período recesivo que precedió la puesta en práctica del esquema.
16. En términos de niveles, la tasa de interés de referencia del mercado interbancario ha fluctuado entre 2,5 y 3,75 por ciento en los últimos tres años. El nivel más bajo (2,5 por ciento) estuvo vigente hasta julio de 2004, y entre octubre de 2004 y noviembre de 2005 la tasa de interés de referencia se ubicó en 3,0 por ciento. Las operaciones monetarias se han orientado a que la tasa de interés interbancaria se ubique en estos niveles de referencia.

El estímulo monetario se aprecia en los bajos niveles que ha registrado la tasa de interés interbancaria real (ex-post). Así, durante los tres últimos años, ésta ha sido inferior a 1,5 por ciento, y en 2004 fue incluso negativa.

17. El mayor dinamismo de la actividad económica, en particular a partir del cuarto trimestre del año y la mayor volatilidad al alza del tipo de cambio hicieron conveniente reducir el estímulo monetario con el fin de evitar presiones inflacionarias que pudieran afectar el cumplimiento futuro de la meta de inflación. En esta línea, entre diciembre de 2005 y febrero de este año, la tasa de interés de referencia se elevó 75 puntos base (25 puntos base en cada mes).

### RECUADRO 3 POSICIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

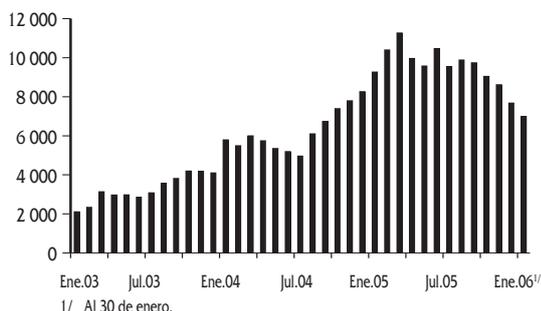
El Banco Central toma decisiones de política monetaria a través del establecimiento de un nivel de referencia para la tasa de interés del mercado interbancario. De esta forma, si existen presiones inflacionarias (deflacionarias), el Banco eleva (disminuye) la tasa de interés de referencia de manera preventiva con la finalidad de cumplir con su meta para la inflación de 2,5 por ciento, con un punto porcentual de tolerancia hacia arriba (3,5 por ciento) y hacia abajo (1,5 por ciento).

El cambio de régimen de política monetaria desde un esquema de control de agregados monetarios hacia uno de metas explícitas de inflación con una meta operativa de tasa de interés interbancaria implicó una menor volatilidad y una mayor predictibilidad de esta tasa de interés. Los años de aplicación del esquema de Metas Explícitas de Inflación, se han caracterizado por tasas de interés de referencia históricamente bajas, alcanzando un mínimo de 2,5 por ciento. Este nivel de tasas de interés ha sido compatible con una posición de impulso monetario inducido por el BCRP con la finalidad de afectar a las demás variables macroeconómicas, en particular a las tasas de interés nominales a distintos plazos y a las correspondientes tasas de interés reales, con los consecuentes efectos sobre la actividad económica y la inflación. La velocidad con que se efectúe un retiro del estímulo monetario dependerá de las condiciones domésticas de la economía. Es por ello que el Banco Central evalúa mensualmente su posición de política monetaria en función de toda la información que recibe acerca del estado de la economía.

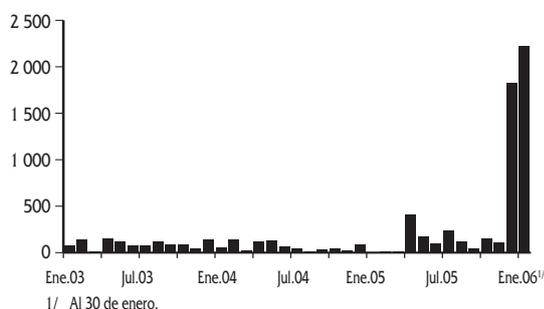
En el caso de Estados Unidos de Norteamérica, por ejemplo, los ajustes de la tasa de interés de referencia han sido continuos desde el segundo semestre de 2004 hasta la fecha para alcanzar un nivel neutral. Otros bancos centrales, como el europeo o el de Suecia, han realizado ajustes puntuales que no significan necesariamente un ciclo de alzas de sus tasas de interés. Asimismo, un retiro del estímulo monetario no significa pasar a una posición contractiva ya que esta última se refiere al caso de un alza de la tasa de interés que la ubique por encima de su nivel neutral o de tendencia de largo plazo, el que sería consistente con la necesidad de enfrentar un sobrecalentamiento de la economía con presiones inflacionarias que superen el rango meta. De igual manera, el retiro del estímulo monetario tampoco implicaría un aumento en la volatilidad de las tasas de interés interbancarias. Por el contrario, la reducción del impulso monetario corresponde a una economía que se ha recuperado de la recesión y ha superado el riesgo de caer en un ambiente deflacionario.



**Gráfico 9**  
**SALDO DE CDBCRP**  
(En millones de soles)



**Gráfico 10**  
**REPOS PROMEDIO EN EL MES**  
(En millones de soles)



18. Las operaciones monetarias del BCRP durante 2005 estuvieron orientadas a esterilizar la intervención en el mercado cambiario, de tal modo que esta última no afectase el comportamiento de la tasa de interés interbancaria en torno al nivel de referencia anunciado.

Hasta el tercer trimestre, las operaciones monetarias se orientaron a la esterilización de las compras de dólares mediante colocaciones de Certificados de Depósitos (CDBCRP). En el cuarto trimestre, en vista de la fuerte volatilidad al alza del tipo de cambio, el Banco intervino en el mercado cambiario a través de ventas de dólares y colocaciones netas de Certificados de Depósitos Reajustables (CDRBCRP), que totalizaron US\$ 784 millones.

El impacto monetario de estas intervenciones cambiarias fue compensado con el vencimiento de CDBCRP, cuyo saldo pasó de S/. 9,7 mil millones en setiembre a S/. 7,7 mil millones en diciembre, y con operaciones de compra temporal de CDBCRP y Bonos del Tesoro Público (repos), las que cerraron el año 2005 con un saldo de S/. 2 850 millones.

#### RECUADRO 4

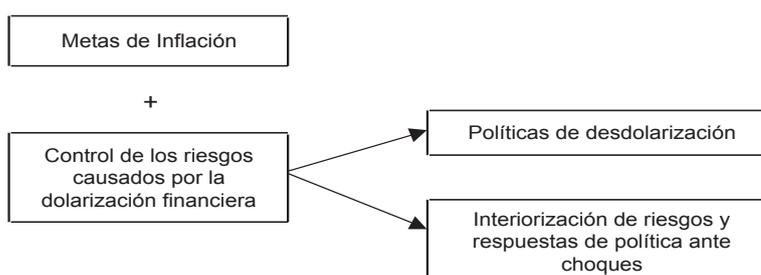
#### ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN EN UNA ECONOMÍA PARCIALMENTE DOLARIZADA

A la fecha, Perú es la única economía que ha implementado un esquema de metas explícitas de inflación en un entorno de alta dolarización financiera, con resultados altamente positivos en términos de inflación y de reducción de la dolarización. La dolarización financiera implica riesgos para la economía, pues genera dos tipos de descalce en el balance de los agentes económicos: de moneda y de plazos.

En el caso del descalce de moneda, se genera un riesgo de tipo de cambio. Las familias y empresas no financieras tienen, por lo general, ingresos en soles. Sin embargo, sus deudas con el sistema financiero están denominadas principalmente en dólares. Este descalce de monedas implica que una eventual depreciación significativa e inesperada del sol elevaría el monto de sus obligaciones (en términos de soles), sin un incremento similar en los ingresos. Este efecto se denomina “hoja de balance”.

En el caso del descalce de plazos, se genera un riesgo de liquidez. Si bien éste es un fenómeno inherente a los sistemas bancarios, el riesgo de liquidez es mayor cuando la intermediación no es en la moneda local, es decir, cuando el Banco Central que emite la moneda intermediada es extranjero.

#### ESQUEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA



Frente a estos riesgos, el Banco Central de Reserva ha tomado medidas que coadyuvan a enfrentarlos.

- a. Un primer grupo de medidas está orientado a reducir la dolarización financiera. Entre ellas se encuentran:
  - el propio esquema de metas de inflación, el que favorece la recuperación de la confianza en el sol, y
  - las que han coadyuvado al desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo en soles.
  
- b. Un segundo grupo de medidas es aquél orientado a que la economía cuente con una capacidad de respuesta adecuada en situaciones de fuertes presiones al alza sobre el tipo de cambio o de restricción de liquidez en dólares. Entre ellas se encuentran:
  - el alto nivel de reservas internacionales del BCRP,
  - un sistema bancario con un alto nivel de activos líquidos en moneda extranjera, y
  - el régimen de flotación cambiaria con intervenciones orientadas a reducir fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

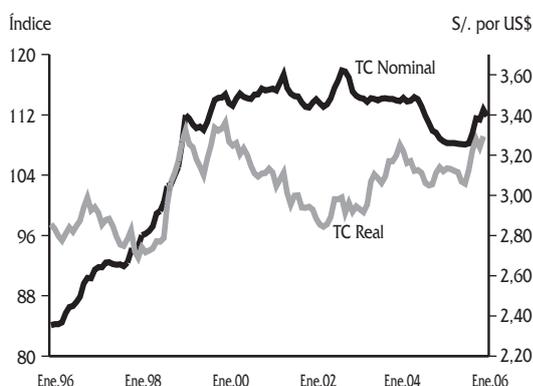
Además, una sólida posición fiscal y una adecuada supervisión bancaria contribuyen a reducir los riesgos asociados a la dolarización financiera.

---

### III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Luego de mostrar una tendencia apreciatoria desde el año 2003, entre agosto de 2005 y enero de 2006, el nuevo sol revirtió dicha tendencia desligándose de la evolución de sus fundamentos económicos del tipo de cambio (como el mantenimiento del resultado positivo de la balanza comercial); y vinculándose más a movimientos de portafolio entre monedas y a la incertidumbre política electoral. En la segunda mitad de enero, no obstante, se disiparon las presiones al alza sobre el tipo de cambio.

**Gráfico 11**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL**  
Enero 1996 - Enero 2006



19. El tipo de cambio nominal subió de S/. 3,28 por dólar en diciembre de 2004 a S/. 3,43 por dólar en diciembre de 2005, implicando una depreciación de 4,4 por ciento respecto al dólar norteamericano y de 1,9 por ciento respecto al promedio de las monedas de nuestros principales socios comerciales. En el año 2004, el nuevo sol se apreció en 5,5 por ciento respecto al dólar; y en 1,5 por ciento respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales.

**Cuadro 7**  
**VARIACION NOMINAL Y REAL DEL NUEVO SOL RESPECTO A MONEDAS DE PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES AL MES DE DICIEMBRE DE 2005**

	Nominal respecto a:		Real respecto a:	
	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2003	Dic. 2004
Estados Unidos	-1,3%	4,4%	0,3%	6,3%
Euro zona	-4,8%	-7,5%	-5,4%	-6,7%
Japón	-10,1%	-8,4%	-14,2%	-9,8%
Brasil	26,2%	24,1%	36,8%	29,3%
Reino Unido	-1,6%	-5,6%	-0,9%	-4,9%
Chile	15,8%	17,0%	17,2%	19,6%
China	1,1%	7,0%	0,7%	7,6%
Colombia	21,5%	10,7%	28,2%	14,3%
México	4,5%	10,1%	8,2%	12,1%
Argentina	-4,4%	2,0%	8,5%	12,9%
Corea	15,0%	7,3%	15,8%	8,5%
Taiwán	0,8%	1,0%	-0,3%	1,7%
Venezuela	-26,6%	-6,8%	-4,7%	5,0%
Canadá	11,4%	9,3%	10,7%	10,0%
Bolivia	-3,3%	5,4%	1,2%	9,1%
<b>Canasta</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,8%</b>

**Gráfico 12**  
**VARIACIÓN % DE COTIZACIONES DE MONEDAS DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR:2005**



## RECUADRO 5

### TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO EN EL PERÚ

El tipo de cambio nominal (TC) es el precio local de una moneda extranjera (por ejemplo, nuevo soles por cada dólar norteamericano) o de una canasta de monedas. El tipo de cambio real (TCR) puede expresarse como el precio relativo de los bienes foráneos respecto a los bienes domésticos:

$$TCR = \frac{TC.P^*}{P}$$

donde:

- P\*: índice de precios externo de los principales socios comerciales del país  
P: índice de precios al consumidor del Perú

Como consecuencia de las fluctuaciones cambiarias y de los precios, este índice del TCR es cambiante en el tiempo, afectando de esta manera la competitividad por monedas de los países. Si el TCR es alto (bajo) respecto a algún valor de equilibrio (o tipo de cambio real de equilibrio, TCRE), entonces los bienes domésticos son más baratos (caros) con relación a los bienes extranjeros. Dicho de otro modo, existe una situación de "subvaluación (sobreevaluación) real de la moneda".

El grado de subvaluación o sobreevaluación del TCR no es directamente observable y tiene que ser estimado de manera indirecta.

Existe más de una técnica posible para estimar el TCRE<sup>1/</sup>. Para el caso de economías emergentes como la peruana, uno de los métodos más empleados se denomina "Behavioral Equilibrium Exchange Rate" (o BEER, por sus siglas en inglés), es decir, se estima un Modelo de Comportamiento del TCRE<sup>2/</sup>. Este procedimiento está basado en la búsqueda de una relación de largo plazo entre el TCR y diversas variables que sean significativas para explicar su comportamiento. A este conjunto de variables se les denomina "fundamentos del TCR". El TCRE hallado bajo esta metodología sería entonces el nivel del TCR compatible con los equilibrios internos y externos de la economía, para unos valores de ciertos fundamentos macroeconómicos que pudiesen influir sobre aquellos equilibrios<sup>3/</sup>. Entre estas variables podemos mencionar:

**-Términos de intercambio:** un aumento de esta variable genera un efecto ingreso en la economía que eleva la demanda doméstica y, en consecuencia, el precio de los bienes no transables, lo cual induciría a una apreciación del TCR. El aumento de los términos de intercambio en los últimos dos años ha sido alrededor de 17 por ciento.

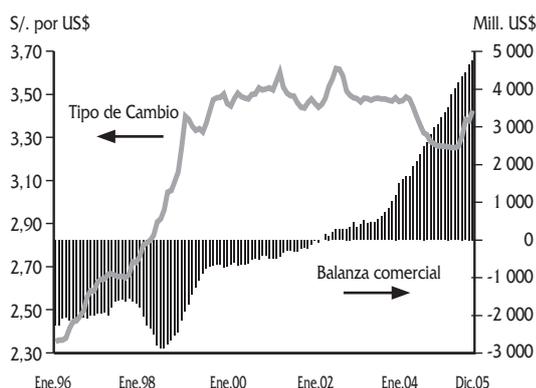
**-Ratio de productividad transable sobre no transable:** un aumento de productividad transable modifica las condiciones de oferta y demanda doméstica hacia mayores precios del sector no transable, lo que conduce a una apreciación del TCR.

**-Pasivos externos netos de mediano y largo plazo:** los países con pasivos externos netos elevados necesitan ganar competitividad y generar superávit en su cuenta comercial para poder pagar su deuda, por lo tanto, requieren de un tipo de cambio real de equilibrio más depreciado. Por lo tanto, existe una relación directa entre este fundamento y el TCR. En los últimos 2 años, los pasivos externos netos de mediano y largo plazo se han reducido de US\$ 27,6 mil millones a diciembre de 2003 a US\$ 25,5 mil millones a diciembre de 2005.

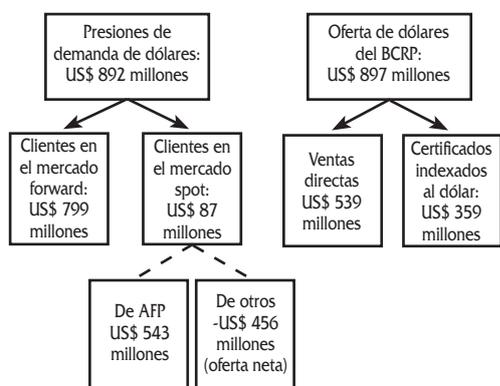
De acuerdo con estudios de Goldman Sachs<sup>4/</sup> y el Deutsche Bank<sup>5/</sup>, que emplearon distintas metodologías, hacia mayo de 2005 el TCR en el Perú se encontraba subvaluado en 6 y 4 por ciento, respectivamente.

- 
- 1/ Una revisión de las metodologías puede verse en Driver, R. y P. Wetaway (2004), "Concepts of Equilibrium Exchange Rates", Bank of England Working Paper No. 248.
  - 2/ Ver Clark, P. y R. MacDonald (1998), "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs", IMF Working Paper 98/67.
  - 3/ Ferreyra, J. y R. Herrada (2003), "Tipo de Cambio Real y sus Fundamentos: Estimación del desalineamiento", Revista de Estudios Económicos No. 10, Banco Central de Reserva del Perú.
  - 4/ Goldman Sachs (2005) "Merging GSDER and GSDEEMER: A Global Approach to Equilibrium Exchange Rate Modelling", Global Economics Paper No. 124.
  - 5/ Deutsche Bank (2005), "From Fundamentals to FX rates: An Equilibrium Real FX Model for EM Currencies", Global Market Research.
-

**Gráfico 13**  
**TIPO DE CAMBIO Y BALANZA COMERCIAL**  
Enero 1996 - Diciembre 2005

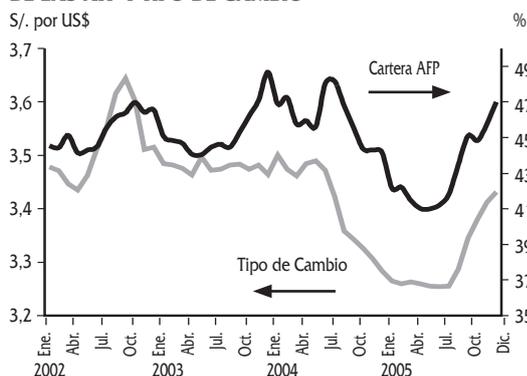


**Gráfico 14**  
**MERCADO CAMBIARIO**  
Agosto 2005 - Enero 2006



Fuente: Empresas bancarias.

**Gráfico 15**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL PORTAFOLIO DE LAS AFP Y TIPO DE CAMBIO**



En términos reales, el nuevo sol se ha depreciado 6,3 por ciento con respecto al dólar norteamericano y 3,8 por ciento con respecto a la canasta de monedas de nuestros principales socios comerciales. A la depreciación nominal antes mencionada se sumó el diferencial de inflaciones (3,4 por ciento en Estados Unidos de Norteamérica, 3,4 por ciento en socios comerciales, versus 1,5 por ciento local).

La evolución del tipo de cambio real estuvo influida por la apreciación del dólar en los mercados internacionales, luego de haberse depreciado durante los últimos años, debido a las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica y al mayor diferencial de tasas de interés a favor del dólar.

20. Durante el año 2005, el tipo de cambio nominal presentó una evolución mixta. En la primera mitad se registró un comportamiento descendente, básicamente por los favorables desarrollos de las cuentas externas y por el contexto regional estable.

Entre agosto del año pasado y enero del presente año, el tipo de cambio osciló entre S/. 3,25 y S/. 3,45 por dólar asociado a la continuidad del proceso de recomposición de portafolio de los inversionistas (institucionales principalmente) y a la incertidumbre generada por el inicio del proceso electoral de las elecciones presidenciales de 2006. En este periodo, la presión por demanda de moneda extranjera en el mercado cambiario correspondió principalmente a operaciones forward de US\$ 799 millones y por compras en el mercado al contado de las AFP por US\$ 543 millones. Esta demanda fue compensada por ventas directas por parte del BCRP por US\$ 539 millones y colocación de CDRBCRP por US\$ 359 millones.

**Cuadro 8**  
**MERCADO CAMBIARIO**  
(Millones de US\$)

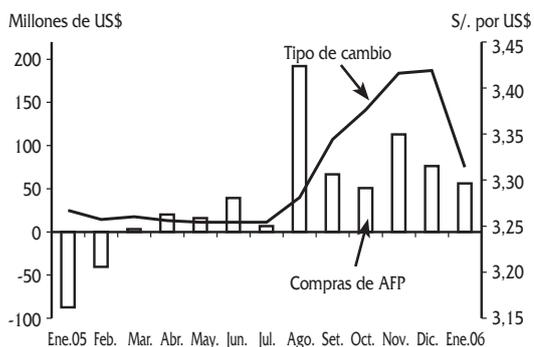
Mes	Operaciones de la banca 1/			Flujo Posición de cambio de la Banca	Operaciones del BCRP 1/		TC Fin de Periodo
	Mercado Forward	Mercado Spot AFP	Mercado Spot Total		Intervención Venta Spot	Colocación CDR	
Prom. Ene-Jun.05	58	8	297	3	-353	0	3,254
Jul.05	361	-7	452	49	-765	0	3,254
Ago.	211	-192	-43	-46	-214	0	3,281
Set.	37	-66	-35	-31	-33	0	3,344
Oct.	-105	-51	67	45	34	50	3,376
Nov.	-107	-113	122	68	53	0	3,416
Dic.	-525	-76	-78	40	345	300	3,419
Ene. 06 2/	-309	-45	-118	-69	355	9	3,307

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

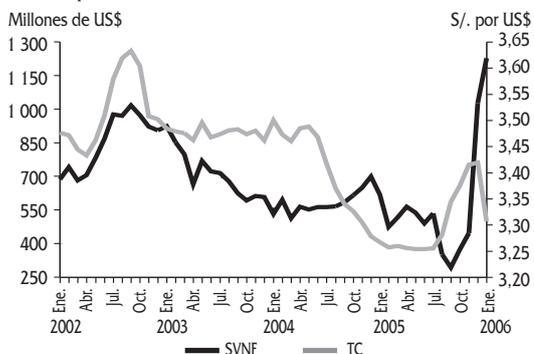
2/ Datos preliminares.

Fuente: Empresas bancarias.

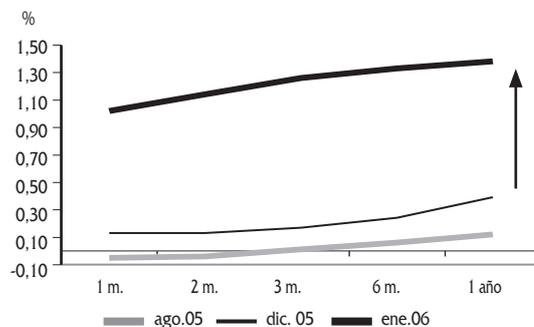
**Gráfico 16**  
**COMPRAS DE DÓLARES DE LAS AFP Y**  
**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO**



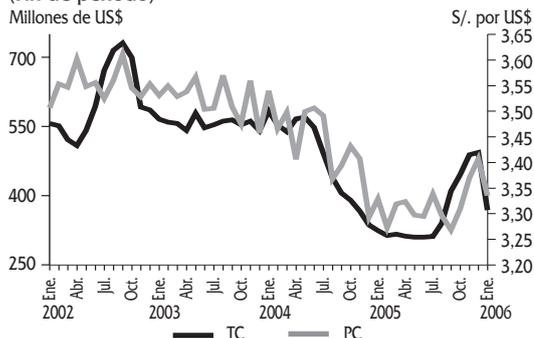
**Gráfico 17**  
**SALDO VENTA NETA FORWARD (SVNF)**  
**Y TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO**  
(Fin de período)



**Gráfico 18**  
**DIFERENCIALES TASAS FORWARD: COTIZACIÓN VENTA**



**Gráfico 19**  
**POSICIÓN DE CAMBIO DE LA BANCA**  
**Y TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO**  
(Fin de período)



En el mes de enero, inicialmente continuó la tendencia depreciatoria del nuevo sol, alcanzando un valor máximo de S/. 3,447 por dólar al cierre del 12 de enero (depreciación de 0,8 por ciento respecto al cierre de 2005). A partir de dicha fecha se observaron presiones a la baja sobre el tipo de cambio, cerrando en S/. 3,307 por dólar (apreciación de 3,3 por ciento respecto al cierre de 2005).

21. La evolución del tipo de cambio estuvo afectada por los siguientes factores:

a. **Dolarización del portafolio de las AFP:** el coeficiente de dolarización del portafolio de las AFP, que había descendido desde 44 por ciento en diciembre 2004 hasta 41 por ciento en junio de 2005, se elevó a 47 por ciento en diciembre de 2005.

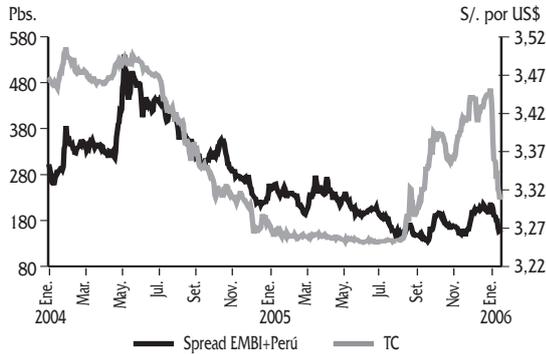
Cabe precisar que en los meses de agosto y noviembre, las AFP invirtieron un total de US\$ 515 millones en cuatro fondos de instrumentos estructurados en moneda extranjera, los cuales contienen un porcentaje de activos externos que son tratados como inversión local por norma del regulador.

b. **Operaciones forwards:** las mayores expectativas de depreciación habrían generado una demanda de instrumentos de cobertura contra el riesgo cambiario (operaciones de forward venta), en particular durante diciembre. Parte de dichas operaciones provino de inversionistas extranjeros que adquirieron bonos soberanos en el mercado doméstico y que no habían efectuado la cobertura de sus posiciones. Así, el saldo de ventas netas forward pasó de US\$ 699 millones en diciembre de 2004 a US\$ 1 027 millones en diciembre de 2005 (US\$ 328 millones). Esta demanda por contratos forwards continuó en enero de 2006 (el saldo de ventas forwards llegó a US\$ 1 229 millones al 31 de enero). De dicho monto, se estima que el 68 por ciento corresponde a no residentes en diciembre.

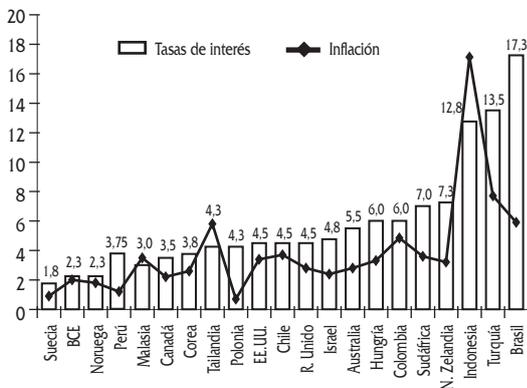
Entre agosto de 2005 y enero de 2006, el costo financiero de los contratos forward venta (contra riesgo de depreciación) se elevó debido a que se redujo el diferencial de tasas de interés entre soles y dólares. En enero, los diferenciales de tasas de interés continuaron con la tendencia creciente a lo largo de toda la curva, alcanzando niveles similares a los registrados en el primer semestre de 2005.

c. **Posición de cambio de la banca:** entre agosto y diciembre de 2005, a todas estas presiones de demanda (spot y forward) del público, se sumó la demanda de la banca para elevar su posición de cambio, la cual aumentó en US\$ 76 millones, al pasar de US\$ 404 millones a US\$ 480 millones. En enero de

**Gráfico 20**  
**TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS**  
Enero 2004 - Enero 2006



**Gráfico 21**  
**TASAS DE INTERÉS DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN**  
(En porcentaje)



2006, la banca disminuyó su posición de cambio en US\$ 69 millones, a US\$ 411 millones.

d. **Riesgo país:** Durante 2005, el riesgo país presentó una tendencia decreciente hasta octubre cuando alcanzó su nivel más bajo el 3 de octubre (134 pbs). Posteriormente, la coyuntura electoral influyó en la evolución del riesgo país, el cual se incrementó a 163 pbs en noviembre y a 206 pbs al cierre de diciembre. Sin embargo, durante la segunda mitad de enero de 2006 este indicador se ha reducido hasta llegar a 160 pbs a fines de dicho mes.

22. El alza de las tasas de interés de corto plazo en dólares pudo también haber acentuado el fortalecimiento del dólar al igual que lo sucedido con otras monedas en 2005. Al igual que en el caso peruano, las tasas de interés de países como Suecia, el Banco Central Europeo, Noruega y Canadá, entre otros, se encuentran por debajo de la tasa anunciada por la FED y en algunos casos con un diferencial de tasas de interés de corto plazo aún mayor que el del Perú. Esto debido a que cada banco central establece sus niveles de tasas de referencia en función del comportamiento de la inflación de sus respectivos países.

**RECUADRO 6**

**TIPO DE CAMBIO Y DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS**

Uno de los determinantes teóricos que busca explicar las fluctuaciones de precios de una moneda respecto a otra es la paridad descubierta de tasas de interés (PDI). Ésta señala que la depreciación esperada de la moneda local se relaciona con los diferenciales de tasas de interés considerando una estructura de tasas de corto y largo plazo. Así, la evolución futura del tipo de cambio dependerá de la información que proporcionen las tasas de interés del mercado.

La evidencia empírica internacional muestra que el diferencial de tasas de interés en el corto plazo no es útil para predecir los movimientos del tipo de cambio. En un estudio reciente Chinn y Meredith (2005)<sup>1/</sup> encuentran que para plazos cortos (3, 6 y 12 meses) el diferencial de tasa de interés de bonos del gobierno no predice los cambios en el tipo de cambio con respecto al dólar estadounidense para una muestra de países desarrollados (Alemania, Japón, Reino Unido, Italia, y Canadá).

