

**Cámara Chilena de la Construcción
Gerencia de Estudios**

**INFORME INTERNACIONAL
PERU**

Rodrigo Montero P.

Marzo 2007

Índice

I. Escenario doméstico

- I.1 Actividad económica interna
- I.2 Mercado laboral
- I.3 Inflación y política monetaria
- I.4 Mercados financieros
- I.5 Finanzas públicas

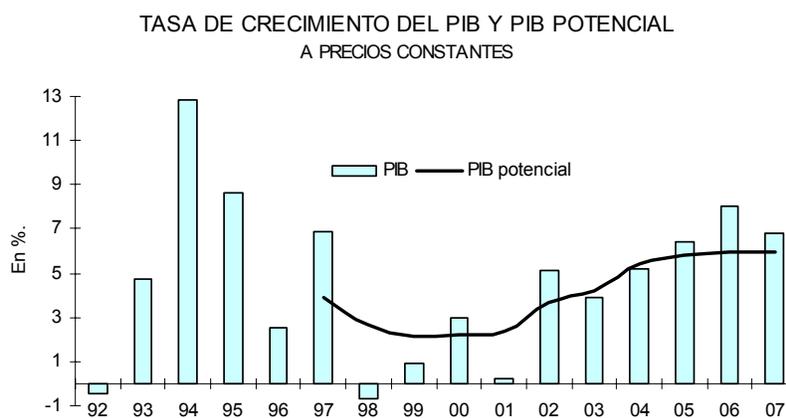
II. Escenario internacional

- II.1 Entorno internacional
- II.2 Balanza de pagos

I. Escenario doméstico

I.1 Actividad económica interna

La economía peruana continúa mostrando un dinamismo envidiable, aprovechando de manera integra el benévolo contexto internacional, y acumulando tasas de crecimiento más que generosas. Durante el último mes de 2006 la economía se habría expandido en nada menos que 8,9%, con lo cual el crecimiento para todo 2006 habría llegado, preliminarmente, a 8%, la mayor tasa de crecimiento de los últimos once años.¹



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

El desempeño mostrado durante 2006 no es puntual, sino más bien viene a reafirmar una positiva tendencia, iniciada en el año 2002. A partir de entonces, el crecimiento ha venido notoriamente al alza, ubicándose en 5,2% en 2004, 6,4% en 2005, y esperándose una leve desaceleración para 2007, con una expansión de 6,8%, consistente con un entorno internacional menos favorable, y con un crecimiento más acorde al comportamiento del PIB potencial.

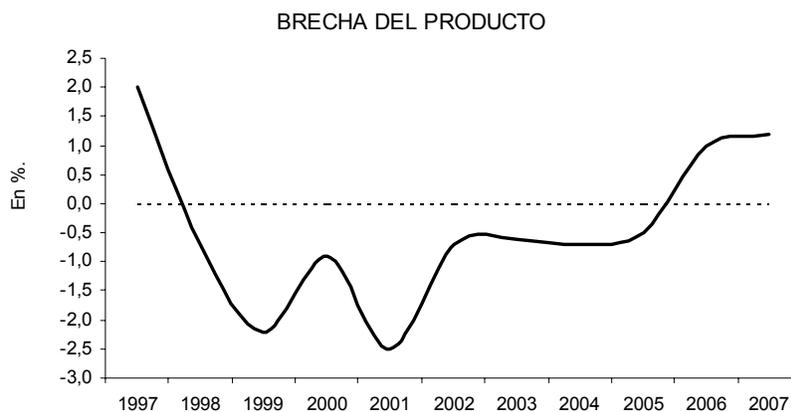
De esta manera, en la presente década, la economía peruana ha tenido un crecimiento promedio de 4,5%, superior en apenas una décima al 4,4% de Chile, pero con una gran diferencia: mientras el crecimiento en Chile viene desacelerándose, en Perú el dinamismo ha ido de menos a más. Más aún, algunos analistas ya han empezado a corregir al alza las estimaciones de crecimiento para 2007, por lo que no se descarta una expansión superior al 7%.

Las buenas cifras peruanas se resumen en el comportamiento del PIB potencial, el cual ha estado aumentando significativamente desde el año 2000. En 2006 éste se ubicó en 6%, superior en dos décimas al de 2005, y en seis décimas al de 2004. En otras palabras, la

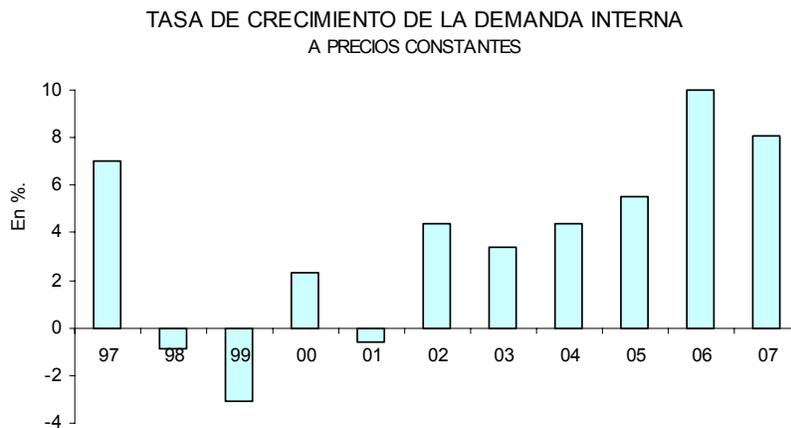
¹ En economía existe una regla muy famosa, denominada la regla del 70, la cual establece que si una economía crece a una tasa de X%, tardará “70/X” años en duplicar su nivel de ingreso. De esta manera, con el crecimiento que obtuvo la economía peruana durante el año 2006, en apenas nueve años más Perú habrá duplicado su actual nivel de ingreso.

capacidad de crecimiento de la economía, lo que se resume en el comportamiento del PIB potencial, ha venido también al alza.