Esta conclusión se deriva de pruebas empíricas realizadas de la teoría de la Paridad Descubierta de Tasas de Interés (PDI). Esta se define como la relación entre la tasa de interés de activos en moneda nacional y la tasa correspondiente a activos idénticos<sup>2/</sup>, pero denominados en moneda extranjera, cuando existe arbitraje en el mercado de capitales y los inversionistas son neutrales al riesgo. Si se denota la tasa de interés en moneda nacional como  $i_t$ , la tasa en moneda extranjera como  $i_t^*$  y la devaluación esperada como  $\tilde{e}_t$  la PDI puede escribirse como <sup>3/</sup>:

$$i_t = i_t^* + \tilde{e}_t \quad (1)$$

que indica que la tasa de interés nominal en soles debe ser equivalente a la tasa en moneda extranjera más la devaluación esperada.

La relación de la PDI se puede expresar en función de las tasas de interés futuras, siendo estas tasas futuras también relevantes para el análisis. La idea es que el inversionista observa no sólo el rendimiento de las tasas de muy corto plazo (como son por ejemplo las tasas de referencia de política monetaria), sino que toma en cuenta toda la estructura de tasas de interés por plazos. Por tanto, la ecuación anterior se puede a su vez desarrollar para períodos sucesivos hasta determinar la evolución del tipo de cambio en función de la trayectoria esperada de diferenciales de tasas de interés entre una moneda y otra, y donde el diferencial actual es un componente más.

Para explicitar esta relación expresemos la devaluación esperada  $\tilde{e}_t = \tilde{E}_{t+1} - E_t$  como la diferencia entre el tipo de cambio esperado para el periodo  $t+1$  ( $\tilde{E}_{t+1}$ ) y el tipo de cambio actual ( $E_t$ ), ambos en logaritmos. Al despejar el tipo de cambio de la ecuación (1) se obtiene:

$$E_t = \tilde{E}_{t+1} - (i_t - i_t^*) \quad (2)$$

si adelantamos esta expresión un periodo y tomamos expectativas se obtiene  $\tilde{E}_{t+1} = \tilde{E}_{t+2} - (\tilde{i}_{t+1} - \tilde{i}_{t+1}^*)$  donde  $\tilde{E}_{t+2}$  es el tipo de cambio esperado para el periodo  $t+2$  y  $(\tilde{i}_{t+1} - \tilde{i}_{t+1}^*)$  es el diferencial de tasas de interés esperado para el periodo  $t+1$ , lo que permite rescribir (2) como:

$$E_t = \tilde{E}_{t+2} - (\tilde{i}_{t+1} - \tilde{i}_{t+1}^*) - (i_t - i_t^*) \quad (3)$$

esta expresión nos indica que el nivel del tipo de cambio corriente depende del diferencial de tasas corrientes ( $i_t - i_t^*$ ) del diferencial esperado de tasas ( $\tilde{i}_{t+1} - \tilde{i}_{t+1}^*$ ) y de la expectativa del tipo de cambio a dos periodos  $\tilde{E}_{t+2}$ . Si se sigue iterando hacia el futuro  $k$  periodos, se puede expresar el tipo de cambio corriente como función de los diferenciales esperados de tasas de interés para dicho horizonte de proyección:

$$E_t = \tilde{E}_{t+k} - \sum_{j=1}^{k-1} (\tilde{i}_{t+j} - \tilde{i}_{t+j}^*) - (i_t - i_t^*) \quad (4)$$

la ecuación (4) nos dice que el impacto del diferencial corriente de las tasas de interés en el tipo de cambio será poco significativo si se espera que dicho diferencial se revierta en el futuro.

Para contrastar empíricamente la PDI se requiere convertir la igualdad (1) en una ecuación de regresión que toma la forma:

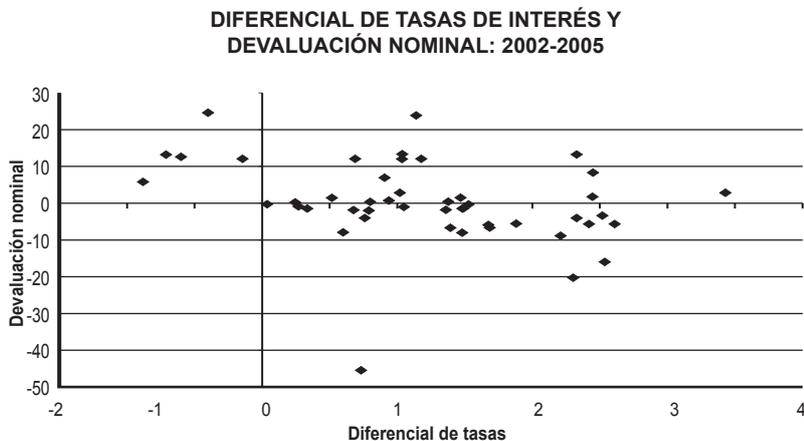
$$\tilde{e}_t = \alpha + \beta (i_t - i_t^*) + \mu_t \quad (5)$$

Claramente, la PDI se cumpliría si  $\alpha = 0$ ,  $\beta = 1$  y el choque estocástico  $\mu$ , se comportara como un simple error estadístico (ruido blanco). Ahora bien, como la devaluación esperada no es observable directamente, resulta necesario hacer un supuesto sobre la forma en que los inversionistas forman expectativas sobre el tipo de cambio. El supuesto estándar (empleado en el trabajo de Chinn y Meredith, 2005) es que los agentes no se equivocan de manera sistemática al proyectar el futuro, de modo que la devaluación observada ( $e_t$ ) no sería sino la suma de la devaluación esperada ( $\tilde{e}_t$ ) más un error de proyección ( $\varepsilon_t$ ), lo que permite escribir la regresión anterior (5) como:

$$e_t = \alpha + \beta (i_t - i_t^*) + \mu_t + \varepsilon_t$$

Al estimar esta ecuación<sup>4/</sup> Chinn y Meredith, 2005 encontraron que el valor estimado de  $\beta$  varía entre -0,76 si se usan tasas de interés a 3 meses y -0,54 con tasas de interés a 12 meses, lo que es evidencia que la PDI no opera en plazos cortos. Esto es, para plazos cortos no es razonable utilizar el diferencial de tasas de interés para predecir la variación del tipo de cambio. Cuando los autores ampliaron el plazo a 5 años encontraron que el coeficiente  $\beta$  estimado no difiere en forma significativa del valor teórico 1, lo que evidencia que la PDI es una condición de equilibrio en los mercados de capital que opera en plazos largos.

En el caso del Perú, el siguiente gráfico muestra que no hay una relación sistemática entre el diferencial de tasas de interés y la devaluación nominal<sup>5/</sup>.



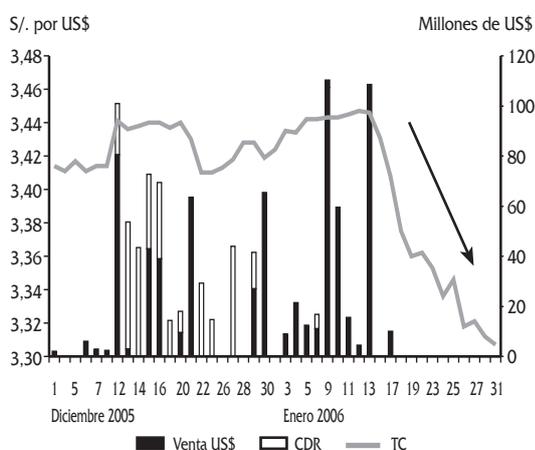
Asimismo, al estimar una ecuación similar a la de Chinn y Meredith para el caso peruano se encontró un valor estimado preliminar para el coeficiente  $\beta$  de -0,2 lo que es consistente con la evidencia encontrada en otros países. De ser válida la PDI, una depreciación esperada anual de 1 por ciento correspondería a un diferencial de tasas de interés de 1 por ciento, mientras que la depreciación registrada en el segundo semestre fue de 5,5 por ciento.

Esto muestra que en el corto plazo las desviaciones de la PDI pueden deberse a una serie de otros factores fundamentales que complementan al diferencial de tasas de interés, tales como riesgo país, el diferencial del crecimiento entre países, la balanza comercial, variables de saldo como por ejemplo la posición de pasivos netos de un país, variables que explican el movimientos de activos, entre otros podrían ayudar a explicar la relación entre diferenciales de tasas de interés y el tipo de cambio nominal.

En resumen, observar el diferencial de tasas de interés como indicador de movimientos del tipo de cambio en el corto plazo no es apropiado desde el punto de vista conceptual y tampoco es avalado por la evidencia empírica.

- 1/ Chinn, Menzie D. y Guy Meredith (2005), "Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the post-Bretton Woods Era", National Bureau of Economic Research, Working Paper 11077.
- 2/ Es decir, con el mismo nivel de riesgo, plazo, costos de transacción, tratamiento tributario, y cualquier otra característica financiera relevante.
- 3/ Luego de algunas simplificaciones. La derivación de esta ecuación se encuentra en libros de texto como Blanchard O. (2003) "Macroeconomics" Prentice Hall.
- 4/ Usando el Método Generalizado de Momentos para corregir el error estándar de los estimadores.
- 5/ Las tasas de interés corresponden a la interbancaria en moneda nacional y la tasa de la FED. La devaluación nominal es la del tipo de cambio interbancario venta a fin de periodo. Las tasas de interés y devaluación se expresan en términos anualizados.

**Gráfico 22**  
**TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO (CIERRE)**  
**E INTERVENCIÓN DEL BCRP: DIC.05-ENE.06**



23. Por su parte, el BCRP intervino en el mercado cambiario a través de compras directas por US\$ 3 130 millones entre enero y setiembre de 2005. Luego, en el contexto de fuertes presiones depreciatorias de la moneda doméstica el BCRP intervino tanto a través de ventas directas (US\$ 786 millones) cuanto a través de la emisión de Certificados de Depósitos Reajustables -CDRs- (US\$ 359 millones) entre octubre de 2005 y enero de 2006. Vale resaltar que el mayor porcentaje de dicha intervención se realizó entre diciembre último y enero del presente año.

En este bimestre, el BCRP intervino por US\$ 1 009 millones, de los cuales US\$ 700 millones correspondieron a ventas directas y US\$ 309 millones fueron colocaciones de CDRs. En la segunda quincena de enero, el tipo de cambio revirtió la tendencia alcista pasando de S/. 3,45 a S/. 3,31 por dólar a la par que el público desaceleró el ritmo de sus demandas por dólares forwards. A ello se agregó el mayor flujo de moneda extranjera por menor posición de los bancos. En este período de retorno a la calma, la bolsa observó ganancias por 18 por ciento y el riesgo país disminuyó 59 pbs. El BCRP realizó su última venta de dólares en el mercado cambiario el día 17 de enero.

## RECUADRO 7 INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL: ASPECTOS CONCEPTUALES Y OPERATIVOS

### **Burbujas especulativas en el mercado cambiario y la reacción del Banco Central**

El tipo de cambio, además de representar el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica constituye el precio de un activo financiero. Los precios de los activos financieros se caracterizan por ser altamente volátiles debido a que incorporan las expectativas futuras de sus determinantes fundamentales. Formalmente, este precio constituye el valor presente neto de los rendimientos futuros esperados del activo. Idealmente, las expectativas sobre el valor futuro del mismo deberían reflejar únicamente el valor esperado de sus fundamentales, en el caso del tipo de cambio, flujo de capitales, niveles de inflación doméstica y externa, por ejemplo.

Sin embargo, es usual que los mercados incorporen también expectativas que no se basan en la evolución esperada de los fundamentales, situación que se conocen como "burbujas"<sup>17</sup>. Éstas se alimentan del comportamiento irracional y emotivo de los participantes de mercado<sup>21</sup>. En algunos casos este comportamiento se magnifica porque un grupo de participantes del mercado, usualmente los menos informados, sigue ciegamente la evolución del mismo, liderada por agentes más informados con capacidad para influenciar el precio de mercado. Este tipo de estrategias se denomina usualmente como "comportamiento de manada" en los mercados financieros

Cuando existen burbujas, el precio del activo puede seguir una trayectoria inestable alejándose de manera persistente de sus fundamentales. Esto debido a que los especuladores continúan comprándolo a pesar de estar sobrevaluado porque consideran que la burbuja continuará y podrán realizar ganancias antes que ésta colapse. La burbujas financieras generan periodos de alta volatilidad en los precios de los activos que pueden ocasionar crisis financieras, cambiarias y en el mercado de valores. El tipo de cambio, al ser el precio de un activo financiero también esta sujeto a burbujas que generan periodos de alta volatilidad, los mismos que afectan negativamente al sistema financiero y al sector real de la economía, especialmente en economías dolarizadas<sup>3</sup>.

La teoría y la práctica de la política monetaria reconoce que la intervención del Banco Central es necesaria para aminsonar los efectos negativos de fluctuaciones abruptas en los precios de los activos sólo en la medida que afecten los objetivos finales de la política monetaria tales como la inflación y el producto. Es decir, los precios de activos o el tipo de cambio sólo resultan importantes en tanto provean de señales de presiones inflacionarias (ver Bernake y Gertler, 2000).

Sin embargo, cuando potenciales cambios abruptos en los activos pueden generar costos significativos como crisis financieras o en el caso de economías dolarizadas situaciones de insolvencia generalizada, la intervención del Banco Central está justificada. Así por ejemplo, después de la declaratoria de mora de la deuda Rusa, en agosto de 1998, el comité de operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica, decidió bajar las tasas de interés a pesar de que la economía no mostraba signos de presiones deflacionarias para evitar que el nerviosismo generado por la moratoria de deuda genere efectos negativos en el sistema financiero indujera el colapso de la burbuja en el mercado de activos. Con este comportamiento la Reserva Federal mostraba su preocupación por reducir la probabilidad que se materialice un riesgo altamente costoso, la potencial crisis financiera, aún a expensas de aumentar la probabilidad de una mayor inflación.

Contribuciones recientes de Hansen y Sargent (2004), y Svensson, (2000) explican este comportamiento de la Reserva Federal frente a fluctuaciones abruptas de los precios de los activos, como un comportamiento prudente de política monetaria que toma en cuenta explícitamente los riesgos asociados a la realización de eventos poco probables, pero altamente costosos.

En el caso de economías dolarizadas, burbujas en el tipo de cambio, al igual que burbujas en los precios de los activos financieros en economías desarrolladas, puede generar costos asimétricos importantes que justifican que el banco central intervenga limitando su volatilidad. De esta manera, la intervención del Banco Central en el mercado cambiario busca minimizar la probabilidad que un incremento abrupto en el tipo de cambio, debido al proceso de dolarización de la economía, genere altos costos en términos de insolvencia de empresas, y de menor estabilidad en el sistema financiero. Este tipo de intervenciones, son por tanto, consistentes con una política monetaria prudente.

---

## Aspectos operativos de la intervención cambiaria

Canales-Kriljenko, Guimaraes y Karacadag (2003) analizan los aspectos operativos a los que se enfrenta el Banco Central cuando decide intervenir en el mercado cambiario. Usualmente se presenta un dilema de política monetaria (tasa de interés versus tipo de cambio) en economías emergentes con régimen de flotación cambiaria.

Estos autores proponen las siguientes recomendaciones para una mejor práctica de la intervención cambiaria:

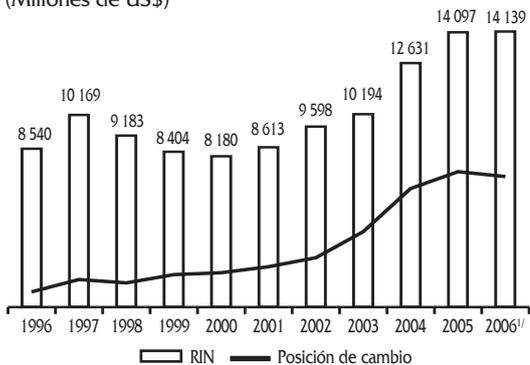
- El éxito de la intervención está ligado a la consistencia de dicha operación con los objetivos macroeconómicos principales. En línea con el esquema de metas de inflación, la variable más importante es la credibilidad del Banco Central. Así, resulta impráctico plantear una regla de intervención, puesto que podría percibirse que el tipo de cambio es más importante que la inflación, lo que disminuiría la credibilidad. En vista de esto, se apela a la discrecionalidad de las autoridades monetarias.
- El Banco Central necesita de cierta discrecionalidad para determinar el monto y el instante en el cual se debe intervenir para adecuarse a las condiciones del mercado. Las intervenciones basadas en reglas pueden ser apropiadas en determinadas circunstancias en el corto plazo. En el largo plazo esto no es necesario, dado que ya se cuenta con un ancla nominal (inflación).
- Los bancos centrales deben ser cautos en sus intervenciones dado que los desalineamientos del tipo de cambio son bastante difíciles de identificar. Asimismo, las intervenciones para reducir la volatilidad cambiaria no deben defender un nivel explícito.
- La determinación del monto y el momento de la intervención resulta un ejercicio subjetivo, que depende principalmente de los choques que afecten a la economía.
- La intervención debe ser transparente y claramente especificada (tipo de instrumento) para garantizar la credibilidad del Banco Central. No obstante, esto no quiere decir que el Banco Central debe revelar sus tácticas de negociación al mercado, porque implicaría una pérdida de eficiencia en la intervención (en términos de monto y número de intervenciones).
- Las acciones para una buena práctica de las intervenciones se encuentran ligadas a las condiciones específicas de cada país, en donde podemos mencionar a la credibilidad propia del Banco Central, así como su participación en el mercado.

## Referencias

- Bernanke B. y M. Gertler, (2000) "Monetary Policy and Asset Price Volatility" NBER working paper.
- Canales-Kriljenko, Guimaraes y Karacadag (2003) "Official Intervention in the Foreign Exchange Market - Elements of Best Practice", IMF Working Paper WP/03/152.
- Hansen, Lars y Thomas Sargent, 2004, "Robust Control and Economic Model Uncertainty". Princeton University Press.
- Meese, R, 1986, "Testing for bubbles in Exchange Markets: A case of sparkling rates?", *Journal of Political Economy*, 94, pp 345-73.
- MacDonald, R y Mark Taylor, 1993, "Risk, Efficiency and Excessive Speculation in the Deutschmark-US Dollar Exchange Market: Some Evidence using Survey Data", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 50, pp 107-123.
- Svensson, Lars, 2000, "Robust Control Made Simple" Princeton University Press.
- Shiller, Robert, 2000, "Irrational Exuberance". Princeton University Press.
- Walsh, Carl, 2004, "Precautionary Policies", *RFBSF Economic Letter*, N° 2004-05.

- 
- 1/ En los mercados financieros las burbujas se conocen como "Exhuberancia Irracional". Término acuñado por Alan Greenspan para describir el momento más intenso de un ataque especulativo en los mercados financieros, para mayores referencias, ver, Shiller, 2000. Hay que precisar que no todas las burbujas financieras son necesariamente irracionales (Bernanke y Gertler, 2000).
  - 2/ La literatura de finanzas del comportamiento del inversor "Behavioral Finance"- (ver Thaler R., "Advance in Behavioral Economics", 1993) señala que entender el comportamiento tanto de agentes racionales como irracionales es importante para explicar los movimientos de los activos. Es decir, para entender el mercado es clave considerar el efecto de un comportamiento irracional de un grupo de agentes. Asimismo, modelos de "decisión irracional" en línea de Tversky y Kahneman ("The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", 1981, *Science* 453-458) pueden ayudar a explicar el comportamiento de mercados especulativos.
  - 3/ Evidencia empírica que muestra la existencia de burbujas en el mercado del dólar y la libra esterlina se encuentra en Meese (1986) y para otros mercados similares en MacDonald y Taylor (1993).
-

**Gráfico 23**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
**Y POSICIÓN DE CAMBIO**  
 (Millones de US\$)



1/ A enero.

24. A pesar de ello, las reservas internacionales netas del BCRP se incrementaron en US\$ 1 466 millones, alcanzando un saldo de US\$ 14 097 millones al cierre de diciembre, este resultado se explica principalmente por mayores depósitos del sistema financiero por US\$ 1 250 millones y por compras netas de dólares por US\$ 767 millones, compensado por retiro de depósitos del sector público por US\$ 587 millones. Asimismo, las compras netas de dólares han permitido elevar la posición de cambio del BCRP en US\$ 811 millones (saldo de US\$ 7 450 millones a fin de año). En enero de 2006, las reservas internacionales netas del BCRP se han elevado a un saldo de US\$ 14 139 millones, a pesar de una reducción de la posición de cambio en US\$ 230 millones (saldo de US\$ 7 220 millones).

## IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

### IV.1 Tasa de interés del mercado bancario

*Las tasas de interés tuvieron un comportamiento mixto. Mientras que las tasas de interés activas promedio en soles se redujeron a lo largo del año, las tasas de interés de préstamos a empresas corporativas y las de operaciones pasivas de corto plazo registraron alzas en los últimos meses.*

25. La tasa de interés activa preferencial corporativa a noventa días y la de depósitos hasta treinta días experimentaron alzas, pasando la primera de 3,8 por ciento en agosto a 4,4 por ciento en diciembre y a 5,1 por ciento en enero, en tanto que la segunda pasó de 3,2 por ciento en agosto a 3,6 por ciento en diciembre y a 4,2 por ciento en enero.

Los incrementos de la tasa de interés activa preferencial corporativa a noventa días y la de depósitos hasta treinta días excedieron los aumentos de la tasa de interés de referencia en diciembre y enero. El alza de las tasas de interés de corto plazo hasta tres meses responde a la mayor demanda de fondeo en soles por parte de los bancos para cubrir sus compras de dólares en el mercado cambiario y el aumento de sus posiciones forward en moneda extranjera (concentrándose en plazos de tres meses). A ello se añade la aceleración del crecimiento de la demanda de créditos en soles.

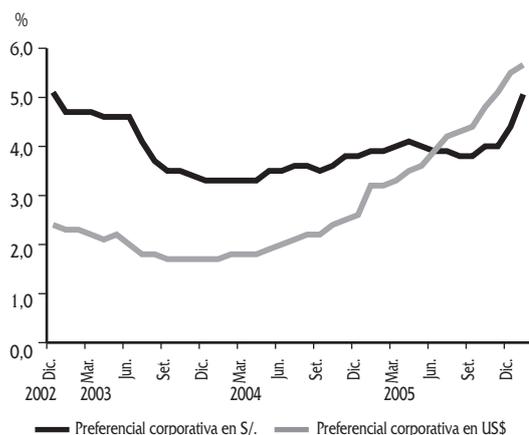
26. Las demás tasas de interés activas registraron descensos hasta diciembre, lo que estaría relacionado con la disminución de la morosidad y con la percepción de un menor riesgo, dado el dinamismo de la actividad económica. En el caso de las tasas de interés pasivas, éstas permanecieron relativamente estables hasta diciembre, a excepción del tramo de corto plazo. En enero, luego del segundo aumento de la tasa de interés de referencia del BCRP, la mayor parte de las tasas de interés activas y pasivas empiezan a mostrar aumentos.

### Cuadro 9 TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL Y EN MONEDA EXTRANJERA

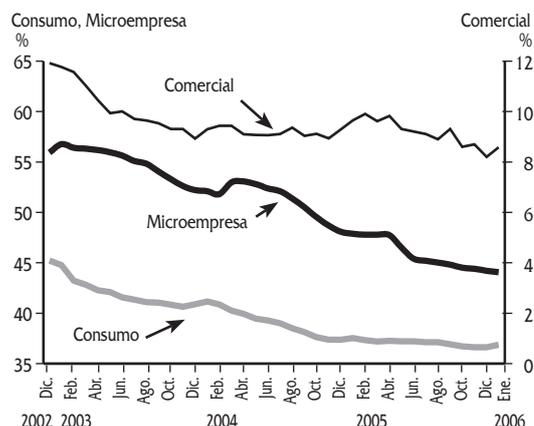
(En porcentajes)

	Moneda nacional					Moneda extranjera					Diferencial				
	Dic. 2004	May. 2005	Ag. 2005	Dic. 2005	Ene. 2006	Dic. 2004	May. 2005	Ag. 2005	Dic. 2005	Ene. 2006	Dic. 2004	May. 2005	Ag. 2005	Dic. 2005	Ene. 2006
1. Interbancaria y FED funds rate	3,00	3,00	3,00	3,25	3,50	2,20	3,00	3,50	4,25	4,50	0,8	0,0	-0,5	-1,0	-1,0
2. Depósitos hasta 30 días	3,1	3,3	3,2	3,6	4,3	2,1	2,8	2,9	3,6	3,7	1,0	0,5	0,2	-0,1	0,6
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,2	3,4	3,6	3,6	3,9	1,7	1,9	2,4	2,9	3,0	1,5	1,5	1,2	0,7	0,9
4. Activa preferencial corporativa	3,8	4,0	3,8	4,4	5,1	2,6	3,6	4,3	5,5	5,7	1,2	0,4	-0,5	-1,1	-0,6
5. Activa promedio hasta 360 días	14,7	15,1	15,2	13,9	14,9	7,7	8,2	8,7	9,4	9,7	7,0	6,9	6,4	4,6	5,2
6. Activa promedio estructura constante	18,2	18,1	17,7	17,0	17,2	9,4	9,7	9,8	10,3	10,4	8,8	8,4	7,9	6,7	6,8

**Gráfico 24**  
TASAS DE INTERÉS PREFERENCIALES CORPORATIVAS A TRES MESES



**Gráfico 25**  
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA DOMÉSTICA DE LOS CRÉDITOS A LA MICROEMPRESA, DE CONSUMO Y COMERCIALES



27. El diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares disminuyó en los últimos meses de 2005. Esto se encuentra relacionado con el hecho que la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica incrementó su tasa de interés de referencia en 50 puntos base entre setiembre y diciembre de 2005, lo que indujo al alza a las tasas de interés en dólares en el mercado local; en tanto que el BCRP realizó un aumento de su tasa de interés de referencia en este período de 25 puntos base.

28. En enero de 2006, luego del incremento adicional de 25 puntos base en la tasa de interés de referencia del BCRP, el diferencial de tasas de interés revirtió la tendencia decreciente en casi todos los plazos. Así, por ejemplo, en el caso de la tasa de interés de los depósitos a plazo de 31 a 180 días, el diferencial disminuyó de 1,2 puntos porcentuales en agosto a 0,7 puntos porcentuales en diciembre; sin embargo, ello se revirtió cuando este diferencial se incrementó a 0,9 puntos porcentuales en enero de 2006.

29. El diferencial en la tasa de interés activa promedio mantuvo una tendencia decreciente en el año 2005, reduciéndose de 8,8 puntos porcentuales en diciembre de 2004 a 7,9 puntos porcentuales en agosto de 2005, y a 6,7 puntos porcentuales en diciembre. Esto se debió al incremento de las tasas de interés en dólares, relacionado con el alza de las tasas de interés internacionales, y a la reducción de las tasas de interés en soles, consistente con la percepción de las empresas bancarias de un menor nivel de riesgo crediticio de los agentes económicos.

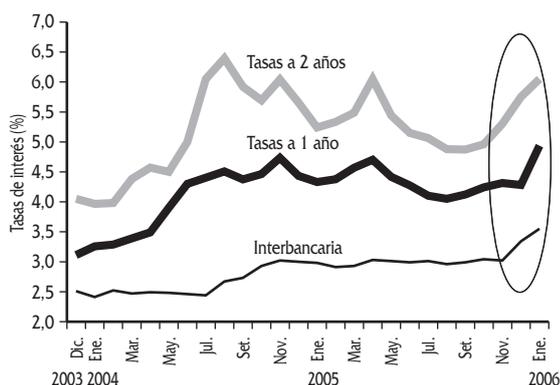
30. Para ilustrar la reducción de la percepción que las empresas bancarias tienen sobre el riesgo crediticio de los agentes económicos, se puede observar la trayectoria de las tasas

de interés de los préstamos otorgados a los prestatarios de mayor riesgo. En el caso de la tasa de interés promedio que las empresas bancarias cobran por préstamos en soles a las microempresas, ésta cayó desde 48,1 por ciento en diciembre de 2004 a 44,1 por ciento en enero de 2006.

#### IV.2 Mercado de renta fija

Entre setiembre de 2005 y la primera quincena de enero de 2006, las tasas de interés de los CDBCRP y de los bonos soberanos emitidos por el Tesoro Público (BTP) mostraron una tendencia creciente, revirtiéndose la disminución observada entre abril y agosto del mismo año. En el caso de los BTP, durante la segunda quincena de enero se han registrado disminuciones en sus tasas de interés, en un contexto en que las expectativas de depreciación del nuevo sol han descendido.

**Gráfico 26**  
**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO EN SOLES DE TÍTULOS PÚBLICOS**



31. La mayor fortaleza de la moneda local observada en la primera mitad del año hizo posible que se redujeran de manera significativa las tasas de interés en soles de los bonos soberanos. A partir de octubre, sin embargo, se produjo un incremento debido al aumento del riesgo país (50 puntos base en el cuarto trimestre) y a las mayores expectativas de depreciación del nuevo sol relacionadas con la incertidumbre sobre el resultado del proceso electoral de 2006.

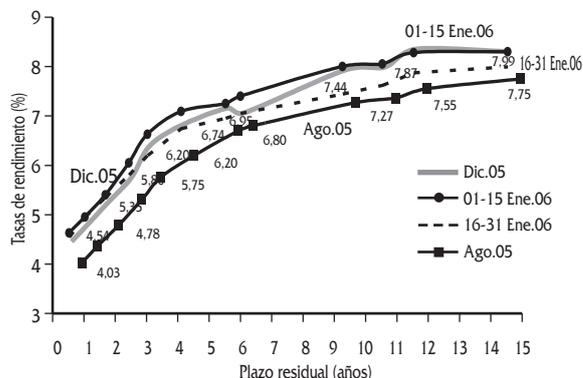
**Cuadro 10**  
**TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS SOBERANOS EN EL MERCADO SECUNDARIO <sup>1/</sup>**

(En porcentajes)

	12ago.06	09oct.07	09jul.08	11feb.09	10mar.10	10ago.11	31ene.12	05may.15	12ago.16	12ago.17	12ago.20
<b>2004</b>											
Diciembre	5,70	6,76	7,11	8,14	8,51	9,60	-	-	-	-	-
<b>2005</b>											
Marzo	5,03	5,69	6,36	6,79	7,68	7,79	8,59	-	-	-	-
Junio	4,47	5,40	6,03	6,52	7,06	7,65	7,83	8,72	-	-	-
Julio	4,19	5,04	5,51	6,08	6,51	7,10	7,21	7,86	-	8,45	7,87
Agosto	4,00	4,80	5,36	5,69	6,31	6,76	6,96	7,34	7,36	7,65	7,86
Setiembre	4,01	4,79	5,24	5,53	6,11	6,44	6,47	7,15	6,92	7,28	7,45
Octubre	4,14	4,91	5,39	5,57	6,44	6,65	6,83	6,70	7,75	7,79	7,79
Noviembre	3,99	5,09	5,52	5,85	6,30	6,60	6,67	7,24	7,48	7,69	7,80
Diciembre	4,45	-	5,62	6,32	6,77	7,11	7,06	7,88	7,99	8,21	8,15
<b>2006</b>											
Enero (1-15)	4,63	5,40	6,05	6,63	7,09	7,25	7,40	8,00	8,05	8,28	8,30
Enero (16-31)	4,54	5,35	5,80	6,20	6,74	6,95	7,05	7,44	7,62	7,87	7,99

1/ Tasas de interés promedio para cada período.

**Gráfico 27**  
**MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO** <sup>1/</sup>



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

En diciembre de 2005 y la primera quincena de enero de 2006 continuó esta tendencia, lo que en parte reflejó los dos aumentos de la tasa de interés de referencia (25 puntos base en cada caso). Así, la tasa de interés del bono a 15 años se ubicó en 8,30 por ciento en la primera mitad de enero de 2006, cuando en setiembre se había ubicado en 7,45 por ciento.

En un contexto en que las expectativas de depreciación del nuevo sol descendieron, en la segunda quincena de enero se observó una reversión respecto a la quincena previa en la evolución de las tasas de interés de los BTP, registrándose disminuciones en casi todos los plazos.

### IV.3 Agregados monetarios

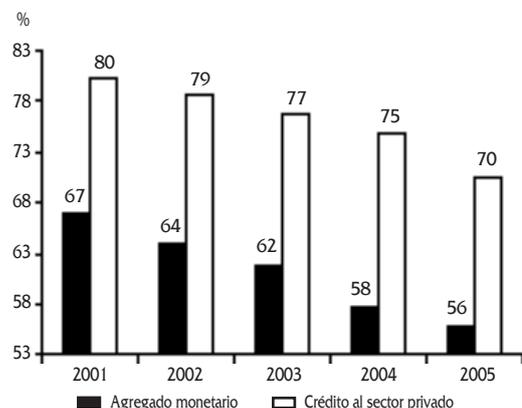
32. Durante el año 2005 continuó el dinamismo de los agregados monetarios. Las tasas de crecimiento de los saldos promedio de los agregados monetarios menos amplios, como circulante y emisión primaria, se situaron en 26 por ciento. Asimismo, el agregado monetario total y el crédito total al sector privado crecieron 18,3 y 16,1 por ciento, respectivamente. Esta mayor monetización de la economía responde al dinamismo la actividad económica registrada, en particular a partir del segundo semestre.

**Cuadro 11**  
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DEL SISTEMA BANCARIO**

(Variación porcentual anual, fin de período)

	2002	2003	2004	2005
Circulante	13,5	13,5	26,1	25,9
Emisión primaria	11,0	10,1	25,3	25,7
Depósitos en soles	9,3	9,2	29,0	16,2
Agregado monetario en soles	10,6	10,5	28,1	19,2
Agregado monetario total	5,8	1,0	8,2	18,3
Crédito en soles al sector privado	7,1	5,1	11,9	34,6
Crédito total al sector privado	0,1	-4,5	-0,3	16,1

**Gráfico 28**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO\***



\* Valuedo al tipo de cambio de diciembre de 2001.

33. El proceso de **desdolarización** del crédito continuó en 2005, en un contexto de progresiva reducción del costo del crédito en soles. El grado de dolarización del crédito que se otorga al sector privado, tanto en el sistema financiero como en el sistema bancario, se redujo 4 puntos porcentuales con respecto al año 2004. Aislado el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio, la reducción es de 5 puntos porcentuales.

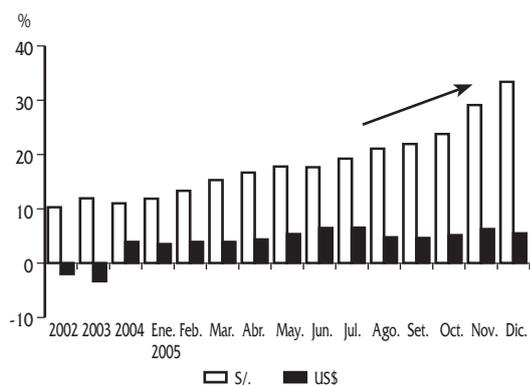
## Cuadro 12 INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA

(En porcentajes del agregado monetario total)

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

La dolarización de los agregados monetarios mostró un comportamiento diferenciado a lo largo del año. Así, durante los primeros meses del año continuó la tendencia de desdolarización; sin embargo, en el segundo semestre se observó una ligera reversión, aunque ello se debió básicamente al efecto de la depreciación del nuevo sol. Así, si éste se aislara, la dolarización del agregado monetario mostraría una reducción de 2 puntos porcentuales.

**Gráfico 29**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación respecto al mismo mes del año anterior)



34. Durante el año 2005, y por sexto año consecutivo, la tasa de crecimiento del crédito en soles del sistema financiero al sector privado fue superior a la expansión del crédito en dólares. El primer componente tuvo un crecimiento anual de 33,3 por ciento, tasa que triplica la obtenida en el año previo. Por su parte, el crédito en dólares mostró un crecimiento anual de 5,5 por ciento a fines de 2005, mayor al nivel registrado en 2004.

35. La expansión del **crédito en soles** (S/. 5 485 millones) correspondió principalmente a las empresas bancarias (S/. 3 134 millones), debido a los mayores flujos de créditos comerciales y de consumo (S/. 2 210 millones y S/. 1 052 millones, respectivamente). En el primer grupo, los mayores receptores de crédito fueron los sectores de manufactura (S/. 780 millones), comercio (S/. 622 millones), y transporte, almacenamiento y comunicaciones (S/. 210 millones).

Asimismo, aumentaron los créditos en soles del segmento de microfinanzas (S/. 1 512 millones) y los otorgados por inversionistas institucionales (S/. 598 millones), producto de

la compra de valores de renta fija en soles. Con estos resultados, la tasa de crecimiento anual del crédito de las instituciones de microfinanzas al sector privado se aceleró de 18,1 por ciento en el año 2004 a 34,9 por ciento en 2005. En el caso del crédito de los inversionistas institucionales al sector privado, la tasa de crecimiento anual aumentó de 5,8 por ciento en 2004 a 25,9 por ciento en el año.

Cabe mencionar que el crecimiento del crédito en soles se aceleró en el cuarto trimestre del año, debido a la disminución del diferencial entre las tasas de interés en soles y dólares y a las mayores expectativas de depreciación del nuevo sol.

**Cuadro 13**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL**

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	Dic.03	Dic.04	Dic.05	Dic.04/ Dic.03	Dic.05/ Dic.04
Empresas bancarias 1/	8 221	8 464	11 598	3,0	37,0
Banco de la Nación	511	1 051	1 277	105,9	21,5
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>3 666</b>	<b>4 329</b>	<b>5 841</b>	<b>18,1</b>	<b>34,9</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	730	1 120	1 545	53,4	37,9
Cajas municipales	1 083	1 376	1 847	27,1	34,2
Cajas rurales	181	253	345	40,0	36,6
Cooperativas	459	511	598	11,2	17,1
Edpymes	172	229	350	33,6	52,6
Empresas financieras	1 042	840	1 156	-19,4	37,7
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>2 180</b>	<b>2 307</b>	<b>2 905</b>	<b>5,8</b>	<b>25,9</b>
AFP	1 449	1 337	1 821	-7,7	36,2
Empresas de seguros	568	812	757	42,9	-6,8
Fondos mutuos	163	158	328	-2,9	107,1
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>247</b>	<b>306</b>	<b>320</b>	<b>23,9</b>	<b>4,7</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>14 824</b>	<b>16 457</b>	<b>21 942</b>	<b>11,0</b>	<b>33,3</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

36. El incremento del **crédito en dólares** (US\$ 662 millones) se debió también al mayor financiamiento otorgado por las empresas bancarias (US\$ 391 millones), sobretudo en mayores créditos hipotecarios (US\$ 307 millones) y comerciales (US\$ 160 millones). El segmento de microfinanzas contribuyó con US\$ 117 millones. De esta manera, la tasa de crecimiento anual del crédito de las instituciones de microfinanzas al sector privado se desaceleró de 30,2 por ciento en 2004 a 17,6 por ciento en el año 2005; mientras que la tasa de crecimiento anual del crédito de los inversionistas institucionales en dólares cayó de 22,2 por ciento en 2004 a 10,3 por ciento en 2005.

**Cuadro 14**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones de US\$			Tasas de crecimiento	
	Dic.03	Dic.04	Dic.05	Dic.04/ Dic.03	Dic.05/ Dic.04
Empresas bancarias 1/	9 409	9 465	9 856	0,6	4,1
Banco de la Nación	22	22	22	-1,2	-1,2
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>511</b>	<b>665</b>	<b>782</b>	<b>30,2</b>	<b>17,6</b>
Bancos (créditos de microfinanzas)	87	126	177	45,8	40,1
Cajas municipales	186	250	292	34,6	16,7
Cajas rurales	48	55	55	16,1	0,0
Cooperativas	116	154	166	31,9	8,2
Edpymes	40	49	55	20,6	13,1
Empresas financieras	34	32	37	-7,7	17,4
<b>Inversionistas institucionales 2/</b>	<b>1 091</b>	<b>1 333</b>	<b>1 470</b>	<b>22,2</b>	<b>10,3</b>
AFP	517	729	733	41,1	0,5
Empresas de seguros	60	89	124	49,8	38,8
Fondos mutuos	514	515	613	0,1	19,2
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>637</b>	<b>639</b>	<b>657</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>11 670</b>	<b>12 124</b>	<b>12 786</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

## V. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

### V.1 Demanda y oferta

#### Demanda agregada

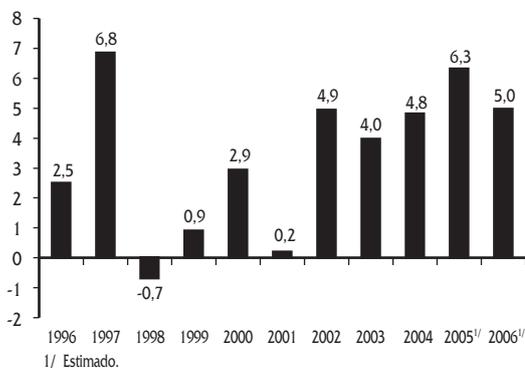
En el año 2005, la actividad económica habría registrado una tasa de 6,3 por ciento, continuando con la tendencia de crecimiento sin presiones inflacionarias de los últimos 4 años. La aceleración del crecimiento del último año correspondió al mayor dinamismo de la demanda interna en especial del consumo y la inversión privada, en un contexto internacional con términos de intercambio favorables, mayor expansión del financiamiento al sector privado y una mayor confianza de los consumidores y empresarios.

Para 2006 se proyecta una tasa de crecimiento de alrededor de 5 por ciento, en línea con el crecimiento tendencial alcanzado en los últimos años.

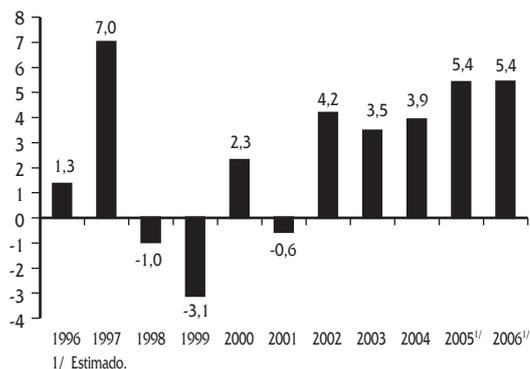
37. El mayor crecimiento de la **demanda interna** durante 2005, ha correspondido al consumo y la inversión privada, asociados a los mayores niveles de empleo e ingresos y las mejores condiciones de acceso al mercado de crédito. Durante el segundo semestre de 2005 se observó una aceleración de los componentes de la demanda interna, lo cual se refleja en mayores crecimientos de las importaciones de bienes de capital, créditos hipotecarios, créditos de consumo, importaciones de electrodomésticos y ventas de automóviles nuevos.

En 2006, el crecimiento estaría impulsado principalmente por la demanda interna, mientras que las exportaciones crecerían a una tasa menor, especialmente por una menor producción de oro después de los niveles récord alcanzados en 2005. La mayor expansión de la demanda interna respondería a un mayor dinamismo del consumo privado y al crecimiento de la inversión privada.

**Gráfico 30**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 31**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA**  
(Variaciones porcentuales reales)



### Cuadro 15 DEMANDA Y OFERTA GLOBAL

(Variaciones porcentuales reales anuales)

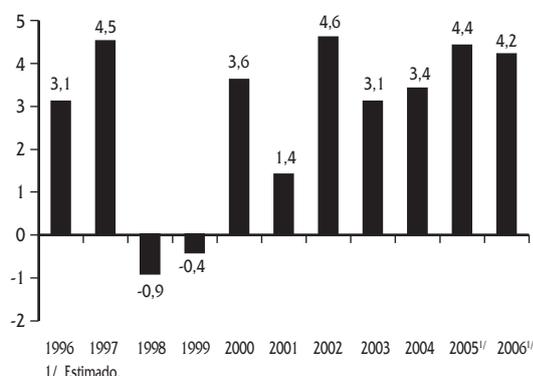
	2004	2005		2006 1/	
		RI Agosto 2005	RI Enero 2006	RI Agosto 2005	RI Enero 2006
I. Demanda global (1+2)	5,6	6,3	6,8	5,3	5,3
<b>1. Demanda interna 2/</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
a. Consumo privado	3,4	4,4	4,4	4,4	4,2
b. Consumo público	4,1	10,0	10,1	2,8	3,5
c. Inversión privada	9,0	12,5	13,9	11,3	10,6
d. Inversión pública	5,5	21,3	13,4	6,5	10,3
2. Exportaciones	14,7	10,8	13,9	5,9	5,1
II. Oferta global (3+4)	5,6	6,3	6,8	5,3	5,3
<b>3. PBI</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
4. Importaciones	10,4	10,7	9,7	7,0	7,5

1/ Estimado.

2/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: INEI y BCRP.

**Gráfico 32**  
**CONSUMO PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales reales)



38. En el 2005, el aumento del **consumo privado** de 4,4 por ciento estuvo vinculado al incremento del ingreso nacional disponible, al crecimiento del empleo y a la mayor confianza de los consumidores. Al igual que la inversión privada, se observó una aceleración durante la segunda parte del año, al crecer en 4,6 por ciento.

### Cuadro 16 INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

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

	2004	2005		2006 *	
		RI Agosto 2005	RI Enero 2006	RI Agosto 2005	RI Enero 2006
Producto bruto interno (PBI)	4,8	5,5	6,3	5,0	5,0
Producto nacional bruto (PNB) 1/	3,2	4,6	4,6	6,4	4,3
Ingreso nacional bruto (IN) 2/	5,3	5,4	6,2	5,0	4,4
Ingreso nacional disponible (IND) 3/	5,5	5,4	6,5	5,0	4,6

\* Estimado

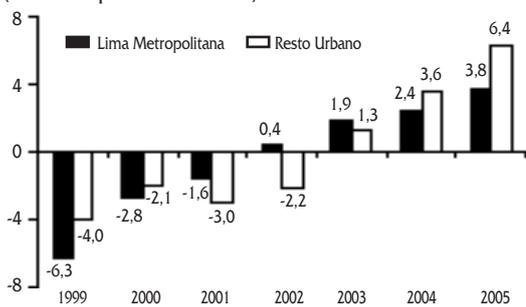
1/ Excluye del PBI la renta neta pagada a factores productivos no residentes.

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

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

Fuente: INEI y BCRP.

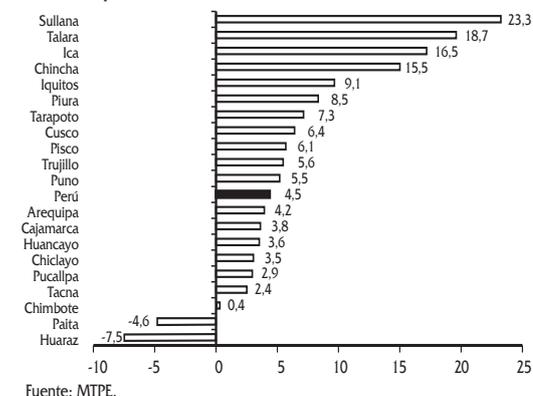
**Gráfico 33**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Variación porcentual anual)



El ingreso disponible creció 6,5 por ciento durante el 2005, registrando una mayor tasa de crecimiento durante el segundo semestre (7,3 por ciento), asociado a mayores ingresos por términos de intercambio y transferencias del exterior.

De acuerdo al Ministerio de Trabajo, el **empleo nacional urbano en empresas del sector privado con 10 y más trabajadores** aceleró su tasa de crecimiento de 2,7 por ciento en 2004 a 4,5 por ciento en 2005. El crecimiento del empleo urbano en el interior del país -resto urbano- (6,4 por ciento) fue mayor que el de Lima Metropolitana (3,8 por ciento) por segundo año consecutivo.

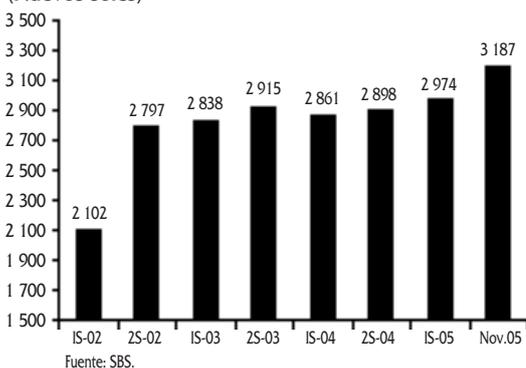
**Gráfico 34**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES: 2005 POR CIUDADES**  
(Variación porcentual anual)



En particular, once ciudades registraron un crecimiento del empleo urbano mayor al del promedio nacional en 2005 (entre las cuales, Sullana, Talara, Ica y Chincha muestran un crecimiento mayor a 10 por ciento). El incremento del empleo en el interior es resultado principal del dinamismo observado en las actividades extractivas (agricultura y minería), en la industria manufacturera (agroindustria orientada a la exportación, principalmente) y en el sector servicios.

De acuerdo a información del INEI relativa a la evolución del empleo en Lima Metropolitana, se destaca que en 2005 el empleo independiente disminuyó 2,2 por ciento en tanto que el empleo dependiente creció 3,1 por ciento, reflejando la mayor demanda por mano de obra de las empresas.

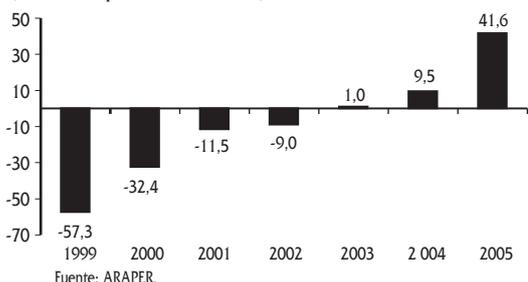
**Gráfico 35**  
**CRÉDITOS DE CONSUMO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS POR PERSONA**  
(Nuevos soles)



En la evolución del consumo privado influyó el mejor acceso al crédito por un mayor número de personas así como el crecimiento de los créditos de consumo de las entidades bancarias y empresas financieras que a noviembre registró un aumento de 28,6 por ciento.

Analizando algunos indicadores, se observó un crecimiento de las ventas de autos y station-wagons nuevos de 41,6 por ciento, en un contexto de mayores ingresos y mejores condiciones de financiamiento, con tasas de interés por debajo del 10 por ciento. Estas mayores ventas se registraron especialmente en el segundo semestre, con una tasa de 52,9 por ciento respecto a similar período del año anterior.

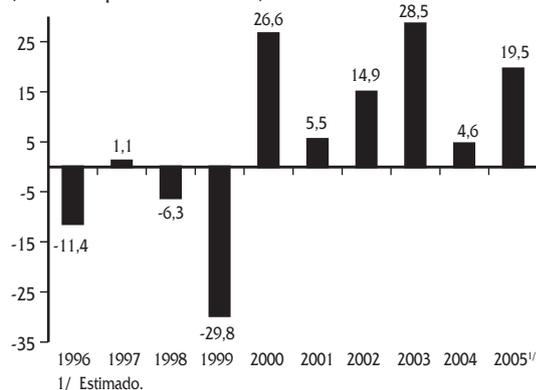
**Gráfico 36**  
**VENTAS DE AUTOMÓVILES NUEVOS**  
(Variación porcentual anual)



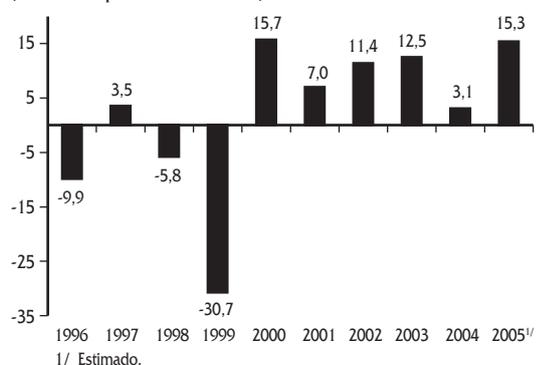
Las importaciones de bienes de consumo en 2005 crecieron 16,2 por ciento, debido a la mayor demanda en el interior del país y a los menores precios de los electrodomésticos.

En el segundo semestre, la importación de bienes de consumo duradero presentó un incremento respecto a la primera parte del año, al crecer 17,5 por ciento.

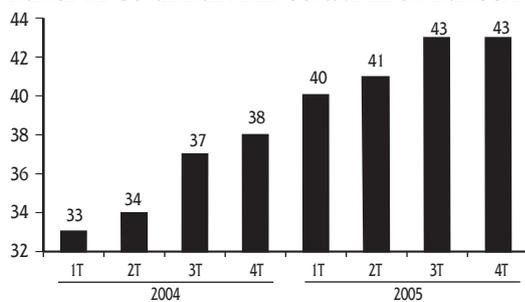
**Gráfico 37**  
**IMPORTACIÓN DE ELECTRODOMÉSTICOS**  
(Variación porcentual anual)



**Gráfico 38**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO**  
(Variación porcentual anual)

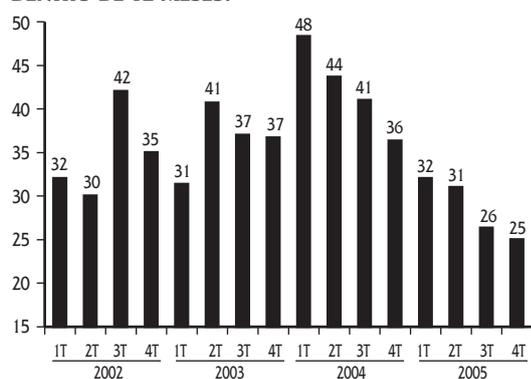


**Gráfico 39**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA**



Fuente: Apoyo.

**Gráfico 40**  
**¿ESTARÁ PEOR SU SITUACIÓN ECONÓMICA DENTRO DE 12 MESES?**



Fuente: Apoyo.

**Cuadro 17**  
**20 PRINCIPALES BIENES IMPORTADOS DE BIENES DE CONSUMO DURADERO\***  
(Millones de US\$)

	Ene.-Nov. 04	Ene.-Nov. 05	Var.% 05/04
AUTOMOVILES Y OTROS VEHICULOS AUTOMOTORES	169,1	209,3	23,8
RECEPCIONES DE TELEVISION	79,7	101,7	27,6
APARATOS DE USO DOMESTICO	67,4	75,3	11,7
GRABADORES O REPRODUCTORES DE SONIDO	45,0	50,1	11,5
JUGUETES	40,0	47,5	18,8
RADIORRECEPTORES	35,9	45,3	26,2
ARTICULOS DE MATERIALES PLASTICOS	31,0	33,9	9,5
MOTOCICLETAS	25,5	30,8	21,1
MUEBLES Y SUS PARTES, CAMAS, COLCHONES	20,8	26,3	26,5
ENSERES DOMESTICOS DE METALES COMUNES	20,8	25,7	23,8
EQUIPOS DE TELECOMUNICACIONES	15,9	18,9	19,4
MAQUINAS Y APARATOS ELECTRICOS	14,7	15,4	5,3
BAULES, MALETAS, NECESERES, MALETINES	11,5	14,7	28,0
ARTICULOS DE CAUCHO	10,7	14,0	30,7
CUCHILLERIA	11,2	12,8	14,7
OTROS ARTICULOS MANUFACTURADOS DIVERSOS	9,1	12,6	38,6
ARTEFACTOS Y ACCESORIOS DE ALUMBRADO	6,0	8,0	32,6
RECUBRIMIENTOS PARA PISOS	5,4	7,5	37,5
<b>SUBTOTAL</b>	<b>619,6</b>	<b>750,0</b>	<b>21,0</b>
RESTO	64,9	61,5	-5,2
<b>TOTAL</b>	<b>684,5</b>	<b>811,5</b>	<b>18,6</b>

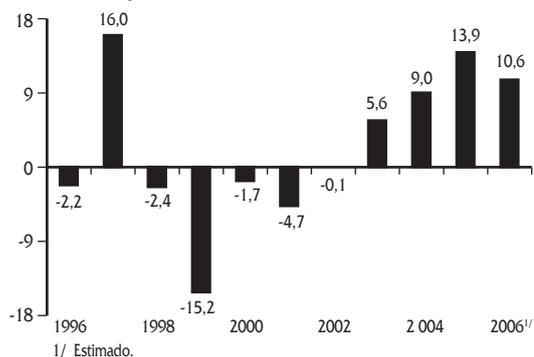
\*Comprende sólo Régimen Definitivo. Ordenado según el acumulado del año 2005.

En 2006, el consumo privado crecería 4,2 por ciento, impulsado por un crecimiento del ingreso disponible de 4,6 por ciento y una mejora en los indicadores de confianza de los consumidores de acuerdo al índice elaborado por la empresa Apoyo (INDICCA). Este indicador alcanzó un nivel promedio de 43 puntos en el cuarto trimestre del año 2005, el más alto desde que se creó este indicador.

Asimismo, el porcentaje de familias que espera que su situación económica empeore en el año siguiente se ha reducido en 11 puntos entre diciembre de 2005 y el de 2004.

39. El período expansivo de la actividad económica de los últimos 4 años, viene siendo acompañado por importantes tasas de crecimiento de la **inversión privada**, lográndose tasas de expansión de 5,6 por ciento y 9,0 por ciento en los años 2003 y 2004, respectivamente y de 13,9 por ciento en el 2005. Este dinamismo se explica por el entorno económico favorable caracterizado por la estabilidad monetaria, fortalecimiento de las finanzas públicas, mejores condiciones de financiamiento, mayores utilidades y por las perspectivas de expansión en los mercados del exterior.

**Gráfico 41**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Variaciones porcentuales reales)

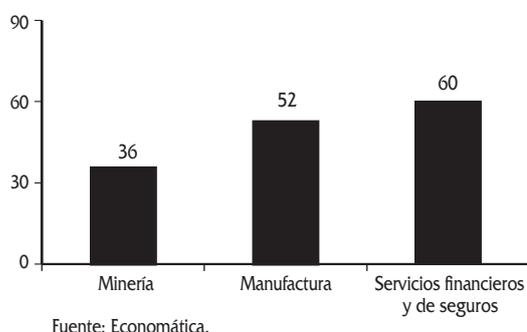


La coyuntura externa favorable se tradujo en mayores utilidades para las empresas mineras y los buenos resultados de la actividad económica significaron mayores utilidades para las empresas manufactureras y financieras. Al tercer trimestre de 2005, las utilidades aumentaron entre 36 y 60 por ciento respecto a similar período del año anterior como se observa en el gráfico 42.

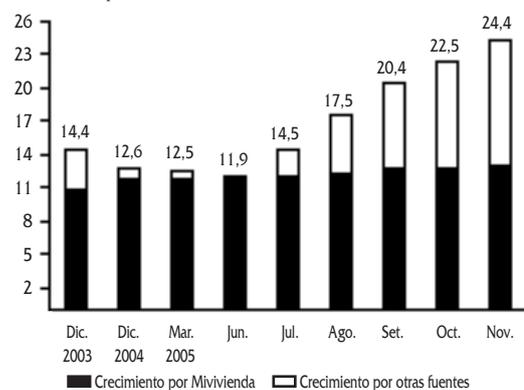
El dinamismo de la inversión privada ha sido generalizado en 2005, destacando entre los principales proyectos de inversión, el de la Sociedad Minera Cerro Verde (US\$ 237 millones), Southern Perú Copper Corporation, con el inicio de las obras de la Fundición de Ilo (US\$ 280 millones), Minera Yanacocha (US\$ 238 millones), Minera Barrick Misquichilca (US\$ 172 millones) y Telefónica del Perú con US\$ 166 millones.

El incremento de la inversión privada se refleja en el crecimiento de los créditos hipotecarios, los cuales pasaron de tasas de 14,4 y 12,6 en 2003 y 2004, respectivamente a 24,4 por ciento a noviembre de 2005. Esto último, muestra la aceleración durante el segundo semestre del 2005 por los mayores créditos otorgados por otras fuentes de financiamiento complementarias a los del programa MiVivienda.

**Gráfico 42**  
**UTILIDADES DE LAS EMPRESAS:**  
**Enero-setiembre 2005**  
(Variaciones porcentuales anuales)



**Gráfico 43**  
**CRÉDITOS HIPOTECARIOS**  
(Variación porcentual 12 meses)

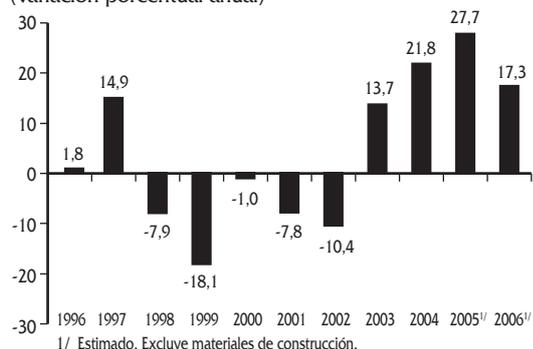


**Cuadro 18**  
**20 PRINCIPALES IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA\***  
(Millones de US\$)

	Ene - Nov. 04	Ene - Nov 05	Var.%05/04
EQUIPOS DE TELECOMUNICACIONES	281,7	342,0	21,4
MAQUINAS DE PROCESAMIENTO AUTOMATICO DE DATOS	205,2	211,0	2,8
MAQUINARIA Y EQUIPO DE INGENIERIA CIVIL	124,4	167,5	34,7
OTRAS MAQUINAS	98,5	100,0	1,5
BOMBAS	77,3	97,5	26,2
APARATOS ELECTRICOS PARA EMPALME	61,6	89,7	45,6
EQUIPO DE CALEFACCION Y REFRIGERACION	45,5	85,6	88,2
INSTRUMENTOS Y APARATOS DE MEDICION	53,9	67,4	25,0
EQUIPOS MECANICOS DE MANIPULACION	29,2	62,3	113,2
OTRAS MAQUINAS, HERRAMIENTAS Y APARATOS MECANICOS	53,1	60,7	14,4
BOMBAS PARA LIQUIDOS	46,2	55,2	19,6
APARATOS ELECTRICOS ROTATIVOS	30,4	49,2	61,9
HERRAMIENTAS DE USO MANUAL O DE USO EN MAQUINAS	36,0	45,9	27,4
INSTRUMENTOS Y APARATOS DE MEDICINA, CIRUGIA	27,3	32,4	18,8
TURBINAS DE VAPOR DE AGUA	0,6	30,0	5 213,8
APARATOS DE ELECTRICIDAD	23,8	29,6	24,5
MAQUINAS PARA IMPRIMIR Y ENCUADERNAR	18,2	28,3	55,4
MAQUINAS DE OFICINA	20,9	24,8	18,9
MAQUINAS Y MOTORES NO ELECTRICOS	10,8	21,5	98,1
<b>SUBTOTAL</b>	<b>1 244,6</b>	<b>1 600,7</b>	<b>28,6</b>
RESTO	224,0	287,3	28,3
<b>TOTAL</b>	<b>1 468,5</b>	<b>1 888,0</b>	<b>28,6</b>

\*Comprende sólo Régimen Definitivo. Ordenado según el acumulado del año 2005.

**Gráfico 44**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL**  
(Variación porcentual anual)



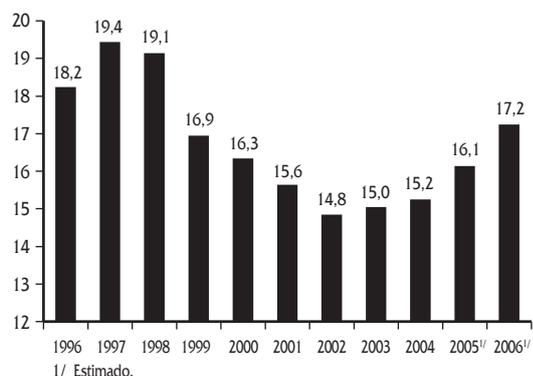
La importación de bienes de capital creció 28 por ciento en 2005, tasa mayor que la experimentada en 2004, que fue de 22 por ciento. Al igual que en el resto de indicadores, se registró una aceleración en la segunda parte de 2005, al crecer 31 por ciento.

Los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, elaborado por el BCRP a partir de una muestra de empresas representativas de todos los sectores económicos, señalan que se espera mayores montos de inversión para 2006 respecto al año anterior, en particular en los sectores de minería y manufactura. En el caso del primero destacan los proyectos de la Sociedad Minera Cerro Verde y Minera Yanacocha. En el sector manufacturero se registraría un incremento del 28,9 por ciento en relación al año anterior en diversas ampliaciones de planta y modernizaciones de equipos.

**Cuadro 19**  
**INVERSIÓN 2005 - 2006**  
(Millones de US\$)

Sector	2005	2006	Var %
Agropecuario y pesca	80	59	-26,4
Minería	1 182	1 214	2,7
Hidrocarburos	79	60	-23,3
Manufactura	344	443	28,9
Electricidad y gas	317	372	17,2
Comercio y servicios	153	184	20,4
Transportes y comunicaciones	328	443	35,2
<b>TOTAL</b>	<b>2 482</b>	<b>2 775</b>	<b>11,8</b>

**Gráfico 45**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Porcentaje del PBI)



Con relación a los procesos de concesión, ProInversión concretó durante el año 2005 compromisos de inversión por US\$ 2 330 millones. Para el año 2006 se estima que el monto sería de US\$ 600 millones siendo los principales proyectos la licitación del proyecto minero Michiquillay, la concesión de la Quinta Banda de Telefonía Móvil, además de concesionar los tramos de la Red Vial 1, Red Vial 4 y la ejecución de los programas Costa-Sierra.

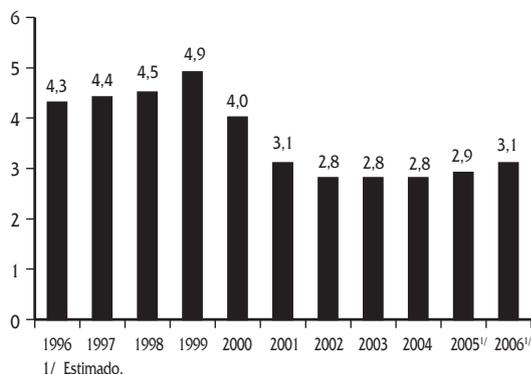
La participación de la inversión privada, como porcentaje del PBI, alcanzó 16,1 por ciento en el año 2005. Se prevé que en el año 2006 este crecimiento sea de 10,6 por ciento con lo cual su participación en términos de PBI pasaría a 17,2 por ciento en dicho año.

## Principales proyectos por concesionar en el 2006 <sup>1/</sup>

Proyecto	Inversión Estimada (US\$ Millones)	Adjudicación	Descripción
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	<b>1 771</b>		
Red Vial 1: Piura - Sullana, Sullana - Puente Macará, Sullana - Aguas Verdes.	122	II Trimestre	El Proyecto contempla la construcción de la vía de evitamiento de la ciudad de Piura, la rehabilitación y ampliación del Tramo Piura – Sullana, Sullana-La Tina – (Puente Macará) y Sullana – Aguas Verdes.
Red Vial 4: Pativilca -Trujillo y Pativilca-Conococha -Huaraz - Caraz.	90	II Trimestre	El proyecto incluye la construcción de la vía de evitamiento de la ciudad de Chimbote, la rehabilitación de los Tramos Pativilca - Huarmey - Casma - Chimbote - Trujillo y Pativilca - Conococha - Huaraz - Caraz y el mantenimiento de dichos Tramos.
Programa Costa - Sierra	292	I Trimestre	El programa consiste en concesionar los siguientes tramos que unen los valles interandinos con la costa: Empalme 1B - Buenos Aires-Chancaque; Cañete-Lunahuaná-Zúñiga; Ov. Chancay/Dv. Pasamayo-Huaral-Acos; Chiclayo-Chongoyape-Pte.Cumbil-Llama.
Eje del Amazonas Centro: Pucallpa - Tingo María - Huánuco - La Oroya - Puente Ricardo Palma, La Oroya - Huancayo	100	I Trimestre	El Proyecto consiste en concesionar los Tramos Viales del Eje Multimodal Amazonas Centro de IIRSA. Esta red vial tiene una extensión de 867 km que va desde el Puente Ricardo Palma hasta Pucallpa con lo cual se conecta Lima con Brasil.
Proyecto Corredor Vial Interoceánico Perú - Brasil	892	II Trimestre	Tramos 1 y 5 de la concesión.
Aeropuertos regionales	100	I Trimestre	1er Paquete: Tumbes, Piura, Lambayeque, La Libertad, Amazonas, Loreto, Ucayali, Huaraz, Cajamarca, San Martín e Ica.
Nuevo Terminal de Contenedores	175	I Trimestre	El proyecto consiste en el Diseño, Construcción, Financiamiento, operación y mantenimiento de un nuevo terminal de contenedores ubicado al lado del Rompeolas Sur del Puerto del Callao por un periodo no mayor a 30 años.
<b>HIDROCARBUROS</b>	<b>180</b>		
Gasoductos regionales	180	II Trimestre	El objetivo del proyecto es entregar en concesión a inversionistas privados el diseño, construcción, operación y mantenimiento de sistemas de distribución de gas natural (GN) al servicio de algunas zonas comprendidas en las regiones de Cusco, Ayacucho, Ica y Junín.
<b>TELECOMUNICACIONES</b>	<b>150</b>		
Quinta Banda de Telefonía Móvil	120	II Trimestre	Es la concesión a nivel nacional excepto Lima y Callao.
Telefonía Fija	30	II Trimestre	
<b>TIERRAS Y AGRICULTURA</b>	<b>27</b>		
Casa Grande	21	I Trimestre	Incorporación de un inversionista privado a la Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. en donde el Estado posee una participación accionaria del 31,36% del capital social de la empresa. Proyecto adjudicado el 26 de enero.
Venta de Tierra en Jequetepeque-Zaña	6	II Trimestre	El proyecto consiste en la transferencia al sector privado de lotes sin dotación de agua ubicados en las regiones de Lambayeque y La Libertad. En total se pondrán a disposición del sector privado alrededor de 6 000 hectáreas en lotes con una extensión no menores de 1 000 hectáreas cada uno.
<b>MINEROS</b>	<b>300</b>		
Licitación de Michiquillay	300	II Trimestre	Michiquillay es un yacimiento tipo pórfido de cobre, con contenidos de oro y plata. La extensión de la concesión minera abarca 18 978 hectáreas y una propiedad superficial de 1 206 hectáreas.
<b>SANEAMIENTO</b>	<b>544</b>		
Servicios de Saneamiento de la Provincia de Paita y Piura	134	I Trimestre	Prestación de servicios de agua potable y alcantarillado en el ámbito de las provincias de Piura y Paita.
Abastecimiento de Agua Potable para Lima	300	II Trimestre	
Servicios de Saneamiento de SEDAM Huancayo S.A.C	110	II Trimestre	Prestación de servicios de agua potable y alcantarillado en la empresa SEDAM HUANCAYO S.A.
<b>TURÍSTICOS</b>	<b>56</b>		
Centro Cívico y Comercial de Lima	20	I Trimestre	El proyecto consiste en entregar la rehabilitación y acondicionamiento de la totalidad del inmueble (con excepción de la Torre y dos pisos del área lateral). La promoción de la inversión privada se llevará a cabo a través de un contrato de arrendamiento o usufructo por 30 años.
Complejo Turístico - Playa Hermosa	36		El Proyecto consiste en la habilitación urbana de 69,9 hás. con el fin de desarrollar un complejo turístico compuesto por 1 365 (705 en la 1ra Fase) habitaciones hoteleras, restaurantes y un centro comercial.
<b>Total</b>	<b>3 028</b>		

<sup>1/</sup> Elaborado a partir de la información publicada en la página web de PROINVERSIÓN al 20/12/2005.

**Gráfico 46**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



40. El **consumo público** creció 10,1 por ciento en el año 2005 por un incremento tanto de las remuneraciones como en la compra de bienes y servicios por parte del gobierno central, los gobiernos locales y EsSalud. Asimismo, la **inversión pública**, creció 13,4 por ciento principalmente por los mayores gastos del gobierno central en el segundo semestre del año, así como de Sedapal, Enapu y Petroperú.

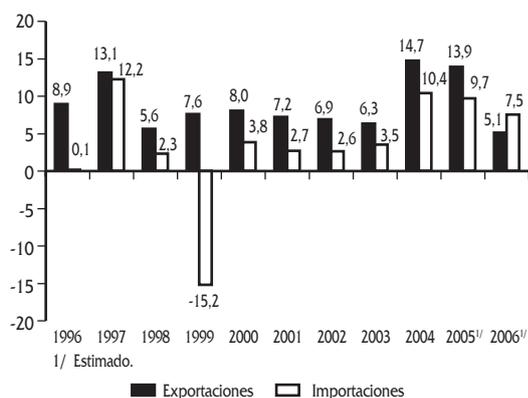
En el año 2006 el **consumo público** crecería 3,5 por ciento en términos reales respecto a la ejecución preliminar del año 2005. Este incremento refleja principalmente los aumentos salariales ya anunciados para 2006 así como el efecto de los aumentos otorgados durante 2005 a los servidores del Estado.

Se proyecta que la **inversión pública** aumentaría 10,3 por ciento en términos reales durante 2006 debido tanto a un mayor acceso a desembolsos externos destinados a proyectos de inversión (que pasarían de US\$ 341 millones en 2005 a US\$ 500 millones en 2006) como a la reprogramación de algunos proyectos no ejecutados en el ejercicio 2005.

41. Las **exportaciones** se incrementaron 13,9 por ciento en 2005 con lo cual se mantuvo el dinamismo de 2004, año donde alcanzó una tasa de 14,7 por ciento, siendo el favorable entorno internacional uno de los factores que impulsaron dicho crecimiento. Entre los productos de exportación tradicional destacaron los mineros como cobre, oro, plomo y hierro. Entre los productos no tradicionales, que mostraron una tendencia creciente a lo largo de todo el año, destacan los productos agropecuarios, textiles, químicos y siderometalúrgicos.

En el 2006, las exportaciones continuarían con la senda de crecimiento positiva, principalmente por mayores exportaciones de oro y por el incremento de las exportaciones no tradicionales, sobresaliendo los mayores volúmenes de productos agropecuarios y metal-mecánicos y por la expectativa de la introducción de nuevos productos en nuevos destinos.

**Gráfico 47**  
**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES**  
(Variación porcentual real)



42. Las **importaciones** registraron un importante desempeño durante el 2005, con una tasa de crecimiento real de 9,7 por ciento. Este crecimiento obedece a las mayores compras destinadas a la industria, tanto de materias primas (19,6 por ciento) como de bienes de capital (27,3 por ciento). Acompañaron estos incrementos las mayores importaciones de bienes de consumo, tanto los duraderos como no duraderos con tasas de 15,7 y 16,4 por ciento respectivamente. En 2006 continuaría el ritmo de crecimiento de las importaciones, liderado por las importaciones de bienes de capital.

## Producción Sectorial

En 2005 destacó el crecimiento de los sectores no primarios por tercer año consecutivo. A nivel sectorial, se observaron las mayores tasas en construcción, manufactura no primaria, minería y sector agropecuario. De manera similar, en 2006, el crecimiento del PBI estaría impulsado por la evolución de los sectores no primarios.

### Cuadro 21 PRODUCTO BRUTO INTERNO

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

	2004	2005 1/		2006 1/	
		RI Agosto 2005	RI Enero 2006	RI Agosto 2005	RI Enero 2006
<b>Agropecuario</b>	<b>-1,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>
Agrícola	-3,2	5,4	3,6	4,5	1,3
Pecuario	2,0	2,9	6,3	3,6	5,9
<b>Pesca</b>	<b>30,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>8,7</b>	<b>4,3</b>	<b>1,6</b>
Minería metálica	5,3	4,4	7,4	3,7	0,7
Hidrocarburos	7,1	24,8	24,0	12,1	13,1
<b>Manufactura</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
Procesadores de recursos primarios	5,9	-0,4	-0,3	2,5	3,5
Manufactura no primaria	6,9	8,0	7,6	6,0	6,2
Electricidad y agua	4,6	4,2	5,4	4,4	5,0
Construcción	4,7	6,5	8,5	8,0	8,0
Comercio	4,8	6,2	5,7	4,9	5,3
Otros servicios	4,7	5,2	6,4	5,0	5,2
<b>VALOR AGREGADO BRUTO</b>	<b>4,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
Impuestos a los productos y derechos de importación	6,4	5,1	6,7	4,9	4,9
<b><u>PBI GLOBAL</u></b>	<b><u>4,8</u></b>	<b><u>5,5</u></b>	<b><u>6,3</u></b>	<b><u>5,0</u></b>	<b><u>5,0</u></b>
<b>VAB Primario</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>
<b>VAB No Primario</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>

1/ Estimado.

43. La recuperación del **sector agropecuario** en 2005 (4,7 por ciento) se corresponde con la recuperación de áreas, ya que se incrementaron 113 mil hectáreas en la campaña 2004-05 que no fueron sembradas durante la campaña anterior por escasez de agua.

**Cuadro 22****ÁREA SEMBRADA - CAMPAÑAS AGRÍCOLAS 2003-04 y 2004-05**

(Miles de Hectáreas)

	Campaña	Total	Arroz	Maíz amiláceo	Maíz amarillo duro	Papa	Trigo	Algodón
Total	2003-04	1 358	287	232	264	261	125	88
	2004-05	1 471	352	238	279	268	133	93
Lambayeque	2003-04	43	14	3	13	1	1	2
	2004-05	84	42	5	17	2	1	10
Cajamarca	2003-04	159	21	50	16	25	26	0
	2004-05	170	24	50	17	26	30	0
Ancash	2003-04	64	3	15	16	10	11	7
	2004-05	71	2	16	16	11	17	6
Pasco	2003-04	13	1	1	2	9	0	0
	2004-05	16	1	1	3	10	0	0
Huancavelica	2003-04	30	0	10	0	14	5	0
	2004-05	36	0	13	0	15	5	0
Cusco	2003-04	70	2	26	4	26	10	0
	2004-05	75	3	25	6	29	10	0
San Martín	2003-04	143	63	0	70	0	0	5
	2004-05	160	77	0	72	0	0	4
Loreto	2003-04	79	35	0	32	0	0	0
	2004-05	85	40	0	34	0	0	0
Ucayali	2003-04	28	8	0	8	0	0	8
	2004-05	37	16	0	11	0	0	7

Fuente: Ministerio de Agricultura.

En 2005, gracias a mejores condiciones climáticas, se incrementó la producción de arroz, papa, maíz amarillo duro y amiláceo y trigo. Asimismo, el dinamismo de la actividad avícola (carne de ave y huevos) y de los productos de agro exportación (espárrago, mango y aceituna) contribuyeron a la recuperación del agro, tal como se observa en el cuadro siguiente:

**Cuadro 23****EXPORTACIONES AGRARIAS**

(En toneladas)

	2004 1/	2005 1/	Var. %
Espárragos	103 714	111 423	7,4
Páprika	25 558	50 369	97,1
Mango	42 764	48 027	12,3
Plátano	24 498	38 825	58,5
Mandarina	13 717	18 745	36,7
Palta	14 598	18 669	27,9
Alcachofa	8 266	16 473	99,3
Uvas	6 815	13 642	100,2
Aceitunas	9 141	12 103	32,4
Resto	696 958	746 908	7,2
<b>Total</b>	<b>946 029</b>	<b>1 075 183</b>	<b>13,7</b>

1/ Enero-noviembre.

Fuente: SUNAT.

La mayor oferta interna de arroz conllevó un menor precio al consumidor de este producto (6,1 por ciento) en 2005, luego de un aumento de 18,8 por ciento en 2004. Las importaciones se aceleraron a comienzos de año por expectativas de baja producción ante un atraso de las lluvias, de tal manera que durante enero-mayo se adquirió cerca del 70 por ciento de las importaciones anuales. Se cosechó un volumen de producción histórico que deja un nivel de inventarios inicial de arroz para el 2006, equivalente a más de dos meses de consumo nacional (250 mil TM).

Ante una menor producción interna de caña de azúcar por efecto adverso de una prolongada escasez hídrica durante 2004, se incrementaron las importaciones y en consecuencia esta mayor oferta interna determinó un menor precio del azúcar (-1,2 por ciento) luego de un aumento 23,3 por ciento en 2004.

Por su parte, la mayor oferta interna de maíz amarillo duro provino principalmente de las importaciones y la disminución de su cotización internacional -pasó de US\$ 93,7 por TM a US\$ 74,3 por TM en 2005 alentó una mayor producción de carne de ave en un contexto de expansión de demanda.

**Cuadro 24**  
**OFERTA INTERNA - PRINCIPALES ALIMENTOS**

	2003	2004	2005*	Var.%	
				2004	2005
<b>Arroz</b>	<b>1 511</b>	<b>1 352</b>	<b>1 765</b>	<b>-11</b>	<b>31</b>
Producción 1/	1 495	1 272	1 642	-15	29
Importación	16	80	123	404	54
<b>Azúcar</b>	<b>909</b>	<b>889</b>	<b>918</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>
Producción	958	746	693	-22	-7
Importación	12	184	266	1 446	44
(-)Exportación	61	41	42	-32	0
<b>Maíz amarillo duro</b>	<b>2 039</b>	<b>2 068</b>	<b>2 438</b>	<b>1</b>	<b>18</b>
Producción	1 097	963	1 027	-12	7
Importación	942	1 105	1 412	17	28

Fuente: Ministerio de Agricultura.

\* Estimado.

1/ Arroz pilado.

El sector agropecuario crecería 3,0 por ciento en 2006, en base a la recuperación de la producción de caña de azúcar - afectada por un largo período de sequía,- mejores cosechas del café, -por mejor posicionamiento en el mercado externo- y la mayor actividad de los productos de agroexportación - ampliándose la diversidad y con mayor valor agregado- y de la industria avícola -que continuará desarrollando sus proyectos de exportación iniciados a fines de 2005.

## RECUADRO 8

### CONDICIONES CLIMÁTICAS Y POSIBILIDAD DE OCURRENCIA DE LA NIÑA

Las alteraciones climáticas de los últimos meses y el retraso de las lluvias en la sierra han reducido el área sembrada de los principales cultivos en 7 por ciento. Los cultivos más afectados han sido la papa, el maíz amarillo duro y maíz amiláceo.

#### ÁREA SEMBRADA AGOSTO - NOVIEMBRE

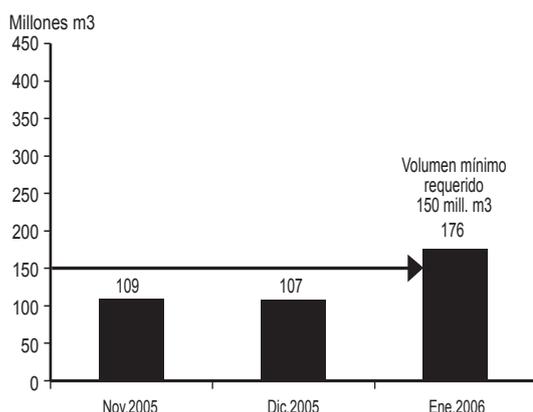
	Miles de Has.			Avance	
	2004-05	2005-06	Var. %	Var. abs.	%
<b>Total</b>	<b>742</b>	<b>690</b>	<b>-7,0</b>	<b>-52</b>	<b>46</b>
Maíz duro	128	109	-14,6	-19	42
Papa	200	184	-8,4	-17	68
Maíz amiláceo	191	180	-5,8	-11	70
Algodón	46	40	-13,7	-6	54
Yuca	52	48	-8,4	-4	36
Cebolla	6	5	-19,7	-1	42
Arroz	115	120	4,1	5	19

Fuente: Ministerio de Agricultura.

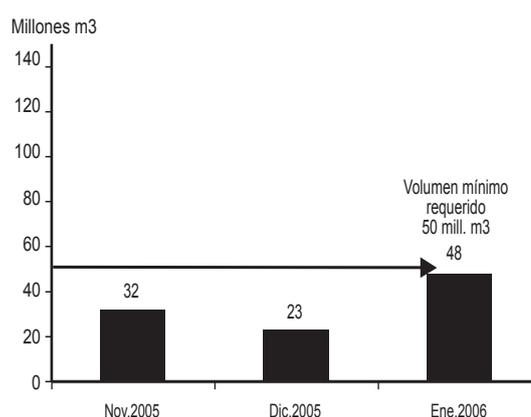
Cabe señalar que a mediados de 2005, el Reservorio de Poechos en Piura alcanzó un buen nivel de agua almacenada, lo que alentó mayores siembras de arroz en la campaña chica (20 mil hectáreas de una siembra anual de 40 mil hectáreas). Al inicio de este año se adoptó una serie de medidas de racionalización con la finalidad de asegurar el abastecimiento de agua.

Como se observa en el gráfico, al 31 de enero, se dispone en el Reservorio de Poechos de un volumen de 176 millones de metros cúbicos, nivel por encima del mínimo requerido (150 millones de metros cúbicos) establecido por la Junta de Regantes para dar inicio a la campaña grande de siembras. En el Reservorio de San Lorenzo, en Piura, también continuaron mejorando los niveles de almacenamiento de agua en tanto que en el Reservorio de Gallito Ciego, en La Libertad, a pesar de registrar menores niveles respecto a meses anteriores el volumen es superior al mínimo requerido. En el Reservorio de Tinajones todavía subsisten bajos niveles de agua.

#### POECHOS - DEPARTAMENTO DE PIURA

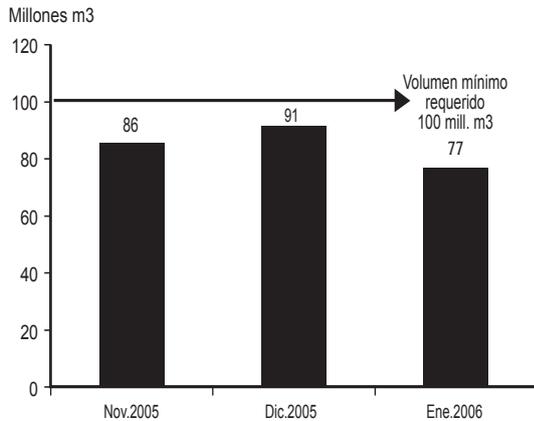


#### SAN LORENZO - DEPARTAMENTO DE PIURA

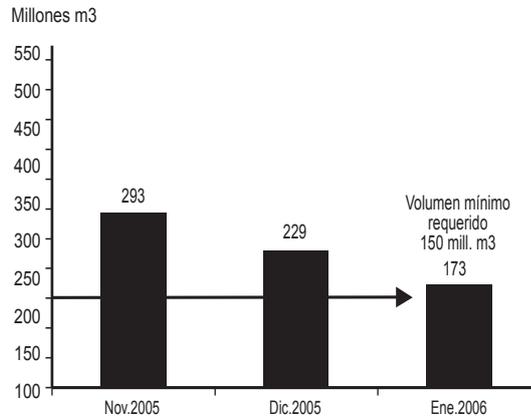


En las últimas semanas las lluvias se han agudizado en las zonas central y sur pudiendo afectar los rendimientos de algunos cultivos como la papa. En algunas zonas de la costa norte, las lluvias se están presentando con moderada intensidad desde Tumbes hasta La Libertad por lo tanto el Senamhi aún aconseja tomar las medidas de austeridad necesarias.

**TINAJONES - DEPARTAMENTO DE LAMBAYEQUE**



**GALLITO CIEGO - DEPARTAMENTO DE LA LIBERTAD**



La ausencia de lluvias y temperaturas ambientales y oceanográficas frías prolongan el ciclo productivo de algunos cultivos como el mango. Sin embargo, estas condiciones no han afectado la evolución de la producción de los principales cultivos en la costa norte.

El Comité Multisectorial Encargado del Estudio del Fenómeno “El Niño” (ENFEN) ha emitido un comunicado el 19 de enero señalando que se espera que hasta febrero continúen las condiciones levemente frías normalizándose en marzo. Respecto al último informe de la Oficina Nacional de Estudios Oceanográficos y Atmosféricos de Estados Unidos de NA (NOOA), que prevé condiciones para el desarrollo del evento “Niña” en los próximos tres a seis meses están referidos al Océano Pacífico central ecuatorial (zonas 3 y 4 en el mapa) y no al litoral peruano (zona 1 y 2).

En efecto, para que se dé este fenómeno, se tendría que registrar anomalías negativas o enfriamiento (-2 grados centígrados) en la superficie del mar frente a nuestras costas durante un período sostenido de tres meses, situación que no se ha presentado hasta ahora.

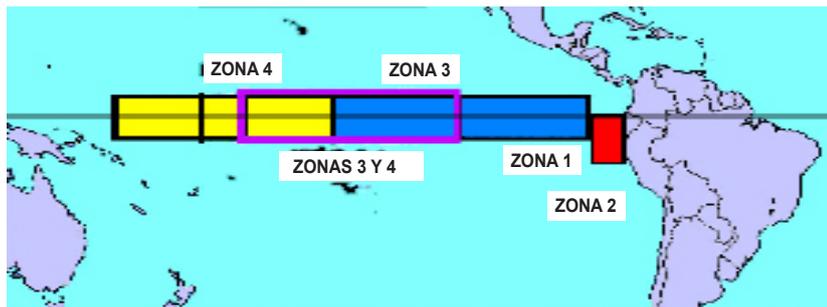
**ANOMALÍA -TEMPERATURA SUPERFICIAL DEL MAR  
En grados Centígrados - Puerto de Paita**

	2003	2004	2005	2006 1/
Enero	0,6	0,2	0,3	0,5
Febrero	-1,1	-0,6	-0,8	
Marzo	0,1	-0,9	-2,3	
Abril	-2,1	-0,2	-0,4	
Mayo	-1,7	-1,7	0,9	
Junio	-1,5	-1,5	-0,9	
Julio	-0,7	0,0	-0,4	
Agosto	1,3	-0,5	1,2	
Setiembre	0,9	1,3	-0,2	
Octubre	1,8	1,2	-0,6	
Noviembre	1,7	1,1	0,9	
Diciembre	-0,7	-0,8	0,4	

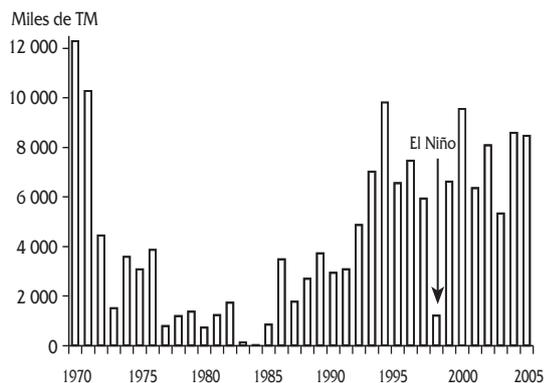
Fuente: IMARPE.  
1/ Al 21 de enero.

En este contexto, el crecimiento de la producción agrícola sería menor en algunos cultivos tradicionales como arroz, papa y maíz tanto por el retraso de siembras como por las alteraciones climáticas que impactan en los rendimientos. No obstante esta menor producción, en el caso del arroz, no va a afectar el abastecimiento para el consumo interno debido a los elevados niveles de inventarios y a una mayor campaña chica. Los cultivos para la exportación tampoco se verían afectados por la tecnificación en sus sistemas de riego y por sus prácticas agronómicas.

**ÁREAS NIÑA**



**Gráfico 48**  
**EXTRACCIÓN DE ANCHOVETA ANUAL 1970-2005**



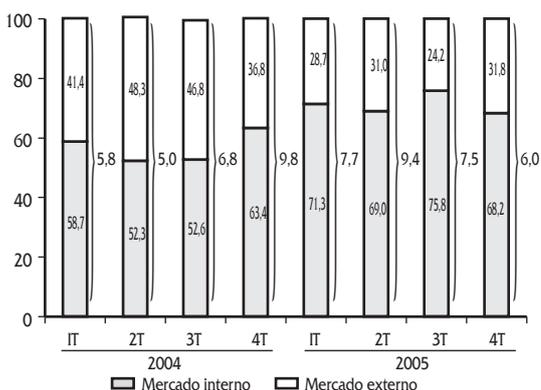
44. El **sector pesca** habría crecido 1,6 por ciento en 2005, por una mayor extracción para consumo humano, principalmente conservas y congelado que compensó los menores desembarques de anchoveta (8,6 millones de TM en 2004 frente a 8,5 millones de TM en 2005). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que por segundo año consecutivo se superaron los 8 millones de TM, lo cual no ocurría desde 1970. En la pesca para consumo humano contrastó la mayor producción de conservas y congelado de atún, abalón, langostinos y caracol con la menor extracción para fresco por condiciones adversas (temperaturas frías y alteraciones de vientos) en la zona de las 5 millas marinas donde se desarrolla esta actividad.

Para 2006 se proyecta un crecimiento de 3,1 por ciento, lo cual reflejaría la continuidad del dinamismo de la industria de conservas, en base a la diversificación de especies, la recuperación de la extracción para congelado, por mejores técnicas de cultivo de conchas de abanico y langostinos, y mayor pesca para uso en estado fresco por diversificación de especies y la recuperación de la pesca de merluza y jurel por normalización de las temperaturas marinas a partir de febrero de 2006. La extracción de anchoveta disminuiría ligeramente de 8,4 a 7,9 millones de TM respecto al año 2005, debido a la elevada presencia de juveniles en los últimos años y niveles históricos de captura de anchoveta. Se prevé, en cambio, una recuperación del recurso merluza, por control biológico de la especie.

45. El crecimiento del **sector minería e hidrocarburos** (8,7 por ciento) se explicaría por el ingreso de Alto Chicama y la mayor producción de Yanacocha, elevando en 19,0 por ciento la extracción de oro, en un contexto de precios elevados (el promedio por onza pasó de US\$ 410 a US\$ 446, entre 2004 y 2005, respectivamente). A ello se sumó la mayor producción de hierro (7,5 por ciento) y plomo (4,4 por ciento). En contraposición, la producción de cobre disminuyó 2,8 por ciento debido a una menor producción de BHP Billiton Tintaya por problemas con las comunidades colindantes, mientras que la extracción de zinc cayó 0,6 por ciento por una menor extracción de Antamina. La producción de hidrocarburos, aumentó 24,0 por ciento, por la mayor extracción de gas natural (73,6 por ciento), cuyo nivel promedio mensual pasó de 2 529 millones de pies cúbicos en 2004 a 4 391 millones de pies cúbicos en 2005, como consecuencia de una mayor producción de Camisea y una mayor contribución de Aguaytía.

Para 2006 se espera un menor incremento (1,6 por ciento), pues la mayor producción de zinc (6,8 por ciento), cobre (2,2 por ciento) y hierro (5,0 por ciento) sería compensada por una menor producción de oro (-3,7 por ciento) debido a una menor extracción de Yanacocha. Mediante un comunicado

**Gráfico 49**  
**CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA**  
**NO PRIMARIA POR MERCADO DE DESTINO**  
 (Puntos porcentuales)



esta empresa señaló que su meta para 2006 es de 2,7 millones de onzas, ya que enfrenta un terreno con mayor cantidad de sulfuros que dificulta la operación. La extracción de hidrocarburos aumentaría 13,1 por ciento gracias a incrementos de petróleo (12,7 por ciento) -por los incrementos del lote 8 y 1-AB de Pluspetrol en Loreto- y gas natural (15,6 por ciento) -por el aumento de Camisea-.

46. En el año 2005, la **producción manufacturera** habría crecido 6,1 por ciento, principalmente por la mayor actividad de la manufactura no primaria, que se elevó 7,6 por ciento y compensó la disminución de la manufactura primaria por la menor extracción para harina y aceite de pescado y de refinación de metales no ferrosos.

El crecimiento de la **manufactura no primaria** se dio en un contexto de incremento de la demanda interna por un crecimiento del empleo así como la recuperación de los ingresos y las mayores exportaciones. En este sector, destacó la mayor producción de los rubros alimentos, bebidas y tabaco; industria del papel e imprenta; productos químicos; caucho y plásticos; y minerales no metálicos. Este resultado obedeció al desarrollo de algunos proyectos mineros, el dinamismo del sector construcción y el aumento de la demanda interna incentivada por la presentación de nuevos productos y, en menor medida, al incremento de las exportaciones no tradicionales (22,9 por ciento).

En el acumulado enero - noviembre de 2005, las ramas que más crecieron fueron sustancias químicas básicas (por mayores exportaciones), otros artículos de papel y cartón (por el embalaje de los productos de exportación), cemento (por mayor demanda interna y mayores exportaciones) y cerveza y malta (por mayor demanda interna).

**Cuadro 25**  
**PRINCIPALES RAMAS QUE REGISTRARON**  
**LOS MAYORES AUMENTOS**  
 (Enero-Noviembre 2005)

Ramas	Anual	Var. %	Contrib. % 1/
Sustancias químicas básicas	33,0		0,7
Otros artículos de papel y cartón	29,3		0,6
Cemento	10,8		0,5
Cerveza y malta	21,6		0,4
Productos metálicos para uso estructural	18,6		0,4
Manufacturas diversas	14,8		0,4
Mayólicas	16,6		0,3
Prendas de tejidos de punto 2/	7,0		0,3
Productos lácteos	8,0		0,3

1/ Contribución porcentual con respecto a la manufactura no primaria.  
 2/ La variación corresponde al número de prendas producidas.

Fuente: Ministerio de la Producción.

### RECUADRO 9 MANUFACTURA NO PRIMARIA: CRECIMIENTO 2004-2005

Al finalizar el año 2005, la manufactura no primaria<sup>1/</sup> habría registrado una tasa de crecimiento de 7,6 por ciento, luego de haber crecido interrumpidamente desde el año 2000. Después de la crisis de los años 1998-1999, se inicia una etapa de recomposición industrial en la que un mayor número de empresarios empieza a mirar al mercado externo como una posibilidad para atenuar la caída de sus ventas internas. Esta búsqueda de nuevos mercados implicó una serie de cambios al interior de las empresas tanto en términos de infraestructura como de gestión. Entre 2002 y 2005 las importaciones de bienes de capital para la industria crecieron 72 por ciento, pasando de US\$ 1 227 millones a US\$ 2 110 millones.

Dada la mayor inserción del Perú en el entorno internacional, es de esperarse que el país se especialice en algunas ramas, las cuales han tenido un mayor crecimiento en los últimos años debido a mejoras de competitividad. No obstante, también existen otras ramas cuya producción se reduce por mayor competencia de importaciones.

En términos de gestión empresarial, las modificaciones incluyeron una amplia gama de reformas cuyo objetivo final fue el incremento de productividad con la finalidad de alcanzar mayores niveles de competitividad que les permitiera a las empresas aprovechar esta mayor inserción del Perú en el mercado internacional. Estas reformas (relacionadas con temas de logística, del ámbito laboral o de reestructuración patrimonial, entre las más importantes) estuvieron acompañadas de una reducción permanente de las tasas de interés en un contexto de baja inflación que hizo posible que las empresas se desarrollaran en un ambiente favorable a la inversión.

Si bien el impulso de las exportaciones ha sido importante en el crecimiento de la manufactura no primaria, es a partir de 2003 que se empieza a gestar el crecimiento del mercado interno sustentado en un crecimiento del empleo y de los ingresos de la población con expansiones de los centros de consumo urbanos incorporando cada vez más ciudades del interior del país- y es en 2005 cuando se consolida la participación del mercado interno, registrándose la contribución al crecimiento más alta del último quinquenio.

Con la finalidad de analizar más en detalle la naturaleza del crecimiento de los dos últimos años de la manufactura no primaria, en el siguiente gráfico se presenta la distribución del crecimiento de las 39 agrupaciones industriales en tres grandes grupos. El primero incluye a las ramas que registraron caídas en los dos últimos años; el segundo comprende a aquellas ramas que presentaron un crecimiento promedio hasta 10 por ciento, y en el tercero, se ubicó a las ramas que tuvieron los mayores crecimientos, es decir, más de 10 por ciento. Cabe señalar que en este período la manufactura no primaria creció en promedio 7,2 por ciento por año.

Se observa que de las 39 agrupaciones sólo 5 registran tasas negativas de crecimiento, explicado por factores específicos que les impidieron aprovechar la mayor demanda tanto interna como externa. Entre éstos se encuentran: tabaco y maquinaria y equipo, por cierre de operaciones de las principales empresas que las conforman (Tabacalera Nacional, al cambiar de giro de industrial a comercial y, Faminco), cuero y calzado, por la mayor presencia de productores informales y productos farmacéuticos por mayor competencia así como por el incendio ocurrido en 2004 en una de las principales empresas del sector.

Los factores que explican la mayor actividad de las ramas que crecieron hasta 10 por ciento se encuentran ligados a una combinación de mayor demanda proveniente del dinamismo de la actividad económica interna así como del crecimiento de las exportaciones. Así, a este grupo pertenecen las de alimentos, bebidas, productos de tocador y limpieza y prendas de vestir, por mayor consumo interno; abonos y plaguicidas, por una mayor demanda de la agricultura; cuerdas, cordeles y redes, por mayor abastecimiento a la actividad pesquera; plásticos, caucho, productos de papel, envases de papel y cartón, por mayores ventas para la industria y actividades de exportación no tradicional.

En el tercer grupo se ubicaron las ramas que lograron crecimientos por encima del 10 por ciento, entre las que destaca el impulso proveniente principalmente del mercado interno aunque en algunas ramas, como las de tejidos de punto sí fueron

determinantes los mayores pedidos del exterior, principalmente de los Estados Unidos de Norteamérica en el marco del APTDEA. Las mayores ventas en el mercado interno han estado vinculadas a la mayor actividad minera (explosivos), a la construcción (cemento y mayólicas así como otros materiales para la construcción) y a la actividad comercial, por ejemplo incentivando la mayor producción de mototaxis.

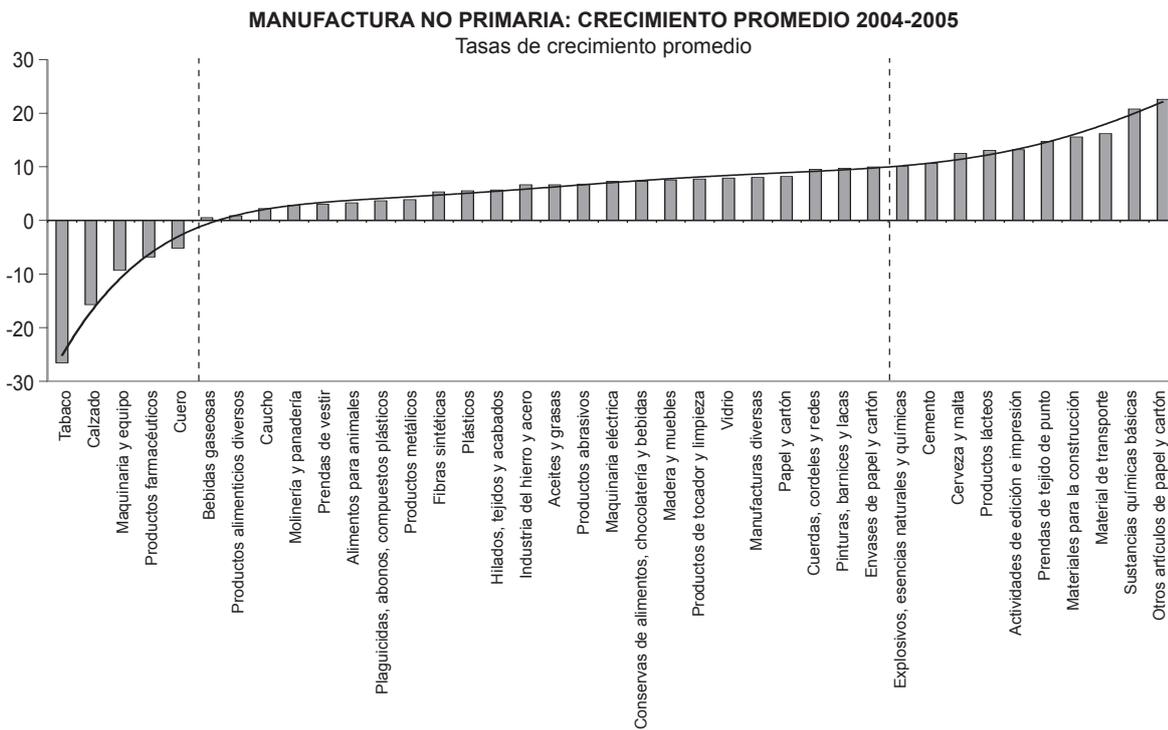
En el caso de la industria cervecera, ésta se ha visto incentivada por la mayor competencia al incorporarse una nueva empresa (Cía. Cervecería Ambev) y el lanzamiento de nuevos productos (menores precios). La producción de lácteos también ha tenido un crecimiento por encima del 10 por ciento favoreciendo a su vez la producción local pecuaria, incentivada tanto por las mayores ventas en el mercado local como en las exportaciones hacia Centroamérica.

Asimismo, las actividades de edición e impresión crecieron tanto por mayores exportaciones como por las mayores promociones (folletos de publicidad) ligadas al desarrollo de actividades comerciales.

#### TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA

	Total	Mercados	
		Interno	Externo
1997	6,2	5,2	1,1
1998	-1,8	-2,1	0,2
1999	-4,7	-4,5	-0,2
2000	4,9	4,0	0,9
2001	1,4	0,3	1,1
2002	5,1	4,8	0,3
2003	3,1	2,3	0,8
2004	6,9	4,0	2,9
2005	7,6	5,4	2,2

Fuente: Ministerio de la Producción y BCRP.

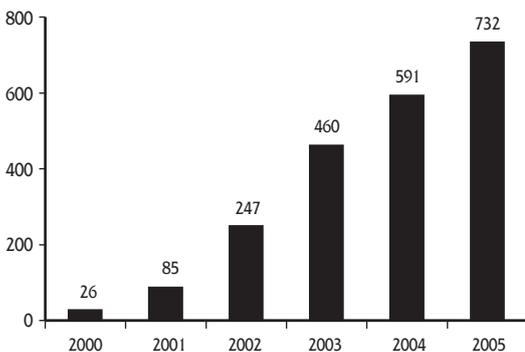


Las sustancias químicas básicas se incrementaron por mayores exportaciones de colorantes químicos y naturales y de soda cáustica gracias a mejores precios en el mercado internacional; y por la mayor producción de gases industriales asociada a la mayor demanda del sector salud e industrial en el mercado local.

1/ Aquella que no depende del abastecimiento de recursos naturales (primarios) y está ligada más bien a condiciones de demanda tanto interna como externa.

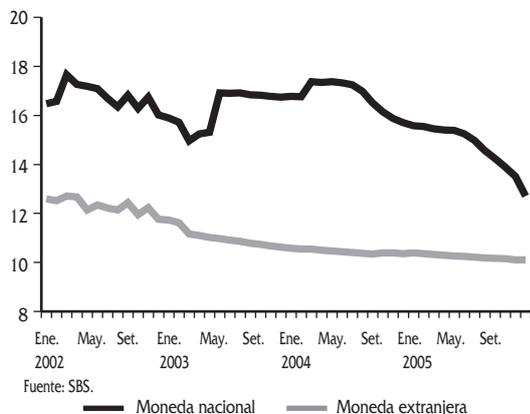
El sector manufactura crecería 5,5 por ciento en 2006. La industria de procesamiento de recursos primarios aumentaría 3,5 por ciento reflejando la mayor actividad de azúcar, productos cárnicos y de la industria pesquera. A nivel de la actividad de la manufactura no primaria (6,2 por ciento), destaca la mayor producción de minerales no metálicos, la industria de papel e imprenta y productos químicos, caucho y plásticos.

**Gráfico 50**  
**COLOCACIONES DEL FONDO MIVIVIENDA**  
(Millones de nuevos soles)



47. **El sector construcción** habría crecido 8,5 por ciento durante el año 2005, debido al incremento de la autoconstrucción, la edificación de centros comerciales y al dinamismo del mercado hipotecario, en donde las entidades financieras registraron un crecimiento de 26,2 por ciento en sus colocaciones, en un contexto en el cual las tasas de interés en moneda nacional y extranjera para este tipo de crédito continuaron disminuyendo, alcanzando tasas a diciembre de 12,7 y 10,1 por ciento, respectivamente. Este crecimiento en los créditos hipotecarios estuvo liderado por el programa Mivivienda, cuyos préstamos crecieron cerca del 50 por ciento durante el año anterior, y por el crecimiento de otras fuentes de financiamiento durante la segunda parte del año.

**Gráfico 51**  
**TASA DE INTERÉS PARA LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS**  
(Promedio de las empresas bancarias)



Asimismo, la ejecución de obras en el sur del país como el mejoramiento de la Planta de Fundición de Ilo, la construcción de la Presa Pillones, la ampliación de la Planta de Sulfuros Primarios de la Sociedad Minera Cerro Verde y nuevas obras de los gobiernos regionales contribuyeron al crecimiento del sector. Este crecimiento se vio reflejado en el incremento de 10 por ciento del consumo interno de cemento.

Para el 2006 se espera que este sector crezca 8,0 por ciento por el favorable desempeño de la inversión privada, en especial la registrada en la edificación de complejos habitacionales y oficinas, con un mayor dinamismo en la zona del norte del país, área que ha registrado un importante crecimiento en ingresos y en la cual se planea la ejecución de diversos proyectos comerciales. Asimismo, dicho crecimiento se explicaría también por la ejecución de proyectos mineros, obras eléctricas y de hidrocarburos, y los grandes proyectos viales.

## V.2 Finanzas públicas

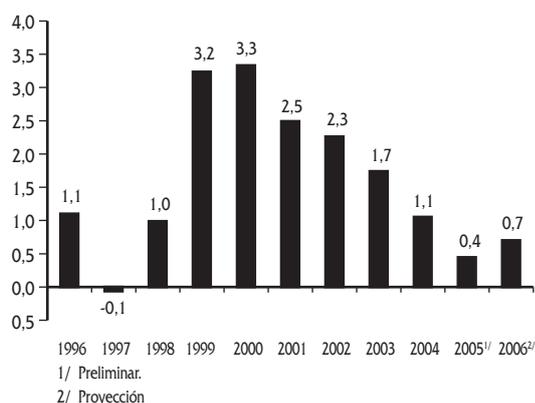
El resultado económico en el 2005 registró un déficit de 0,4 por ciento del PBI, 0,7 puntos porcentuales menor respecto al ejercicio anterior y el más bajo desde 1997. Para el 2006, se considera que se cumple simultáneamente con el tope para el déficit fiscal de 1 por ciento del PBI y el límite para el incremento del gasto público real de 3 por ciento anual establecidos en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF).

48. La mejor posición fiscal en el 2005 (déficit de 0,4 por ciento del PBI) se explica por un resultado primario de 1,6 por ciento del PBI, mayor en 0,5 puntos porcentuales al año previo debido a mayores ingresos corrientes del gobierno central, particularmente por el impuesto a la renta y al mejor resultado primario de los gobiernos locales, entidades que han acumulado una parte importante de las transferencias recibidas del gobierno central; y por menores vencimientos de intereses de la deuda pública.

Los intereses de la deuda pública ascendieron a 2,0 por ciento del PBI, menores en 0,1 por ciento respecto al 2004 debido a los menores intereses por deuda externa en términos de PBI por efecto de la apreciación cambiaria registrada en la primera parte del periodo, aunque los vencimientos en dólares aumentaron de US\$ 1 159 millones a US\$ 1 280 millones.

Se proyecta un aumento del déficit fiscal en el 2006 (0,7 por ciento del PBI), lo cual reflejaría en parte un aumento en los intereses de la deuda pública que corresponderían al impacto de mayores tasas de interés internacionales y al alargamiento

**Gráfico 52**  
**DÉFICIT ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)



**Cuadro 26**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**

(Millones de nuevos soles)

	2004	2005		2006*	
		R.I. Ago.05	R.I. Ene.06	R.I. Ago.05	R.I. Ene.06
<b>1. Ingresos corrientes del Gobierno Central</b>	<b>35 381</b>	<b>39 800</b>	<b>41 175</b>	<b>42 016</b>	<b>44 032</b>
(% del PBI)	15,1	15,7	15,9	15,6	15,8
Var. % real	8,1	10,5	14,5	3,2	4,4
<b>2. Gastos no financieros del Gobierno Central</b>	<b>-34 165</b>	<b>-38 250</b>	<b>-38 546</b>	<b>-39 920</b>	<b>-40 650</b>
(% del PBI)	-14,6	-15,1	-15,0	-14,8	-14,6
Var. % real	4,8	10,0	11,0	2,0	3,0
Corriente	-29 870	-33 250	-33 607	-34 364	-35 422
(% del PBI)	-12,8	-13,1	-13,0	-12,8	-12,7
Var. % real	5,3	9,3	10,7	1,0	2,9
Capital	-4 295	-5 000	-4 938	-5 556	-5 228
(% del PBI)	-1,8	-2,0	-1,9	-2,1	-1,9
Var. % real	1,5	14,4	13,2	8,6	3,4
<b>3. Otros</b>	<b>1 184</b>	<b>1 127</b>	<b>1 499</b>	<b>1 378</b>	<b>726</b>
(% del PBI)	0,5	0,4	0,6	0,5	0,3
<b>4. Resultado Primario</b>	<b>2 400</b>	<b>2 677</b>	<b>4 129</b>	<b>3 474</b>	<b>4 108</b>
(% del PBI)	1,0	1,1	1,6	1,3	1,5
<b>5. Intereses</b>	<b>-4 865</b>	<b>-5 153</b>	<b>-5 173</b>	<b>-6 036</b>	<b>-6 103</b>
(% del PBI)	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
De los cuales:					
Bonos de reconocimiento	-333	-163	-105	-237	-232
Externos (Millones de US\$)	-\$1 159	-\$1 280	-\$1 280	-\$1 337	-\$1 344
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-2 465</b>	<b>-2 476</b>	<b>-1 044</b>	<b>-2 563</b>	<b>-1 995</b>
(% del PBI)	-1,1	-1,0	-0,4	-1,0	-0,7
Millones de US\$	-\$754	-\$759	-\$271	-\$777	-\$603

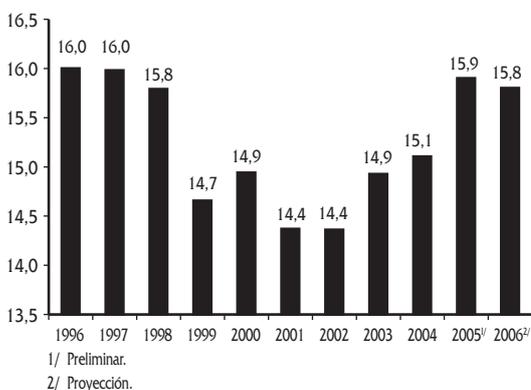
\* Proyección.

de los plazos de la deuda pública a través de operaciones de canje de deuda que se efectuaron con el fin de reducir el riesgo de refinanciación de la deuda. El resultado primario sería de 1,5 por ciento del PBI. Este déficit podría ser mayor en la medida que los gobiernos subnacionales incrementen su ritmo de gasto y utilicen los recursos no utilizados en años previos.

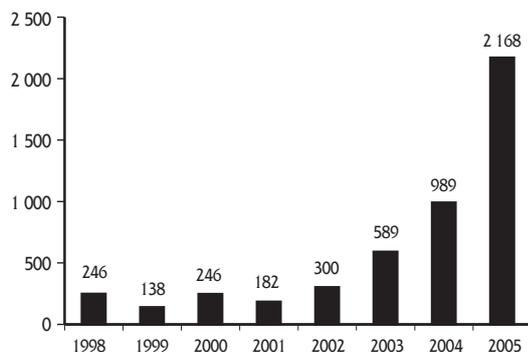
49. En el 2005, los ingresos corrientes del gobierno central ascendieron a 15,9 por ciento del PBI, monto superior en 0,8 puntos porcentuales a lo recaudado en 2004 (incremento real de 14,5 por ciento). Este desempeño se origina principalmente en la mejora del Impuesto a la Renta, que aumentó 22 por ciento en términos reales, principalmente por la mayor expansión de la actividad económica, el aumento en los precios de los minerales, así como en el incremento en la tasa del impuesto de 27 a 30 por ciento a partir del ejercicio 2004. Estos últimos dos factores explican el aumento en los pagos por regularización anual de este impuesto los que ascendieron a 0,8 por ciento del PBI.

50. El IGV registró un aumento de 11 por ciento real que se sustenta tanto por el dinamismo de la actividad económica y el incremento en las importaciones como por las ampliaciones del ámbito de aplicación los mecanismos de pago de im-

**Gráfico 53**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 54**  
**IMPUESTO A LA RENTA: SECTOR MINERÍA**  
(Millones de nuevos soles)



puestos introducidas en agosto de 2004 (inclusión de bienes y servicios en el sistema de detracciones) y a partir de enero 2005 (aplicación de percepciones a las ventas locales de diversos productos). La recaudación fiscal también aumentó por la implementación del Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- que generó ingresos por 0,4 por ciento y por mayores recursos por regalías y canon (en 0,2 por ciento del PBI) asociados a las actividades petroleras y gasíferas así como a la minería. Estos desarrollos compensaron la pérdida fiscal generada por la desgravación parcial a los combustibles de 19 por ciento promedio con el propósito de atenuar el impacto de los precios internacionales

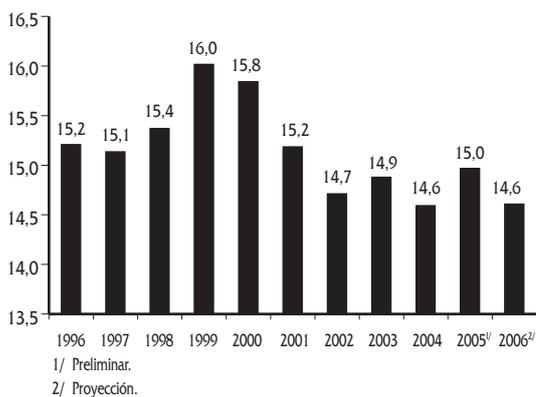
En las cuentas fiscales, se ha incorporado S/. 180 millones por obligaciones del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles generadas principalmente durante el 2005. Asimismo, en este período, se dejaron de recaudar S/. 160 millones por disminuciones del ISC efectuadas en julio, agosto y setiembre y S/. 620 millones por efecto de reducciones del ISC realizadas durante el año 2004.

Sin embargo, se debe destacar que dichos costos fueron contrarrestados con la mayor recaudación del IGV, del Impuesto a la Renta, Regalías y Aranceles producto del aumento de la cotización internacional del petróleo y derivados.

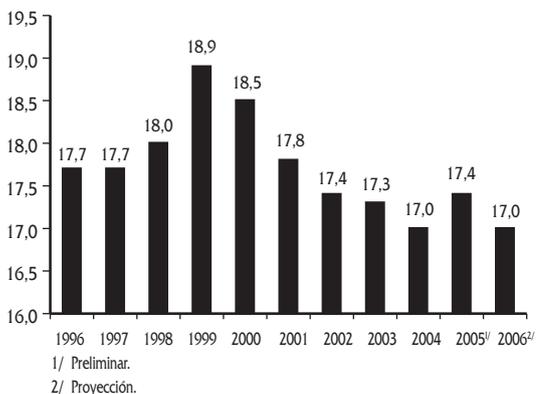
51. Los ingresos corrientes del gobierno central en el 2006 ascenderían a 15,8 por ciento del PBI, monto inferior en 0,1 por ciento del PBI al observado en 2005, lo que implica un aumento real de 4,4 por ciento. Esta proyección incorpora la reducción de la recaudación arancelaria por efecto de la desgravación al petróleo crudo y al diesel, así como el reciente aumento en el ISC que grava al Diesel 2 (en S/. 0,44 por galón).

Se estima que la recaudación por Impuesto a la Renta alcanzará el 4,4 por ciento del PBI, impulsada por mayores pagos a cuenta los que serían resultado del mayor impuesto devengado en el ejercicio 2005, que también se expresaría en la regularización esperada por este impuesto, equivalente a 0,8 por ciento del PBI, similar a la del año pasado. Por su parte, la recaudación por el Impuesto General a las Ventas -IGV- aumentaría en 0,1 por ciento del PBI debido principalmente al mayor volumen de importaciones lo que sería parcialmente compensado por una reducción del gravamen sobre las ventas internas ocasionada principalmente porque el ejercicio 2005 contiene ingresos extraordinarios asociados a una transferencia de participaciones accionarias. En cuanto al ISC, la proyección asume una pérdida de 0,1 por ciento del PBI asociada al efecto del mayor uso de gas natural, lo que también se reflejaría en

**Gráfico 55**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 56**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)



la mayor recaudación por regalías y canon. Finalmente, las devoluciones de impuestos alcanzarían el 1,7 por ciento del PBI debido al mayor crecimiento del sector exportador.

52. El gasto no financiero de 2005 ascendió a 15,0 por ciento del PBI lo que representa un incremento real de 11 por ciento respecto al año anterior. Este aumento se explica por las mayores transferencias a los gobiernos locales, a la Oficina de Normalización Previsional -ONP-, así como por mayores gastos en formación bruta de capital. Respecto a las transferencias corrientes, éstas se incrementaron en 0,2 puntos porcentuales del PBI, mientras que la inversión del gobierno central lo hizo en 0,1 por ciento del PBI. También contribuyeron al aumento del gasto los aumentos otorgados desde el segundo semestre de 2004 y los de 2005 principalmente a maestros y profesionales de la salud, cuyo costo anual se estima en S/. 528 millones. Por su parte, el gasto de capital aumentó 13 por ciento en términos reales debido a una mayor ejecución de proyectos de inversión.

En el 2006, los gastos no financieros del gobierno central ascenderían a 14,6 por ciento del PBI, monto inferior en 0,4 puntos porcentuales del producto a la ejecución del año 2005. Este menor dinamismo del gasto tiene como supuesto aumentos salariales ya anunciados así como a menores gastos por pensiones ya que a fines del 2005 se adelantó el pago de devengados por obligaciones previsionales a cargo de ONP. De otro lado se espera que se mantenga el ritmo de ejecución de proyectos de inversión (1,9 por ciento del PBI) observado el año 2005. Debe mencionarse que a nivel del gobierno general el gasto no financiero aumentaría a una tasa de 3 por ciento real (medido con el deflator del PBI), cifra consistente con la LRTF.

La medición del límite al crecimiento real del gasto no financiero contenido en la LRTF (3 por ciento anual) usando el deflator del PBI introduce un sesgo procíclico en el manejo fiscal, en el sentido que este indicador de precios permite que las variaciones favorables (adversas) en los términos de intercambio se trasladen a un mayor (menor) gasto de gobierno.

53. La amortización de la deuda pública ascendió a US\$ 4 460 millones nivel que refleja las operaciones prepago que se efectuaron al Club de París (por US\$ 1 555 millones) y a JAPECO (por US\$ 757 millones) así como la amortización de bonos D. S. 138-2000-EF, asociada al Programa Consolidación del Sistema Financiero, por US\$ 388 millones. Cabe mencionar que dicha amortización de deuda interna se financió principalmente con el intercambio por nuevos bonos soberanos por S/. 1 244 millones (equivalente a US\$ 380 millones).

La amortización de deuda pública en el año 2006 ascendería al equivalente a US\$ 1 526 millones y se compone de vencimientos de deuda externa por US\$ 1 132 millones y de deuda interna por US\$ 394 millones. Debe mencionarse que la proyección considera los menores vencimientos producto del prepago de deuda externa al Club de París y Japeco efectuado el 2005, los que se estiman en US\$ 771 millones para el año 2006.

### Cuadro 27 FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

	2004	2005		2006*	
		R.I. Ago.05	R.I. Ene.06	R.I. Ago.05	R.I. Ene.06
<b>1. Resultado Económico (millones de soles)</b>	<b>-2 465</b>	<b>-2 476</b>	<b>-1 044</b>	<b>-2 563</b>	<b>-1 995</b>
(% del PBI)	-1,1	-1,0	-0,4	-1,0	-0,7
Millones de US\$	-754	-759	-271	-777	-603
<b>2. Amortización (millones de US\$)</b>	<b>-2 068</b>	<b>-3 695</b>	<b>-4 460</b>	<b>-1 550</b>	<b>-1 526</b>
Redención de bonos de reconocimiento	-215	-197	-192	-94	-95
Internos	-505	-588	-591	-306	-299
Externos	-1 348	-2 909	-3 678	-1 150	-1 132
<b>3. Requerimiento financiero (millones de US\$)</b>	<b>2 822</b>	<b>4 454</b>	<b>4 732</b>	<b>2 327</b>	<b>2 129</b>
Desembolsos externos	2 474	2 223	2 628	1 000	999
Libre disponibilidad	2 158	1 723	2 277	500	499
Proyectos de inversión	315	500	351	500	500
Bonos internos	766	1 803	2 096	1 150	674
Privatización	114	97	56	24	24
Otros	-532	331	-49	153	432

\* Proyección.

54. El requerimiento financiero del sector público del 2005 ascendió a US\$ 4 732 millones. Si se descuentan de este monto el financiamiento para las citadas operaciones de prepago de deuda externa, el requerimiento financiero se reduciría en US\$ 393 millones respecto al 2004 lo que refleja el menor déficit fiscal generado en el año 2005. Los desembolsos externos ascendieron a US\$ 2 628 millones de los cuales US\$ 1 682 millones correspondieron a emisiones globales. La colocación de bonos soberanos ascendió S/. 6 688 millones (equivalentes a US\$ 2 096 millones) en el mercado doméstico. Del total de bonos emitidos se utilizaron en el prepago de deuda externa US\$ 1 250 millones provenientes de bonos globales y US\$ 1 042 millones de bonos soberanos.

Los plazos se extendieron hasta 15 años en el caso de los bonos nominales en soles y hasta 30 años en el caso de los bonos VAC, con lo que se amplió el plazo promedio del saldo de deuda pública en soles de 5,3 años en diciembre 2004 a 9,8 años en diciembre 2005. Entre las colocaciones más significativas resaltan dos efectuadas en julio de 2005,

por S/. 1 500 millones y S/. 1 050 millones (a 12 y 15 años, respectivamente), para financiar el prepago de la deuda con el Club de París y otra efectuada en diciembre del mismo año por S/. 811 millones (a 15 años), para financiar el prepago de la deuda con JAPECO.

**Cuadro 28  
COLOCACIONES DE BONOS SOBERANOS  
BAJO EL PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO**

Bono		Colocación primaria		
Denominación	Plazo residual (años)	Monto (mill. S/.)	Tasa	Fecha de liquidación

**SETIEMBRE 2005**

13-oct.-2024 <sup>1/</sup>	19,1	349,1	5,74%+VAC	8/9/05
12-ago.-2016	10,9	150,0	7,10%	20/9/05
31-ene.-2035	29,4	150,0	5,20%+VAC	20/9/05
Total		649,1		

**OCTUBRE 2005**

10-mar.-2010	4,4	75,0	6,49%	18/10/05
31-ene.-2035	29,3	31,5	5,25%+VAC	18/10/05
Total		106,5		

**NOVIEMBRE 2005**

10-mar.-2010	4,3	42,4	6,30%	15/11/05
12-ago.-2016	10,7	75,0	7,50%	15/11/05
Total		117,4		

**DICIEMBRE 2005**

12-ago.-2020 <sup>2/</sup>	14,7	811,0	8,15%	12/12/05
Total		811,0		

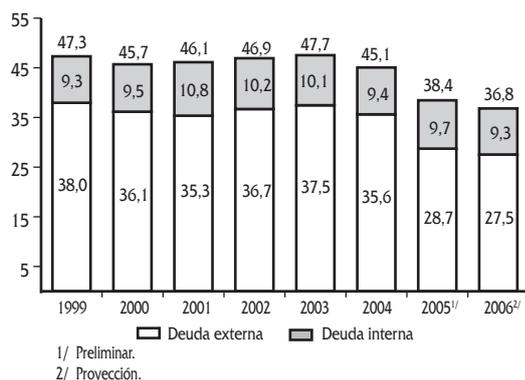
1/ En el marco de la operación interna de intercambio de bonos (D.S. N° 052-2005-EF).

2/ En el marco de la operación de prepago de las obligaciones con JAPECO (D.S. N° 162-2005-EF).

Cabe destacar que entre setiembre y diciembre, el Tesoro Público continuó con la estrategia de colocación de bonos soberanos en soles a largo plazo en el mercado de deuda pública interna, tanto a tasa fija (11 y 15 años) y VAC (19 y 29 años). Las subastas de estos papeles contaron con la activa participación de inversionistas extranjeros, quienes a fines de diciembre poseían el 26 por ciento del saldo vigente de bonos soberanos en soles.

Asimismo, se recibieron en el año recursos de privatización por US\$ 56 millones los que incluyen los ingresos por la concesión de la cuarta banda de telefonía celular, ventas de participaciones accionarias en diversas JAPECO empresas y cuotas de privatizaciones realizadas en periodos anteriores.

**Gráfico 57**  
**DEUDA PÚBLICA: 1999-2006**  
(Porcentaje del PBI)



El requerimiento financiero en el 2006 ascendería a US\$ 2 129 millones y se cubriría con desembolsos de organismos multilaterales por US\$ 499 millones, desembolsos para proyectos de inversión por US\$ 500 millones, Bonos Soberanos por S/. 2 310 millones (equivalente a US\$ 674 millones) y la desacumulación de depósitos del fisco por US\$ 432 millones.

55. La razón deuda pública a PBI se redujo de 45,1 por ciento del PBI a diciembre de 2004 a 38,4 por ciento del producto a fines del 2005, lo que refleja tanto el menor déficit observado en el periodo como la combinación favorable de alto crecimiento del PBI y bajas tasas de interés sobre la deuda pública. La composición de la deuda evolucionó favorablemente, aumentando el componente denominado en moneda nacional de 16,0 por ciento en 2004 a 25,8 por ciento a fines del 2005 principalmente como resultado de las operaciones de prepago de deuda externa, que se financiaron en parte con la emisión de bonos soberanos en moneda nacional, y por el intercambio de los bonos D.S. 138-2000-EF denominados en moneda extranjera que vencían el 2005 por bonos soberanos en nuevos soles.

El saldo de la deuda pública se reduciría de 38,4 por ciento del PBI a fines de 2005 a 36,8 por ciento del producto a diciembre de 2006 debido al bajo déficit fiscal que reduce la demanda por nueva deuda pública así como por el alto crecimiento esperado del PBI real.

### V.3 Entorno internacional

*Durante el 2005 el entorno internacional continuó siendo bastante favorable contribuyendo a una mejora en los términos de intercambio y a una mayor demanda por nuestros productos de exportación. Para los próximos años, se espera un crecimiento similar en un contexto de incremento marginal en las tasas de interés internacionales que refleje una normalización en las condiciones monetarias externas. Los precios de las materias primas se mantendrían en niveles elevados durante el 2006, pudiendo incluso ser mayores por efecto de la liquidez internacional y de la rigidez existente en los mercados.*

#### Evolución de los socios comerciales

56. Luego de alcanzar en el 2004 una tasa de crecimiento récord en casi tres décadas (4,7 por ciento), la economía mundial (ponderada por la importancia de cada país en nuestro comercio exterior) desaceleró su ritmo de crecimiento durante el 2005 (3,9 por ciento). Esta tasa, si bien es menor a la del

año anterior, es consistente con el retiro gradual del estímulo monetario de las principales economías (en particular por parte de Estados Unidos de Norteamérica) y con una tasa sostenible en el mediano plazo.

57. La determinación de un indicador que mida el crecimiento de la economía mundial y su importancia para la economía peruana requiere algún criterio de ponderación. Este criterio consiste en utilizar la estructura de comercio exterior de un año reciente (2004).

La canasta está integrada por Estados Unidos, China, Reino Unido, Chile, Japón, España, Alemania, Holanda, Brasil, Canadá, Italia, Suiza, Colombia, Taiwán, México, Ecuador, Corea, Venezuela, Bélgica y Argentina. Los cambios más importantes respecto a años anteriores son la creciente participación de China (que ahora constituye nuestro segundo socio comercial) y España. Asimismo, los países de América Latina representan casi la cuarta parte de nuestro comercio.

**Cuadro 29**  
**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE**  
**LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/**

(En porcentaje)

	Ponderación 2/	2004	Proyecciones			
			2005		2006	
			Rl. Ago. 05	Rl. Ene. 06	Rl. Ago. 05	Rl. Ene. 06
<b>Socios Comerciales</b>	<b>100%</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
<b>Norteamérica</b>	<b>35%</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
Estados Unidos	33%	4,2	3,6	3,5	3,3	3,4
Canadá	2%	2,9	2,7	2,9	2,9	3,0
<b>Europa</b>	<b>26%</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
Alemania	3%	1,6	0,9	0,9	1,3	1,6
Bélgica	1%	2,4	1,4	1,5	2,0	2,0
España	8%	3,1	3,1	3,4	3,0	3,1
Holanda	2%	1,7	0,4	0,8	1,7	2,0
Italia	2%	1,0	-0,2	0,2	1,2	1,3
Reino Unido	6%	3,2	2,0	1,7	2,2	2,1
Suiza	3%	2,1	1,1	1,8	1,6	2,0
<b>Asia</b>	<b>15%</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>
China	8%	10,1	9,1	9,9	8,1	8,7
Corea	2%	4,6	3,6	3,9	4,9	4,9
Japón	4%	2,3	1,6	2,5	1,5	2,2
Taiwán	2%	6,1	3,7	3,8	4,1	4,0
<b>América Latina</b>	<b>23%</b>	<b>6,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
Argentina	2%	9,0	6,9	8,9	4,1	6,2
Brasil	5%	4,9	3,0	2,5	3,4	3,4
Chile	7%	6,1	5,9	6,3	5,2	5,5
Colombia	4%	4,0	3,8	4,7	3,8	4,3
Ecuador	2%	6,9	3,1	2,8	3,1	3,1
México	2%	4,4	3,6	3,1	3,5	3,5
Venezuela	2%	17,9	5,9	9,4	4,5	6,2

1/ Datos del Consensus Forecast del mes respectivo (excepto para algunos datos ejecutados).

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2004.

58. Estados Unidos de Norteamérica, nuestro principal socio comercial, creció 3,5 por ciento. El dinamismo de la actividad inmobiliaria, las mejoras en el mercado laboral y las condiciones financieras favorables continuaron impulsando el crecimiento de la demanda interna. El dinamismo de la demanda contrarrestó los choques de oferta adversos (incremento en el precio del petróleo y huracán Katrina). Este desarrollo se efectuó en un contexto de presiones inflacionarias relativamente contenidas, pero con desequilibrios externo y fiscal aún elevados.

### Cuadro 30 PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS

	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento de PBI (En %)	1,6	2,7	4,2	3,5	3,4
Consumo Personal (Var.% anual)	2,7	2,9	3,9	3,5	2,8
Inversión en negocios (Var. % anual)	-9,2	1,3	9,4	8,9	8,3
<b>Precios</b>					
Inflación (promedio)	1,6	2,3	2,7	3,4	2,8
Costos Laborales (Var. % anual)	3,8	3,9	3,9	3,2	3,5
<b>Tasas de interés</b>					
Notas del Tesoro a 3 meses (Var.% anual / fin per.)	1,2	0,9	2,2	4,0	4,5
Bonos del Tesoro a 10 años (Var. % anual / fin per.)	3,8	4,4	4,2	4,4	4,9
Diferencial entre tasas de corto y largo plazo (pbs.)	260	350	200	40	40

Fuente: Consensus Forecast de enero de 2006.

En los próximos años, la tasa de crecimiento estimada sería ligeramente menor, tasa que es consistente con un menor crecimiento del consumo por el retiro del estímulo monetario y la corrección paulatina en los precios de los inmuebles. Sin embargo, la inversión mantendría su dinamismo ante la relativa estabilidad de las tasas de largo plazo.

59. **China**, que se ha convertido en el segundo socio comercial del Perú, tuvo un crecimiento de 9,9 por ciento superior al inicialmente previsto en el Reporte de enero de 2005 (8,2 por ciento) lo que refleja en parte el crecimiento de sus exportaciones manufactureras. Para evitar riesgos de sobrecalentamiento, las autoridades chinas han venido implementado medidas tendientes a desacelerar la expansión del crédito y, a mediados de año, apreciaron el yuan en 2,1 por ciento (después de haberlo mantenido fijo desde 1994).

Para los próximos años crecería a tasas ligeramente menores al año previo por el mantenimiento de restricciones a la inversión en algunas actividades. Existe también la probabilidad de cierto impacto sobre el sector exportador en caso que Estados Unidos de Norteamérica aplique restricciones comerciales o China aprecie su moneda (las proyecciones del Consensus Forecast estiman una apreciación del yuan de 4 por ciento para el 2006). No obstante, la mayoría de casas de inversión consideran que una desaceleración significativa podría registrarse recién a partir del 2008.

**Cuadro 31**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE CHINA**

	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento de PBI (En %)	9,1	10,0	10,1	9,9	8,7
<b>Precios</b>					
Inflación (promedio)	-0,8	1,2	3,9	1,9	2,1
<b>Tasas de interés</b>					
Para capital de trabajo a 1 año (Var.% anual / fin per.)	5,9	5,3	5,3	5,6	5,6

Fuente: Consensus Forecast de enero de 2006.

60. En la **Eurozona**, el crecimiento económico se aceleró en el segundo semestre, destacando el dinamismo en el sector exportador en Alemania y el aumento del consumo en España y Francia. Este crecimiento ha venido acompañado de presiones inflacionarias derivadas del choque petrolero. La inflación del año se ubicó por encima de la meta comunitaria de 2 por ciento, lo que llevó al Banco Central Europeo (BCE) a elevar su tasa en 25 pbs por primera vez en más de dos años (pasando de 2,00 a 2,25 por ciento). La tendencia observada en el segundo semestre de 2005 hace prever una recuperación sustentada en el sector exportador.

**Cuadro 32**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LA EURO ZONA**

	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento de PBI (En %)	1,0	0,7	1,8	1,4	1,9
Consumo Privado (Var.% anual)	0,9	1,1	1,4	1,3	1,5
Formación bruta de capital fijo (Var. % anual)	-2,0	0,8	1,7	2,2	3,2
<b>Precios</b>					
Inflación (promedio)	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0
Costos Laborales por hora (Var. % anual)	3,7	3,3	3,5	2,5	2,4

Fuente: Consensus Forecast de enero de 2006.

61. En **Japón** se observó signos de una recuperación económica y de una posible finalización del proceso deflacionario. Dentro de la demanda interna tanto el consumo privado como la inversión han mostrado cierta recuperación (hacia fines de año se registró avances en la confianza empresarial y en los

**Cuadro 33**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE JAPÓN**

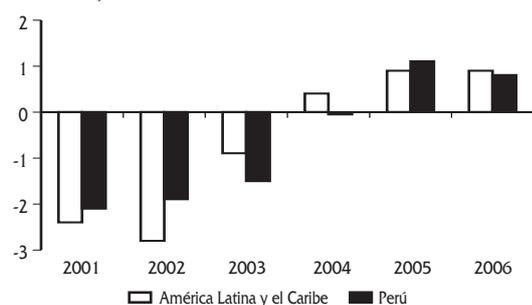
	2002	2003	2004	2005	2006
Crecimiento de PBI (En %)	0,1	1,8	2,3	2,5	2,2
Consumo Privado (Var.% anual)	1,1	0,6	1,9	2,0	1,7
Inversión en negocios (Var. % anual)	-5,2	6,2	4,6	8,0	6,6
<b>Precios</b>					
Inflación (promedio)	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,2
Precios de bienes de corporaciones (Var. % anual)	-2,1	-0,8	1,2	1,7	1,2
<b>Tasas de interés</b>					
CD's a 3 meses (Var.% anual / fin per.)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bonos del Gobierno a 10 años (Var.% anual/ fin per.)	0,8	1,4	1,4	1,5	1,7
Diferencial entre tasas de corto y largo plazo (pbs.)	70	130	130	140	160

Fuente: Consensus Forecast de enero de 2006.

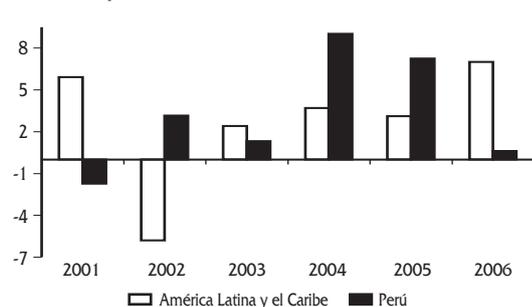
indicadores líderes). Asimismo, el crecimiento de las exportaciones ha sido significativo, en particular para las actividades relacionadas al sector automotor y tecnología, esperándose que esta tendencia se mantenga en los próximos años.

62. **América Latina** continuó registrando un importante dinamismo económico con un crecimiento promedio de 5,1 por ciento (aunque menor al 6,6 por ciento del año previo). El crecimiento mundial se tradujo en una mejora en los precios internacionales de exportación lo que impactó positivamente en el ingreso disponible de los países de la región a través del canal comercial. Asimismo, las remesas externas de trabajadores constituyó una fuente importante de ingresos. Ello permitió que el crecimiento de la región, a diferencia de otros períodos, estuviera acompañado de un fortalecimiento en las cuentas externas. Varios países, por primera vez en varias décadas, tuvieron superávit en cuenta corriente.

**Gráfico 58**  
**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)



**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Variación porcentual)



Fuente: World Economic Outlook, setiembre 2005.

**Cuadro 34**  
**PRINCIPALES INDICADORES DE LATINOAMÉRICA 1/**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Crecimiento de PBI (En %)</b>					
Argentina	-10,9	8,8	9,0	8,9	6,2
Brasil	1,9	0,5	4,9	2,5	3,4
Chile	2,2	3,7	6,1	6,3	5,5
México	0,8	1,4	4,4	3,1	3,5
<b>Consumo Privado (Var. % anual)</b>					
Argentina	-12,8	7,0	8,3	8,2	5,5
Brasil	-0,4	-1,5	4,1	2,7	3,5
Chile	2,4	4,1	5,6	6,9	6,0
México	1,6	2,3	5,5	4,7	4,5
<b>Formación bruta de capital fijo (Var. % anual)</b>					
Argentina	-36,4	38,2	34,4	20,5	11,8
Brasil	-4,2	-5,1	10,9	2,0	6,0
Chile	1,5	5,7	12,7	22,5	10,3
México	-0,6	0,4	7,5	6,6	6,0
<b>Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)</b>					
Argentina	8,6	7,7	3,3	4,4	3,4
Brasil	-7,6	4,2	11,7	14,8	8,3
Chile	-0,6	-1,1	1,4	-0,1	-1,5
México	-13,5	-8,6	-7,3	-7,9	-11,1
<b>Resultado del Sector Público (% del PBI) 2/</b>					
Argentina	-1,5	0,5	2,6	1,9	1,8
Chile	-1,3	-0,4	2,2	4,3	2,9
México	-1,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
<b>Inflación (acumulada)</b>					
Argentina	41,0	3,7	6,1	12,3	13,2
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,7	4,8
Chile	2,8	1,1	2,4	3,7	3,1
México	5,7	4,0	5,2	3,3	3,6

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

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

63. Por el canal financiero, los altos niveles de liquidez internacional y los mejores indicadores macroeconómicos de la región conllevaron a una mayor demanda por títulos de estas economías y, consecuentemente, a menores niveles de spreads durante la mayor parte del año (alcanzando incluso sucesivos mínimos históricos en los últimos meses del año). Estos bajos niveles de spreads fueron aprovechados por los países de la región para emitir títulos soberanos (con el fin de mejorar el perfil de su deuda) y para prepagar deuda (como en el caso de Brasil y Argentina). Algunos países colocaron emisiones en moneda local, en un contexto de apreciación de las monedas frente al dólar (en contraste con el debilitamiento de las monedas de los países desarrollados).

**Cuadro 35**  
**SPREADS EMBI+**

(Fin de período, en pbs.)

	Dic. 03 (1)	Dic. 04 (2)	Ago.05 (3)	Dic.05 (4)	Var. en pbs. (4)-(2)
Economías Emergentes	418	356	296	245	-111
América Latina	521	466	337	283	-183
Brasil	463	382	413	311	-71
Colombia	431	396	309	238	-158
México	199	180	152	126	-54
Argentina	5 632	4 703	439	504	n.d.
Perú	312	220	169	206	-14

Fuente: Reuters

64. Los spreads del EMBI+ emergente y el de algunas economías (como Brasil) descendieron a niveles mínimos<sup>1/</sup>. Este desarrollo regional se explica básicamente por: (i) el mantenimiento del ritmo mesurado de alzas de tasas de la FED que incentiva una mayor entrada de capitales a los mercados emergentes, (ii) los mejores fundamentos macroeconómicos de la región, (iii) el impacto favorable del alza del petróleo y minerales (como el cobre y oro) en algunas economías exportadoras; y (iv) cancelación de pasivos externos con el FMI por parte de Argentina y Brasil y el anuncio del pre pago Club de París por parte de Brasil. La reducción en los spreads estuvo acompañada de la apreciación de la mayoría de las monedas.

65. Considerando a los países con mayor peso en nuestro comercio, cabe destacar el crecimiento de 6,3 por ciento de **Chile**, favorecido por los altos precios del cobre y por un incremento importante de la demanda interna que ha sido moderada a

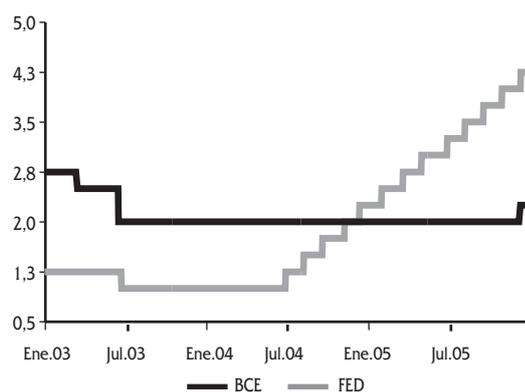
1/ Cabe mencionar que el spread argentino fue recalculado una vez concluida la reestructuración de la deuda de este país en la primera mitad del año (se reemplazó los bonos en default por los nuevos bonos en el Índice JP Morgan), y descendió a niveles alrededor de los 400 pbs. Posteriormente hacia fines de año se registró un incremento por encima de los 500 pbs debido básicamente al ruido político luego de la renuncia del ministro de Economía y al anuncio de prepago de la deuda con el FMI. A diferencia de Brasil, el mercado interiorizó desfavorablemente dicha comunicación.

través de sucesivas alzas en las tasas de interés. **Brasil**, por su parte, registró una de las menores tasas de crecimiento (2,5 por ciento). Si bien se observó una mejora sustancial de sus cuentas externas, la demanda doméstica se vio afectada por el impacto de las altas tasas de interés sobre la inversión y consumo (las tasas de interés se han venido reduciendo en el segundo semestre ante la reducción de las presiones inflacionarias, aunque éstas se mantienen elevadas en términos reales).

66. Nuestros principales socios comerciales de **América Latina** crecerían a una tasa de alrededor de 4,6 por ciento en el 2006, favorecidos por la coyuntura externa aún positiva. Cabe señalar que los países de la región tienen en la actualidad una posición externa y fiscal más sólida para enfrentar cualquier choque doméstico o externo.

### Tasas de interés internacionales

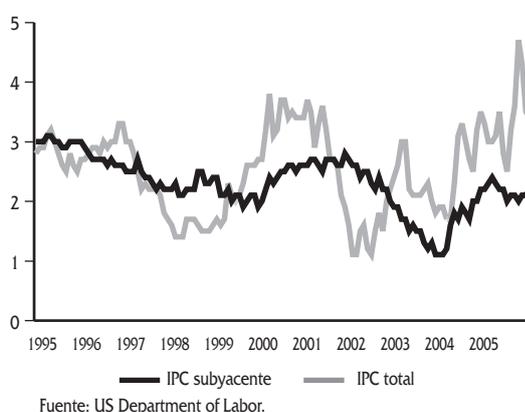
**Gráfico 59**  
**TASAS DE INTERÉS: 2003-2005**



67. Durante el año 2005, la FED continuó con su ciclo de aumento de tasas de interés, retirando en forma gradual su posición de política monetaria. En el 2005, la tasa de la FED subió 25 pbs en ocho ocasiones, pasando de 2,25 a 4,25 por ciento acumulando un incremento de 325 puntos base desde junio de 2004. En su última reunión del 31 de enero, la FED reajustó nuevamente su tasa a 4,50 por ciento.

Esta trayectoria en las tasas de interés se ha dado en un contexto de evolución favorable de la actividad económica y de presiones inflacionarias. La inflación anualizada, luego de alcanzar niveles máximos de 4,7 por ciento en setiembre, se ubicó en 3,4 por ciento a fines de 2005, explicada por choques de oferta adversos, como el precio del petróleo y el Huracán Katrina.

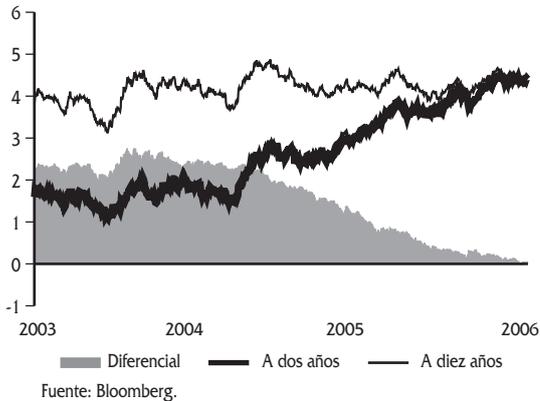
**Gráfico 60**  
**EEA: IPC TOTAL Y SUBYACENTE**



Fuente: US Department of Labor.

68. La posibilidad de que estos choques se trasladaran al resto de la economía influyó en la decisión de incrementar las tasas. La inflación subyacente -que descuenta el efecto de energía y alimentos- se ha mantenido en niveles bajos; a diciembre de 2005 ésta registró una variación anual de 2,2 por ciento.
69. El movimiento en las tasas de corto plazo no se ha reflejado en una evolución similar en las tasas de plazos mayores. En el 2005, a pesar del incremento de 2 puntos porcentuales en la tasa de la FED, las tasas de largo plazo han fluctuado entre 3,9 y 4,7 por ciento. Ello ha llevado a una reducción en el diferencial entre las tasas de largo y corto plazo; incluso en los últimos días del 2005 el rendimiento de títulos a dos años presentó una tasa mayor que los títulos a diez años, fenómeno que se conoce como curva invertida.

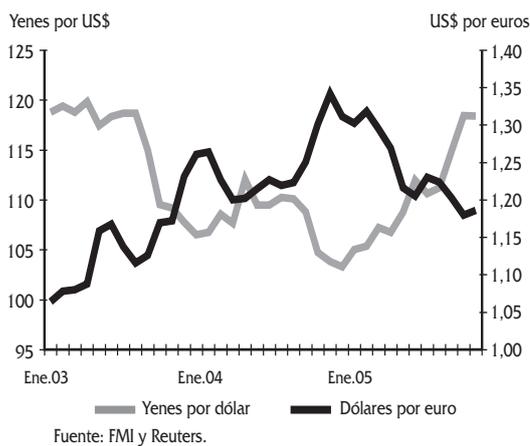
**Gráfico 61**  
**TASAS DE INTERÉS: BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA A DOS Y DIEZ AÑOS**



El temor de que se presente una “curva invertida” ha llamado la atención de inversionistas y analistas del mercado debido a la experiencia observada en el pasado que asocia esta situación con períodos posteriores de recesión o menor crecimiento (como sucedió a fines de los años ochenta y a inicios de esta década).

Sin embargo, como se señaló en el Reporte de Inflación de agosto, en la evolución de las tasas de interés de largo plazo existirían otros factores no vinculados a las perspectivas de recesión, que estarían influyendo en las bajas tasas de los títulos de más largo plazo, entre los cuales destaca la demanda por parte de bancos centrales extranjeros y la demanda de títulos en dólares por parte de los países exportadores de petróleo.

**Gráfico 62**  
**TIPO DE CAMBIO**



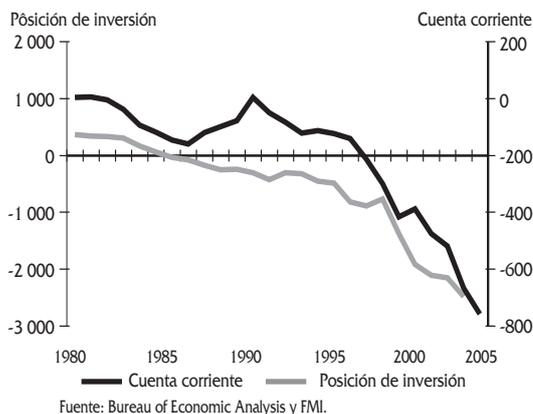
70. Para 2006, el mercado espera que la FED eleve su tasa a 4,75 por ciento hacia el primer semestre. En tanto se mantenga las presiones inflacionarias bajo control, es de esperar que la FED -como lo ha señalado en su minuta de diciembre de 2005- concluya con estas alzas el ciclo de ajuste en su tasas de referencia.

**Evolución del dólar en los mercados internacionales**

71. El ciclo de alzas en las tasas de interés de la FED fue uno de los factores que contribuyó al fortalecimiento del dólar frente a otras monedas fuertes (como el euro y el yen) durante el 2005, evolución que fue en contra de la predicción del mercado. El dólar se apreció 11 por ciento frente al euro y 14 por ciento respecto al yen.

72. Esta evolución se dio a pesar del mantenimiento de los desequilibrios fiscal y externo en los Estados Unidos de Norteamérica, estimándose para el 2005 un déficit fiscal y de cuenta corriente de 4 y 6 por ciento del PBI, respectivamente. Con lo cual la posición neta negativa de activos externos alcanzaría cerca de 20 por ciento del producto.

**Gráfico 63**  
**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE Y POSICIÓN DE INVERSIÓN (Miles de millones de US\$)**



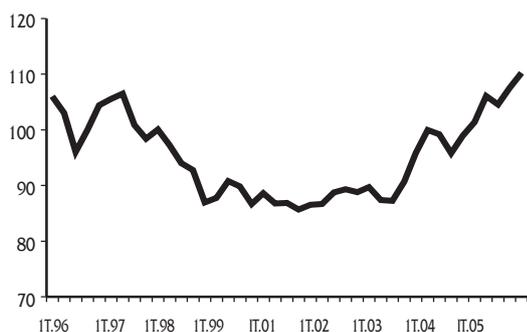
73. La existencia de estos desequilibrios hace difícil predecir la evolución del dólar en los próximos años. Sin embargo, la mayoría de bancos y casas de inversión prevén que el dólar se deprecie en forma moderada frente al yen y al euro en 2006. La tendencia depreciatoria estaría influida por una mejora, en los últimos meses, de las condiciones económicas de Europa y Japón y por la posible alza en las tasas de interés por parte del BCE que, dado la proximidad del fin del ciclo de alzas de la FED, reduciría el diferencial de tasas a favor del euro. Otro factor que podría influir en la evolución del dólar

sería el manejo cambiario de las economías asiáticas, en particular de China que ya en el año 2005 revaluó su moneda en 2,1 por ciento.

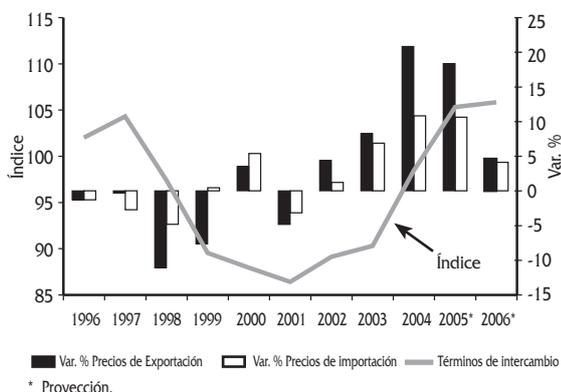
### Términos de intercambio

La situación de la economía mundial y el estrecho balance de muchos mercados básicos, continuó favoreciendo la trayectoria de los términos de intercambio durante el 2005, superando cualquier previsión inicial del mercado. Para el 2006, en un contexto de leve desaceleración mundial, pero aún con elevadas tasas de crecimiento y abundante liquidez en el mercado, y con desbalances en los fundamentos de muchos productos, la perspectiva de precios es todavía robusta.

**Gráfico 64**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1996-2005 IV T**  
(Índice 1994=100)



**Gráfico 65**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1996-2006**  
(Índice 1994=100)



74. Los términos de intercambio aumentaron 7,0 por ciento en el **2005**, superando las previsiones anteriores, debido al crecimiento de los precios de las exportaciones en 18,4 por ciento, principalmente de cobre (31 por ciento), oro (10 por ciento), zinc (33 por ciento) y molibdeno (106 por ciento) y un crecimiento inferior de los precios de las importaciones (10,6 por ciento). Esta última evolución respondió principalmente al aumento del petróleo (41 por ciento), compensado por los menores precios de los alimentos como trigo (10 por ciento), maíz (14 por ciento) y soya (15 por ciento).

75. A lo largo de 2005, el precio del **cobre** registró un crecimiento sostenido, alcanzando al cierre del año un record de US\$ 2 109 la libra. Esto reflejó, las restricciones de oferta, especialmente de concentrados, que no permitió acompañar el crecimiento de la demanda industrial, liderada por China, y de los fondos de inversión; y cuyo impacto se exacerbó por la situación crítica de los inventarios. En el hemisferio occidental los inventarios cerraron el año en menos de 250 mil TM comparados con las 1,3 millones TM del 2003. El Metal Bulletin Research (MBR) estima que 730 mil TM de oferta se habrían perdido por factores tales como disputas laborales en importantes productores mundiales (Estados Unidos de Norteamérica, Zambia, Chile, entre otros), tensiones sociales con las comunidades (Perú), disrupción en la producción por problemas técnicos (Zambia, Tailandia, India). A ello hay que agregar el efecto en los precios de anuncios de menor producción de mineral minado (por menores leyes o prioridad en la producción de subproductos como molibdeno), el impacto indirecto de los huracanes en Estados Unidos de Norteamérica (efecto del mayor precio petróleo sobre la inflación y la demanda de fondos de inversión contra este riesgo, así como su impacto por reconstrucción de las zonas afectadas), y más recientemente el efecto especulativo de la noticia de las posiciones cortas del State Reserve Bureau de China.

Así, con base a las cotizaciones en los mercados de futuros, se espera que el **cobre** alcance los US\$ 1,65 la libra a diciembre de 2006 y los US\$ 1,81 como promedio del año (US\$ 2,076 y 1,669 la libra al cierre y como promedio de 2005).

De acuerdo con las proyecciones del International Copper Study Group para el 2006, la producción de mina debe incrementarse 5,1 por ciento, mientras que la producción de refinerías lo haría en 8,1 por ciento. Ello cubriría la demanda que se estima crecería 5,5 por ciento, permitiendo una leve recuperación de inventarios (del orden de las 300 mil TM) y consiguientemente una paulatina corrección en los precios. Sin embargo, en el contexto de un mercado del cobre muy ajustado, al igual que el 2005, el factor clave de la evolución del precio será la disponibilidad del material minado, cuya producción ha estado ya afectada desde el inicio del año con la huelga de CODELCO, el mayor productor mundial, lo que a su vez se tradujo en nuevos récords nominales históricos.

76. En el caso del **zinc**, el International Lead & Zinc Study Group estima que la demanda de China e India habría crecido al 9-10 por ciento y la de Corea más del 6 por ciento en el 2005. Ello habría contrarrestado parcialmente las reducciones de 10 por ciento en Estados Unidos de Norteamérica y de 4 por ciento en Europa. En ese sentido, la demanda global no habría registrado cambios significativos y la oferta de refinados lo habría hecho mínimamente; aunque también hay estimados que el déficit global se habría agudizado. Existen signos de mucha rigidez en el mercado de concentrados que han generado el cierre de diversas fundidoras en el 2005 y que estarían sosteniendo el mayor precio del zinc.

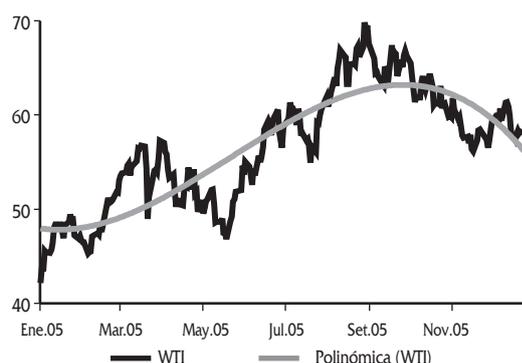
Para el **2006**, se proyecta un precio promedio del zinc de US\$ 0,78 la libra para el cierre de 2006 y US\$ 0,80 la libra como promedio del año. Se estima un crecimiento en la demanda de zinc de todas las regiones del orden de 5,7 por ciento, liderado por China e India cuyas demandas se estiman crecerían en alrededor del 10 por ciento. El MBR estima que el déficit global es todavía del orden de 500 mil TM, lo cual es suficiente para reducir los inventarios reportados globales a menos de una semana de consumo, aunque los inventarios no reportados pueden otorgar mayor volatilidad al mercado. En ese sentido, el zinc podría ser la excepción en las proyecciones de metales básicos del 2006 con un crecimiento que se mantendría a lo largo del año y que sería de 28 por ciento en promedio.

77. El **oro** ha venido registrando un aumento sostenido en los últimos 5 años y en el 2005, el mayor soporte del mercado

se registró en el último trimestre alcanzando una cotización máxima de US\$ 537 la onza en diciembre, nivel no registrado desde abril de 1981. Este desarrollo se dio a pesar del contexto de relativa fortaleza de la actividad económica mundial y aumento de las tasas de interés internacionales, lo que se explicaría por factores que estarían detrás de las decisiones de los inversionistas. Entre éstos se puede mencionar los mayores riesgos por acciones terroristas, por los desbalances de la economía mundial y por el mayor precio del petróleo y su impacto en la inflación. Asimismo, fuertes compras de oro en Japón derivadas de la debilidad del yen, como la abundante liquidez mundial han generado mayores posiciones de fondos de inversión. Finalmente, también destaca una mayor demanda de oro para los usos tradicionales como joyería por un efecto ingreso en los países de mayor crecimiento como India y China y de países exportadores de petróleo. Este desarrollo ha llevado a que la tradicional relación inversa entre el dólar y el oro se haya debilitado.

Para el **2006**, se prevé una cotización del oro de US\$ 525 la onza a diciembre de 2006 y promedio de US\$ 521 la onza. Se estima que la oferta crecerá ligeramente en el orden del 2-3 por ciento y que la demanda seguirá creciendo durante el 2006 al ritmo de la actividad económica mundial. El mantenimiento de los factores asociados a las decisiones de los inversionistas soportarían el mayor precio esperado por el mercado, ya que existe evidencia de una menor demanda de joyería a los precios actuales. A ello se aunaría la leve depreciación esperada del dólar, ante el menor diferencial de tasas y la mejor perspectiva de Europa y Japón. Adicionalmente, decisiones de portafolio de bancos centrales o instituciones con importantes posiciones, así como las de los inversionistas (la proporción de tenencia de oro de los fondos de inversión es aún baja en comparación con otros instrumentos como bonos) pueden otorgar volatilidad al mercado.

**Gráfico 66**  
**PRECIOS DEL PETRÓLEO WEST TEXAS INTERMEDIATE: WTI**  
(US\$ por barril)



78. Respecto al **petróleo**, sus precios han mostrado en el 2005 una fuerte inestabilidad variando entre US\$ 47 y US\$ 70 por barril y registrando dos tendencias diferenciadas. Hasta setiembre se dio una tendencia de precios creciente alcanzando su valor máximo a finales de agosto, debido al paso del huracán Katrina por la zona petrolera del Golfo de México. A partir de octubre se observa una tendencia decreciente de los precios por la liberación de reservas estratégicas (60 millones de barriles), de países de la International Energy Agency (IEA), la suspensión del sistema de cuotas de la OPEP, la paulatina recuperación de las instalaciones del golfo de México y expectativas de mayores temperaturas en el hemisferio norte. Ello ha determinado dos periodos claramente diferen-

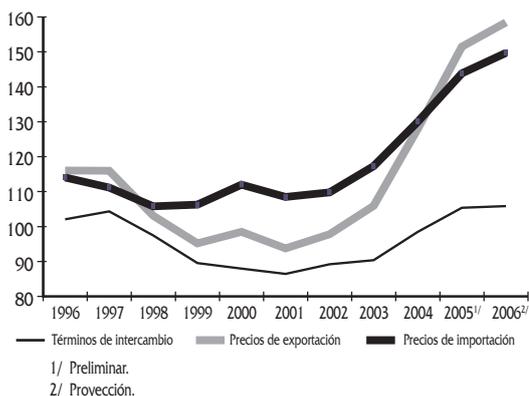
ciados en cuanto a los factores detonantes pero con la misma limitación en los fundamentos.

La rigidez en los fundamentos del mercado petrolero es resultado de las todavía favorables condiciones de demanda de los principales países consumidores (en especial China e India) y en el caso de la oferta, de la escasa capacidad de elevar drásticamente la producción tanto de crudo como de refinados. Esto ha ocasionado que las interrupciones de oferta de corto plazo (como los fenómenos climáticos y problemas políticos) tengan un efecto considerable sobre precios, en un contexto de bajos inventarios (los inventarios de crudo en Estados Unidos de Norteamérica por debajo del promedio de los últimos 30 años).

Los precios a futuro del petróleo West Texas Intermediate (WTI) prevén un incremento de 3 por ciento para 2006. De acuerdo a las estimaciones del Energy Information Administration (EIA), en el 2006 se mantendría la capacidad de producción en niveles máximos frente al rápido crecimiento de la demanda. Se proyecta que la demanda mundial crecería de 1,2 a 1,6 millones de barriles diarios, básicamente por la reversión de la demanda de Estados Unidos de Norteamérica en el 2005, mientras que la demanda de China sería similar. Por el lado de la oferta, se estima que la capacidad de producción aumentaría ligeramente, tanto de los países OPEP como NO-OPEP, facilitando una menor rigidez del mercado.

Sin embargo, el inestable equilibrio del mercado se mantiene por temores de menores exportaciones de Irak, recorte de cuotas de la OPEP o ataques a instalaciones como recientemente en Nigeria, que conjuntamente con tensiones de la comunidad internacional con Irán, han llevado nuevamente los precios del crudo a máximos no registrados desde setiembre pasado.

**Gráfico 67**  
**ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y PRECIOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN: 1996-2006**

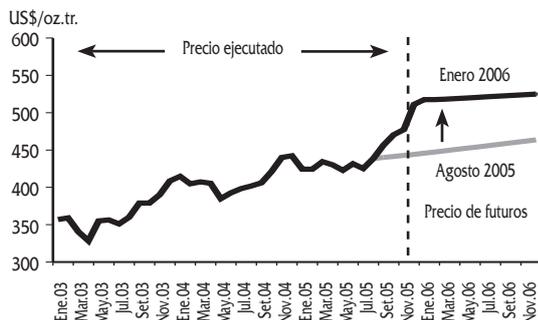


79. Con relación a los alimentos, los precios futuros del trigo para el 2006 muestran un incremento de 6 por ciento debido a una menor producción mundial, así como de un incremento en la demanda esperada, ante la posibilidad que India pase a convertirse en un importador neto de trigo, debido al estancamiento de la producción y el incremento importante del consumo. Asimismo, los pronósticos de temperaturas muy bajas en las planicies sureñas de Estados Unidos de Norteamérica generan cierta incertidumbre respecto de la cosecha de invierno 2006.

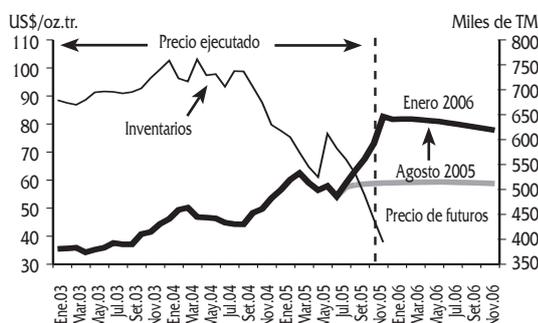
80. En este contexto, para el **2006** se proyecta una ligera variación de los términos de intercambio (0,5 por ciento), aunque después de los significativos aumentos de los dos últimos años, su nivel seguiría siendo el más alto de los últimos 9

Gráfico 68

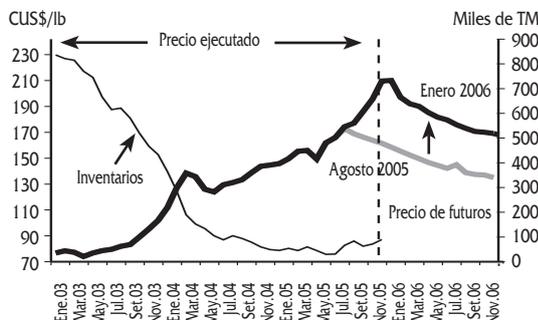
**PRECIO DEL ORO: EJECUTADO Y FUTUROS**



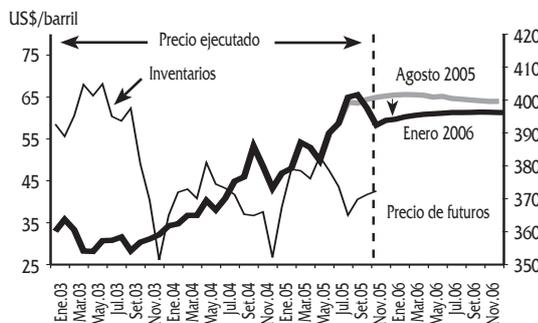
**PRECIO DEL ZINC: EJECUTADO Y FUTUROS E INVENTARIOS LME**



**PRECIO DEL COBRE: EJECUTADO Y FUTUROS E INVENTARIOS**



**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: EJECUTADO Y FUTUROS E INVENTARIOS**



años. Los precios de exportación aumentarían 4,6 por ciento y los de importación, 4,1 por ciento. Para el 2007, se espera un deterioro de los términos de intercambio debido a la continuación de la corrección gradual de los precios.

**Cuadro 36**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Variación anual)

	2004	2005		2006	
		Ri Ago.05	Ri Ene.06	Ri Ago.05	Ri Ene.06
<b>Términos de intercambio</b>	<b>9,0</b>	<b>3,5</b>	<b>7,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>0,5</b>
Índice de precios de exportación del cual cotizaciones internacionales:	20,8	14,1	18,4	-1,3	4,6
- Oro (US\$/ Oz. troy)	409,9	443,4	445,5	440,7	520,7
- Cobre (cUS\$/ Lb.)	130,0	155,1	166,9	137,1	180,8
- Zinc (cUS\$/ Lb.)	47,5	57,2	62,7	56,7	80,3
Índice de precios de importación del cual cotizaciones internacionales:	10,8	10,2	10,6	5,1	4,1
- Petróleo WTI (US\$/ Barril)	41,4	57,9	56,5	66,9	61,0
- Trigo (US\$/ por TM)	127,3	123,4	127,8	129,4	141,9

Fuente: BCRP.

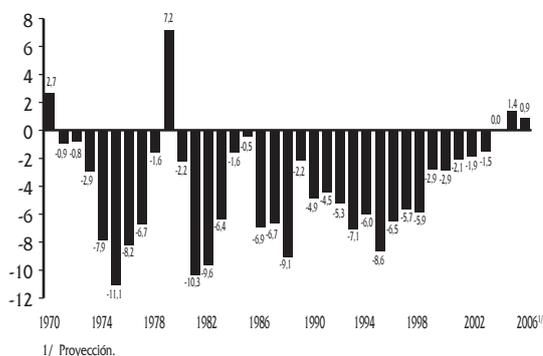
**V.4 Balanza de pagos**

En el 2005 se mantuvo la coyuntura externa favorable observada desde el año 2004, lo que llevó a un superávit de cuenta corriente de 1,4 por ciento del PBI, resultado no registrado desde 1979 cuando se observó el mayor aumento de los términos de intercambio de los últimos 30 años. En el 2006 el superávit alcanzaría 0,9 por ciento.

81. El superávit de la **cuenta corriente** sería de US\$ 1 070 millones (1,4 por ciento del PBI) en el 2005, lo que representa el mejor resultado de los últimos 26 años. Dicho superávit responde principalmente a la mejora de la balanza comercial y en menor medida al incremento de 29 por ciento en las remesas de peruanos residentes en el exterior (que alcanzarían un nivel de US\$ 1 449 millones). Esta evolución fue parcialmente compensada por el incremento de las utilidades generadas por empresas con participación extranjera, derivadas en buena parte de los elevados precios de nuestras materias primas.

Las buenas condiciones de los mercados de *commodities* influidos por el crecimiento de China, el efecto limitado de la eliminación del sistema internacional de cuotas textiles y de

**Gráfico 69**  
**RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE**  
**DE LA BALANZA DE PAGOS**  
(Porcentaje del PBI)



la mayor participación de China en el mercado de multifibras, así como el dinamismo de otros sectores no tradicionales, particularmente el agropecuario, determinaron un nivel récord de exportaciones y de superávit comercial.

Para el **2006** se proyecta también superávit en la cuenta corriente de US\$ 707 millones (0,9 por ciento del PBI). Ello es consistente con el mantenimiento de un saldo comercial positivo, menores utilidades generadas ante la paulatina corrección de precios internacionales, y un aumento moderado de las remesas de peruanos en el exterior.

**Cuadro 37**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2004	2005*		2006**	
		Ri. Ago.05	Ri. Ene.06	Ri. Ago.05	Ri. Ene.06
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>- 10</b>	<b>140</b>	<b>1 070</b>	<b>116</b>	<b>707</b>
Porcentaje del PBI	- 0,0	0,2	1,4	0,1	0,9
1. Balanza comercial	2 793	3 839	5 163	3 015	5 247
a. Exportaciones	12 617	16 097	17 247	16 856	18 839
b. Importaciones	- 9 824	- 12 258	- 12 084	- 13 841	- 13 591
2. Servicios	- 843	- 870	- 930	- 939	- 950
3. Renta de factores	- 3 421	- 4 505	- 4 964	- 3 774	- 5 563
4. Transferencias corrientes	1 461	1 676	1 800	1 814	1 973
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>2 336</b>	<b>903</b>	<b>458</b>	<b>- 187</b>	<b>228</b>
1. Sector privado	1 348	2 107	1 876 <sup>1/</sup>	285	506
2. Sector público	988	- 1 204	- 1 418	- 472	- 278
<b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>	<b>26</b>	<b>105</b>	<b>100</b>	<b>28</b>	<b>65</b>
<b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP (1-2)</b>	<b>- 2 352</b>	<b>- 1 398</b>	<b>- 1 628</b>	<b>- 100</b>	<b>- 1 000</b>
(Incremento con signo negativo)					
1. Variación del saldo de RIN	- 2 437	- 1 200	- 1 466	- 100	- 1 000
2. Efecto valuación y monetización de oro	- 85	199	162	0	0

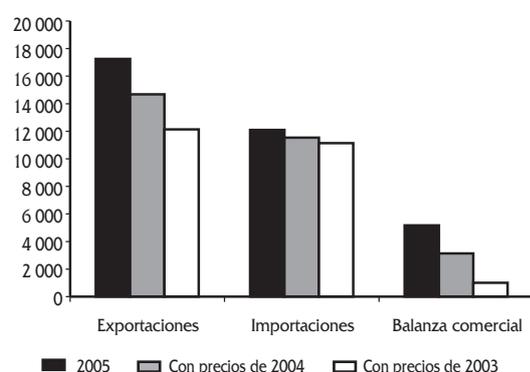
\* Preliminar. \*\*Proyección.

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

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

82. La **balanza comercial** registraría en el 2005 un superávit por cuarto año consecutivo, ascendente a un nivel de US\$ 5 163 millones, mayor en US\$ 2 370 millones al del año previo. Este desempeño resulta por un crecimiento de 37 por ciento en las exportaciones, superior al 23 por ciento de las importaciones.

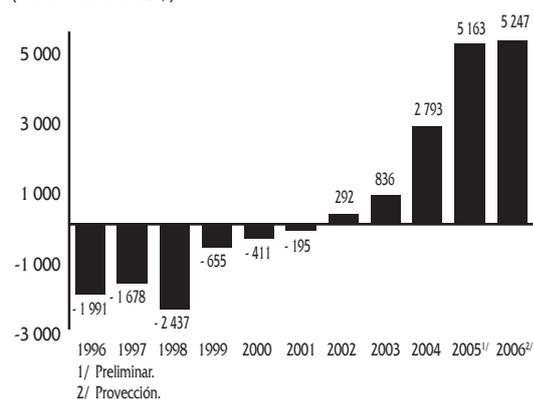
**Gráfico 70**  
**BALANZA COMERCIAL CON EFECTO**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Millones de US\$)



83. Cabe señalar que si se valúa las exportaciones del 2005 a precios del 2004 se tiene un efecto precio equivalente a US\$ 2 579 millones. Si dichas exportaciones se valúan a precios del 2003, este efecto se duplica (US\$ 5 110 millones). En el siguiente gráfico se puede observar dicho efecto así como el impacto de los precios sobre las importaciones (US\$ 564 millones a precios del 2004 y US\$ 963 millones con precios del 2003). En este sentido si aislamos el efecto neto favorable de los términos de intercambio de los dos últimos años, la balanza comercial aún sería positiva en US\$ 1 001 millones.

En el 2006, tomando en cuenta las previsiones de crecimiento de nuestros principales socios comerciales y la evolución de los términos de intercambio, se proyectan superávit de balanza comercial de US\$ 5 247 millones.

**Gráfico 71**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)



**Cuadro 38**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2004	2005 <sup>1/</sup>		2006 <sup>2/</sup>		Var. %			
		2005		2006		2005		2006	
		Rl. Ago. 2005	Rl. Ene. 2006	Rl. Ago. 2005	Rl. Ene. 2006	Rl. Ago. 2005	Rl. Ene. 2006	Rl. Ago. 2005	Rl. Ene. 2006
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>12 617</b>	<b>16 097</b>	<b>17 247</b>	<b>16 856</b>	<b>18 839</b>	<b>27,6</b>	<b>36,7</b>	<b>4,7</b>	<b>9,2</b>
Productos tradicionales	9 028	11 775	12 839	11 960	13 649	30,4	42,2	1,6	6,3
Productos no tradicionales	3 476	4 178	4 271	4 738	5 009	20,2	22,9	13,4	17,3
Otros	113	144	137	157	180	27,4	20,9	9,1	31,8
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>9 824</b>	<b>12 258</b>	<b>12 084</b>	<b>13 841</b>	<b>13 591</b>	<b>24,8</b>	<b>23,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,5</b>
Bienes de consumo	1 973	2 310	2 290	2 560	2 568	17,1	16,1	10,9	12,1
Insumos	5 356	6 784	6 598	7 505	7 284	26,7	23,2	10,6	10,4
Bienes de capital	2 365	3 064	3 078	3 669	3 624	29,5	30,1	19,8	17,8
Otros bienes	130	101	118	106	116	-22,0	-9,2	5,0	-1,8
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>2 793</b>	<b>3 839</b>	<b>5 163</b>	<b>3 015</b>	<b>5 247</b>				

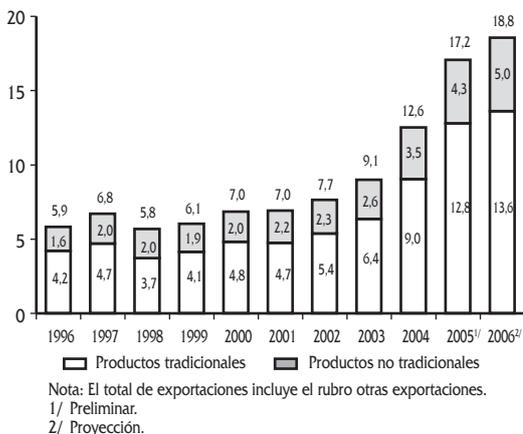
1/ Preliminar.

2/ Proyección.

Fuente: BCRP, SUNAT, Zofratracna, Banco de la Nación y empresas.

84. En el año 2005, las **exportaciones** alcanzaron un nivel de US\$ 17 247 millones, superior en US\$ 4 630 millones al del 2004. En este desarrollo impactaron positivamente no sólo el aumento de los precios internacionales (18 por ciento en promedio) sino también el de los volúmenes embarcados

**Gráfico 72**  
**EXPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



al exterior (15 por ciento). Las exportaciones tradicionales crecerían 42 por ciento y las no tradicionales en 23 por ciento.

En el 2006 se prevé que las exportaciones tengan un menor dinamismo que en el 2005 por la paulatina corrección de los precios internacionales, estimándose un crecimiento de 9 por ciento en el año (5 por ciento por precio y 5 por ciento por volumen). Este crecimiento se sustenta en el aumento de 6 por ciento de las exportaciones tradicionales y de 17 por ciento en el de las no tradicionales.

85. El crecimiento de los productos mineros, en especial el oro, cobre y molibdeno, lideraron el aumento de las **exportaciones tradicionales** en el 2005, cuyos precios en promedio se elevaron en 23 por ciento, en tanto que los volúmenes lo hicieron en 15 por ciento. La puesta en marcha del proyecto Alto Chicama en el segundo semestre del año al igual que la mayor producción de Yanacocha en el último trimestre favorecieron las mayores ventas de oro (20 por ciento en volumen), mientras que la recuperación de la biomasa marina influyó en el crecimiento de 13 por ciento en los volúmenes exportados del sector pesquero.

En el 2006 los mayores volúmenes exportados de productos mineros se verían compensados en parte por los menores volúmenes exportados de productos pesqueros, que en el 2005 estuvieron favorecidos por la acumulación de inventarios del año anterior.

86. Las **exportaciones no tradicionales**, favorecidas por la demanda mundial y el efecto de las inversiones realizadas en los últimos años, especialmente en el sector agropecuario, registrarían un crecimiento de 23 por ciento. Las exportaciones textiles observaron un impacto limitado de la eliminación de las cuotas textiles, debido básicamente a la imposición de un sistema de cuotas por parte de Estados Unidos de Norteamérica y la Unión Europea a China, observando un crecimiento de 17 por ciento. Las exportaciones siderometalúrgicas y de joyería se vieron impactadas positivamente por los mejores precios internacionales, mientras que el resto de sectores también registró un elevado dinamismo, destacando el crecimiento del sector químico.

El crecimiento de las exportaciones no tradicionales en el 2006 sería de 17 por ciento, menor al del 2005 por un contexto de desaceleración del crecimiento mundial y menor crecimiento de los precios de los metales básicos.

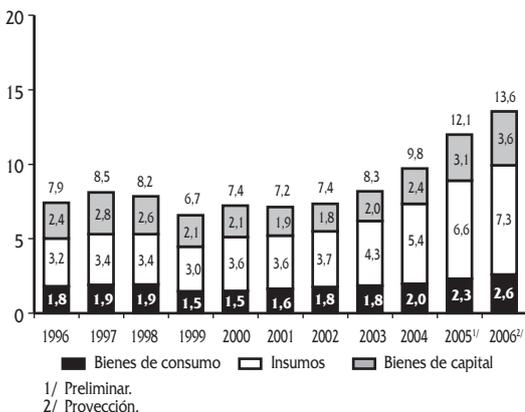
---

**RECUADRO 10****EL SECTOR TEXTIL FRENTE A LA ELIMINACIÓN DE CUOTAS**

En enero de 2005, según el Acuerdo Multilateral de Multifibras y en el marco de las negociaciones de la Organización Mundial del Comercio (OMC), se culminó con la última etapa de liberalización de las cuotas textiles. En este contexto y luego de que las exportaciones textiles peruanas registraran un crecimiento de 33 por ciento en el 2004, las previsiones del impacto de la eliminación de cuotas iban desde tasas pesimistas que señalaban caídas de hasta 5 por ciento en las exportaciones textiles hasta tasas de crecimiento consideradas optimistas de 10 por ciento en el 2005. Los resultados, sin embargo, han sido superiores. Así, en el año 2005, las exportaciones textiles mostrarían un crecimiento de 17 por ciento y en particular, las prendas de vestir registrarían un aumento de 20 por ciento. Los siguientes factores influyeron en este mejor desempeño:

- La imposición de cuotas temporales a China por parte de Estados Unidos de Norteamérica a partir de mayo cuando empezaban a disminuir los pedidos. Las restricciones comprendieron: hilados de algodón peinado, medias de algodón, camisas y blusas de tejido de punto de algodón, pantalones de algodón, entre otros. A partir del 1 de enero del 2006 la importación de textiles y prendas chinas hacia Estados Unidos de Norteamérica está limitada por el acuerdo de salvaguardas firmado por Estados Unidos de Norteamérica y China en noviembre 2005, los que afectan a 34 categorías y que expiran en el 2008. Ante la inminencia de la imposición de restricciones a China por parte de Estados Unidos de Norteamérica, entre enero y mayo, las exportaciones chinas de las categorías relevantes para el Perú se incrementaron aproximadamente 612 por ciento (de US\$ 58 millones a US\$ 413 millones para camisas y blusas de tejido de punto de algodón).
- La preferencia arancelaria de aproximadamente 20 por ciento que ofrece el ATPDEA y que atenúa la diferencia de costos para enfrentar a la competencia china.
- El mantenimiento de nichos de exportación, en términos de calidad de algodón y prendas con mayor valor agregado.
- La existencia de prendas de corto tiraje, la respuesta rápida a los pedidos de los clientes, flexibilidad, los horarios coincidentes con Estados Unidos de Norteamérica, la tecnología vigente y un sistema de muestras y prototipos para promocionar los productos. El hecho que la industria textil en el Perú está compuesta de medianas empresas que están integradas verticalmente, permite cambios de pedidos hasta 10 días antes del cierre del ciclo productivo.
- Mejoras de productividad como:
  - o Optimización de los procesos de pesos y medidas para estandarización de prendas.
  - o Optimización de procesos para obtención de colores uniformes en los lotes de pedidos.
  - o Optimización del uso de la tela a través de programas computarizados, por ejemplo, para los cortes, que posibilitan un menor desperdicio.
  - o Introducción del uso de gas en los procesos de fabricación y acabado de las telas.
  - o Ajustes en el rol y rotación de personal.

**Gráfico 73**  
**IMPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



87. En el 2005, las **importaciones** registrarían un crecimiento de 23 por ciento, alcanzando los US\$ 12 084 millones, destacando las mayores compras de bienes de capital (30 por ciento) asociadas a la inversión privada. Las importaciones de insumos aumentarían en 23 por ciento debido al mayor precio internacional de los combustibles y a la mayor actividad industrial. Por su parte, la recuperación del ingreso disponible y del consumo privado consistente con los mayores términos de intercambio, se reflejó en un fuerte dinamismo de las adquisiciones del exterior de bienes de consumo que aumentaron en 16 por ciento.

En relación a las importaciones de 2006, se proyecta un crecimiento de 13 por ciento, en el contexto de una leve desaceleración de la actividad económica y una ligera reducción de los volúmenes importados de combustibles, asociados a la sustitución de las compras de gas propano y butano por mayor oferta interna de Camisea. Así, las importaciones alcanzarían los US\$ 13 592 millones, sustentados principalmente en las materias primas para la industria y los bienes de capital, que registrarían tasas de crecimiento de 16 y 18 por ciento, respectivamente.

88. La **cuenta de capitales** sería positiva en el 2005 en US\$ 458 millones compuesto por flujos positivos al sector privado de US\$ 1 876 millones, compensados por un flujo negativo de US\$ 1 418 millones al sector público.

El flujo negativo del sector público está asociado principalmente a los prepagos efectuados al Club de París en el mes de agosto por US\$ 1 555 millones y al efectuado a la Japan Peru Oil Co. Ltd. (JAPECO) por US\$ 757 millones al cierre del año. En el primer caso, el prepagado corresponde a los vencimientos de setiembre 2005 a diciembre 2009 y en el segundo se refiere al 90 por ciento del saldo adeudado a dicho acreedor.

Con esta transacción, se logra extender la duración de la deuda externa al prepagar una deuda de 5,6 años de duración y financiarla con bonos de 20 y 15 años (cuya duración conjunta es 10,7 años).

Al igual que en el caso del prepagado de deuda externa con el Club de París, que se efectuó en agosto de 2005, el financiamiento para esta transacción se obtuvo mediante emisiones internas y externas de bonos. Lo anterior permitió una recomposición parcial de la deuda en moneda extranjera por deuda en soles, y por consiguiente, un menor riesgo cambiario para el fisco.

---

Los capitales privados de 2005 tuvieron un flujo positivo de inversión directa extranjera asociada en gran medida a las utilidades generadas y retenidas por empresas con participación extranjera y también a las operaciones de prepago de la deuda pública externa, a través de la participación de inversionistas del exterior en la emisión de bonos locales, por un monto aproximado de US\$ 853 millones. Esta entrada de capitales fue parcialmente contrarrestada por el flujo negativo de préstamos privados, debido principalmente al prepago de deuda privada por parte de las empresas mineras en el contexto de un mayor flujo de caja por los mejores precios internacionales de los metales, y por la mayor inversión en el exterior de inversionistas institucionales (AFP principalmente).

Por su parte la cuenta de capitales sería de US\$ 228 millones en el 2006. Se estima que el sector privado tendría un flujo de US\$ 506 millones, el cual se explicaría parcialmente por el financiamiento de proyectos de inversión mineros como los de Cerro Verde, Southern, Yanacocha y la segunda etapa de Camisea, lo que sería compensado por la inversión en activos del exterior por parte de las empresas financieras. De otro lado, el flujo de capitales del sector público sería menos negativo que en el 2005, ya que no se está asumiendo nuevas operaciones de prepago de la deuda externa.

89. La ganancia de **reservas internacionales netas** del 2005 asciende a US\$ 1 466 millones, con lo cual el saldo de reservas sería equivalente a 2,6 veces el vencimiento de la deuda externa a un año, 14 meses de importaciones de bienes y 70 por ciento de la liquidez total de la banca. En el 2006 se acumularían reservas internacionales por US\$ 1 000 millones.

## VI. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### VI.1 Expectativas de mercado

90. Entre agosto y enero, las expectativas de crecimiento del PBI para el 2006 se elevaron de un rango de 4,6 y 4,9 por ciento a 5,0 por ciento.

En cuanto a la inflación, tanto los analistas económicos como las entidades financieras mantienen sus expectativas de inflación en 2,5 por ciento.

En relación al tipo de cambio, para el 2006, ambos grupos esperan una depreciación del Nuevo Sol al pasar de un nivel de S/. 3,30 por dólar a S/. 3,40 por dólar.

**Cuadro 39**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS**  
**PARA EL 2006**

	Mes de la encuesta		
	May.05	Ago.05	Ene.06
<b>Inflación (%)</b>			
Analistas económicos	2,5	2,5	2,5
Instituciones del sistema financiero	2,6	2,5	2,5
<b>Crecimiento del PBI (%)</b>			
Analistas económicos	4,5	4,6	5,0
Instituciones del sistema financiero	4,2	4,9	5,0
<b>Tipo de cambio (S/. por US\$)</b>			
Analistas económicos	3,34	3,30	3,40
Instituciones del sistema financiero	3,32	3,30	3,40
<b>Tasa de interés interbancaria (%)</b>			
Analistas económicos	4,2	3,5	4,0
Instituciones del sistema financiero	4,5	3,8	4,0

## VI.2 Inflación

Se espera que la tasa de inflación últimos doce meses continuaría convergiendo hacia la meta de 2,5 por ciento y fluctúe alrededor de la meta en el horizonte de uno a dos años, en un contexto de crecimiento económico de alrededor 5 por ciento.

91. Las proyecciones de inflación que se presentan en este reporte corresponden al año 2006. Este periodo considera por tanto los rezagos que normalmente tienen las decisiones de política monetaria sobre la inflación. Se mantiene el supuesto metodológico de los reportes anteriores respecto a que el estímulo monetario durante el 2006 se amenguará paulatinamente para ser consistente con la meta de inflación. En la medida que el Banco vaya acopiando nueva información sobre el estado de la economía, la posición de política monetaria se ajustará de manera consistente con la meta de inflación del BCRP. A partir del 2006, esta meta se mide de manera continua (ver recuadro 11).

### RECUADRO 11 EVALUACIÓN CONTINUA DE LA META DE INFLACIÓN

Hasta el año 2005, la meta establecida por el BCRP se refería a la variación porcentual del IPC del mes de diciembre con respecto al mismo mes del año anterior. Es decir, se trataba de una evaluación "puntual" (en un punto específico del tiempo) de la meta inflacionaria. Este criterio ha sido empleado en los países en proceso de convergencia hacia tasas de inflación bajas, donde la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI) ha servido para guiar las expectativas de inflación. Así, en estos procesos se establecen valores para las metas cada vez menores y la evaluación puntual (fin de año calendario) es una forma de verificar dicho proceso de convergencia hacia el valor de largo plazo.

#### CARACTERÍSTICAS DEL REGIMEN DE MEI EN PAÍSES SELECCIONADOS

País	Adopción de MEI	Valor de la meta (2006) <sup>1/</sup>	Valor central de la meta de largo plazo	Horizonte de la meta <sup>2/</sup>
Australia	Abril 1993	2,5%	2,5%	Mediano plazo
Brasil	Junio 1999	4,5%	No especificado	Anual
Canadá	Febrero 1991	2,0%	2,0%	Mediano plazo
Chile	Setiembre 1999	3,0%	3,0%	Mediano plazo
Colombia	Setiembre 1999	4,5%	3,0%	Anual
Filipinas	Enero 2002	4,5%	4,5% (2007)	Anual/Bienal
México	Enero 2001	3,0%	3,0%	Mediano plazo
Nueva Zelanda	Marzo 1990	2,0%	2,0%	Mediano plazo
Perú	Enero 2002	2,5%	2,5%	Mediano plazo
Reino Unido	Octubre 1992	2,0%	2,0%	Mediano plazo

1/ Si la meta está definida como un rango, el valor reportado constituye el centro de dicho rango.

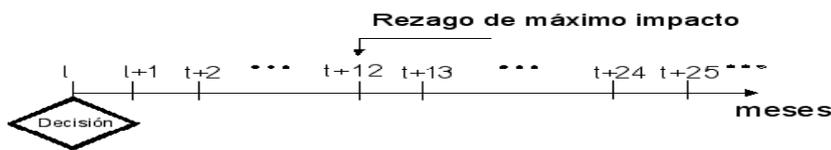
2/ Si el horizonte de la meta es anual, la evaluación de la meta es puntual.

Fuentes: Roger, Scott y Mark Stone (2005), "On target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", IMF Working Paper 05/163; World Economic Outlook (setiembre 2005); y páginas web de bancos centrales.

En el caso peruano, el proceso de desinflación culminó con la adopción del régimen de metas explícitas de inflación y durante este período (2002-2005), la inflación se ha mantenido estable en su valor de largo plazo. Por ello, tal como se anunció en la nota de prensa del Programa Monetario de diciembre de 2005, desde el año 2006 el BCRP pasará a evaluar la meta de inflación de manera continua. De este modo, el Perú se suma al grupo de países con tasas de inflación bajas y estables que hacen uso de una evaluación continua del objetivo inflacionario.

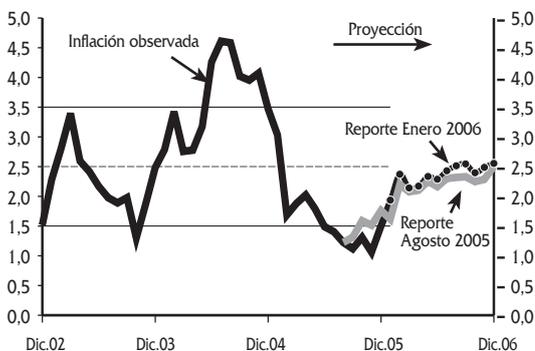
Este nuevo método de evaluación es coherente con la idea de que el BCRP conduce su política monetaria de manera previsorora con el fin de alcanzar su meta en un horizonte de mediano plazo y opera no solamente en función de una meta año-calendario puntual.

El horizonte de mediano plazo es compatible con la existencia de rezagos en la política monetaria, es decir, el lapso de tiempo que transcurre entre la adopción de una decisión por parte del BCRP y su máximo impacto sobre la inflación. Sin embargo, el rezago de política puede ser amplio e incierto. El siguiente diagrama ilustra este rezago, donde el máximo impacto sobre la inflación se estima en 1 año luego de la decisión de política monetaria.



Bajo la consideración de estos rezagos de política monetaria, cada decisión del BCRP es tomada de modo tal que la inflación esperada resultante de dicha acción sea consistente con la meta de 2,5 por ciento.

**Gráfico 74**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**



92. El panorama de inflación hacia los próximos meses no se diferencia sustancialmente de lo previsto en el reporte de agosto. En particular, se mantiene la senda de convergencia hacia niveles cercanos a la meta de inflación. El escenario central en principio no considera presiones de magnitud tal que hagan previsible una desviación de la inflación más allá de sus límites permisibles de 1,5 a 3,5 por ciento. Se espera que en el primer trimestre la tasa de inflación de los últimos 12 meses se aproxime al nivel meta (2,5 por ciento) desde su nivel de 1,5 por ciento a diciembre de 2005.

93. Esta evolución de la inflación depende de las condiciones macroeconómicas agregadas imperantes y del panorama previsto para las variables externas descritas en este reporte.

94. Un primer factor determinante de la inflación es el balance entre demanda y oferta de bienes finales. Con relación a esto, cabe precisar que la actividad económica se ha venido acelerando en el último trimestre del 2005 coadyuvando a la convergencia de la inflación hacia la meta a lo largo del 2006. Durante el horizonte de proyección se prevé que el dinamismo y estabilidad de la actividad económica continúen en una senda compatible con la meta.

95. El segundo factor determinante de la inflación es el representado por los costos de producción de bienes y servicios finales, en particular la inflación importada. Con relación al

---

pasado reporte de inflación se han moderado las proyecciones de los precios de combustibles (la cotización WTI pasa de US\$ 65 a US\$ 61) por lo que se espera que las presiones inherentes a este componente inflacionario se vayan diluyendo. Sin embargo, el Nuevo Sol se ha depreciado 4,1 por ciento durante el segundo semestre de 2005. Esta evolución del tipo de cambio, tiende a elevar la inflación y se constituye en un factor al alza, principalmente durante la primera mitad del horizonte de proyección.

El incremento en las tarifas eléctricas es otro de los factores considerados en la proyección. Se asume que el ajuste en el precio del gas se realizaría sólo en forma parcial ya que no incorpora todo el aumento que le hubiera correspondido de acuerdo a la fórmula polinómica establecida.

96. Finalmente, un factor importante en la determinación de la inflación está dado por los mecanismos de fijación de precios de la economía, los que a su vez están influenciados por la inflación pasada y por las expectativas de inflación futura. A lo largo del esquema de Metas Explícitas de Inflación el Banco ha venido anclando las expectativas de inflación en su nivel meta de manera satisfactoria, percibiéndose al Banco como una autoridad dinámicamente creíble. La posición de política monetaria descrita en el presente reporte, al ser consecuente con la meta de inflación y al mantener la postura previsor de la autoridad monetaria, permitirá que las expectativas de inflación continúen ancladas en la meta a lo largo del horizonte de proyección.

## VII. BALANCE DE RIESGOS Y CONCLUSIÓN

97. El escenario base de proyección presentado se considera como el más probable para el 2006. El análisis de la política monetaria se complementa con la evaluación de los riesgos presentes en esta proyección. El balance de riesgos permite dilucidar la manera cómo el posible desarrollo de los principales determinantes de la inflación podría afectar la distribución de la proyección de inflación. Un balance de riesgos de la inflación al alza o a la baja genera una distribución asimétrica, mientras que un balance de riesgos neutral implica una distribución simétrica.
98. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación del escenario central son:
- **Aumento del riesgo país:** La percepción del riesgo país podría verse afectada por expectativas menos favorables en cuanto a la evolución de las cuentas fiscales o por situaciones de turbulencia financiera que pudieran ocurrir en el periodo electoral en el país o en la región. Si ello induce a una mayor volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central intervendría nuevamente en el mercado cambiario y optaría por una posición de política monetaria menos flexible para evitar efectos indeseados futuros sobre la inflación. Si en cambio una evolución de las expectativas menos favorables produce una disminución de la confianza de los consumidores y de los inversionistas, se podría generar un menor dinamismo de la actividad económica respecto al esperado (5 por ciento). En este caso, la proyección de inflación podría desviarse hacia abajo, en cuyo caso, la política monetaria podría mantener un mayor tiempo su posición expansiva.
  - **Apreciación del nuevo sol:** la reciente evolución del tipo de cambio se ha caracterizado por la desvinculación

---

con los fundamentos macroeconómicos presentes. El escenario base incorpora la reciente depreciación del nuevo sol. Sin embargo, superado el período electoral existe la contingencia que el nuevo sol retome la fortaleza observada hasta hace algunos meses, más aún si se consideran las perspectivas de mantenimiento de estabilidad macroeconómica, o la posibilidad de precios de exportación y mayor acceso a los mercados externos.

Ante ello, el Banco Central podría mantener por mayor tiempo una posición de estímulo monetario e intervenir en el mercado cambiario para reducir sólo excesivas volatilidades a la baja del tipo de cambio.

- **Mayores precios internacionales de los combustibles:**

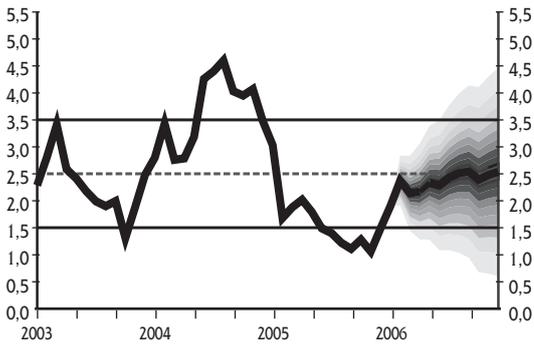
El escenario central de este reporte prevé una reversión paulatina hacia la baja de los precios de los combustibles. No obstante, existe el riesgo de que la reducción en los precios prevista por la proyección central no se produzca o que inclusive se mantenga un ritmo de alzas de combustibles como resultado, por ejemplo, de tensiones en el medio oriente o algún otro factor que afecte el delicado equilibrio del mercado petrolero.

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

- **Deterioro del entorno internacional:** Los factores de riesgos están vinculados a los desequilibrios en las cuentas externas y a la evolución del mercado inmobiliario de Estados Unidos de Norteamérica. Una menor demanda de activos denominados en dólares podría llevar a una depreciación adicional del dólar y a una elevación de las tasas de interés por encima de lo proyectado. Otro riesgo es la posible reducción de los precios de inmuebles. Aunque no existe consenso sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria; una elevación en las tasas de interés tendría un impacto sobre este mercado afectando los precios de los inmuebles. Ello conllevaría un efecto riqueza en la economía estadounidense que se traduciría en una menor demanda por nuestras exportaciones afectando negativamente la actividad económica.

Al igual que en el caso anterior, la política monetaria se ajustará de acuerdo a los efectos sobre la inflación.

**Gráfico 75**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**



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.

99. La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto al escenario base da como resultado un balance neutral sobre la proyección de inflación.

### CONCLUSIÓN

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

## Anexo estadístico

### PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2004	2005		2006 <sup>1/</sup>	
		RI Ago 05	RI Ene 06	RI Ago 05	RI Ene 06
<b>Var. % Real</b>					
1. Producto Bruto Interno	4,8	5,5	6,3	5,0	5,0
2. Demanda interna	3,9	5,4	5,4	5,2	5,4
<i>a. Consumo Privado</i>	3,4	4,4	4,4	4,4	4,2
<i>b. Consumo Público</i>	4,1	10,0	10,1	2,8	3,5
<i>c. Inversión Privada Fija</i>	9,0	12,5	13,9	11,3	10,6
<i>d. Inversión Pública</i>	5,5	21,3	13,4	6,5	10,3
3. Exportaciones de bienes y servicios	14,7	10,8	13,9	5,9	5,1
4. Importaciones de bienes y servicios	10,4	10,7	9,7	7,0	7,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	3,5	3,9	3,4	3,8
<b>Var. %</b>					
6. Índice de Precios al Consumidor	3,5	1,8	1,5	2,5	2,5
7. TC Nominal <sup>2/</sup>	-5,2	-0,6	4,4	1,2	-0,7
8. TCR (multilateral) <sup>2/</sup>	-1,5	-0,9	3,8	1,8	0,7
9. Términos de Intercambio	9,0	3,5	7,0	-6,1	0,5
<i>a. Índice de Precios de Exportación <sup>3/</sup></i>	20,8	14,1	18,4	-1,3	4,6
<i>b. Índice de Precios de Importación</i>	10,8	10,2	10,6	5,1	4,1
<b>% del PBI</b>					
10. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	0,0	0,2	1,4	0,1	0,9
11. Balanza comercial	4,1	4,9	6,6	3,7	6,5
12. Financiamiento externo bruto del sector privado <sup>4/</sup>	3,3	3,7	3,6	2,1	3,4
13. Resultado Primario del Sector Público no Financiero	1,0	1,1	1,5	1,3	1,5
14. Resultado Económico del Sector Público no Financiero	-1,1	-1,0	-0,4	-1,0	-0,7
15. Ingresos Tributarios del Gobierno Central	13,3	13,7	13,8	13,6	13,7
16. Saldo de Deuda Pública Total	45,1	39,2	38,4	38,1	36,8
17. Saldo de Deuda Pública Externa	35,6	29,5	28,7	27,9	27,5
<b>Var. % Nominal</b>					
18. Gastos No Financieros del Gobierno Central	8,6	12,0	12,8	4,4	5,5
19. Emisión Primaria promedio anual	18,8	26,3	28,3	14,5	17,5
20. Crédito al Sector Privado del Sistema Bancario	-0,5	9,4	16,8	6,5	8,0

1/ Proyección.

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

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

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

RI: Reporte de Inflación.

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**