El comportamiento que ha venido exhibiendo la brecha del producto, definida como la diferencia existente entre el PIB y el PIB potencial, también da cuenta de un contexto expansivo. Para 2006 se estima una brecha entre 0,5 y 1,5%. De hecho, para 2007 se espera un leve aumento de la brecha, lo cual refleja el vigor con el que se está desarrollando la demanda interna, lo cual deberá ser seguido de cerca por las autoridades económicas en orden a mantener bajo control la inflación, y evitar tener que un implementar un sobreajuste posterior.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

La demanda interna ha crecido con fuerza en todos sus componentes. En 2006 ésta se habría expandido en 10%, destacándose el dinamismo exhibido por la inversión privada y pública (19,9 y 14,6%, respectivamente), y el consumo privado con un aumento de 6%. El comportamiento de este último se debería al crecimiento del ingreso nacional disponible (11,2%), sustentado en la mayor retribución a los factores productivos derivado del mayor nivel de actividad económica y al crecimiento del empleo, una mejora en los términos de

intercambio y a las transferencias por remesas del exterior. Con todo se espera que en 2007 el consumo privado modere su crecimiento ubicándose en 5,7%.

Para 2007 se espera un crecimiento de la inversión privada de 16,3%, debido a ampliaciones de capacidad de las empresas manufactureras, y a proyectos de infraestructura, energía y telecomunicaciones. Se contemplan también las inversiones de empresas mineras, como Yanacocha y Southern Copper Corporation.

En 2008 la inversión crecería un 12,2%, en donde destacarían los proyectos del sector minería e hidrocarburos, así como la continuación de la segunda etapa de Camisea, la construcción de las instalaciones del Lote 67 para la extracción de petróleo crudo, proyectos para la producción de etanol, y otros orientados a la construcción de plantas petroquímicas.

A nivel sectorial el crecimiento fue liderado por el sector construcción con una expansión de 14,9% durante 2006, seguido de comercio con 10,7% y otros servicios con 8,2%. En el sector construcción el notable crecimiento se debió al mayor dinamismo de la autoconstrucción, la ejecución de proyectos mineros como Cerro Verde en Arequipa y la ampliación de la Fundición de Ilo de Southern Copper Corporation, el crecimiento del mercado hipotecario, la construcción de proyectos residenciales (principalmente en la costa norte) y la ejecución de obras civiles por parte de los gobiernos locales.

Cuadro 1
Producto Interno Bruto por sector económico
(variación porcentual)

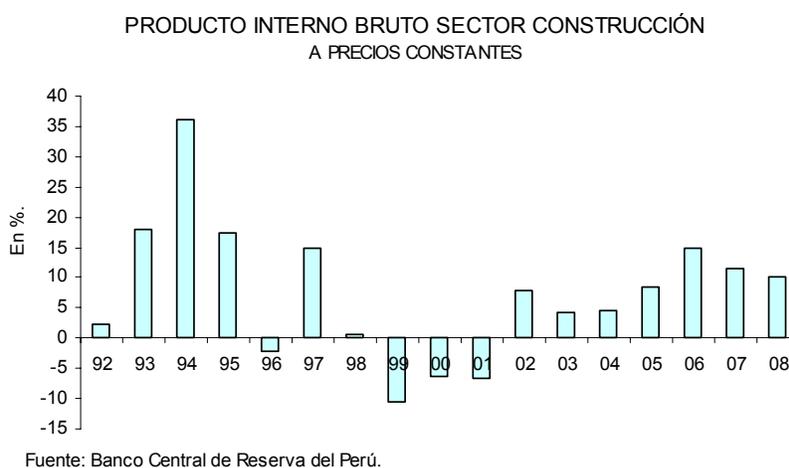
	2004	2005	2006	2007	2008
Agropecuario	1,7	4,8	7,2	4,0	3,5
Agrícola	-3,2	4,0	7,7	3,7	3,2
Pecuario	2,0	6,6	6,6	4,6	3,9
Pesca	33,9	1,2	2,7	4,3	3,8
Minería e hidrocarburos	5,2	8,1	0,9	3,3	5,1
Minería metálica	5,2	7,4	0,3	3,1	5,0
Hidrocarburos	7,1	23,4	5,7	5,6	6,1
Manufactura	7,4	6,5	6,4	6,5	6,2
Procesadores de recursos primarios	7,3	2,1	1,0	2,6	3,9
Manufactura no primaria	7,4	7,7	7,7	7,6	6,8
Electricidad y agua	4,6	5,3	6,8	6,8	5,5
Construcción	4,7	8,4	14,9	11,5	10,2
Comercio	5,8	5,2	10,7	7,9	6,2
Otros servicios	4,4	6,3	8,2	7,4	5,8
PIB	5,2	6,4	7,9	6,8	5,8
Primario	4,6	5,4	3,7	3,5	4,1
No primario	5,2	6,5	9,1	7,8	6,4

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Los sectores más dinámicos fueron los no primarios, con una tasa de crecimiento de 9,1%. Por otro lado, los sectores primarios se habrían expandido en 3,7%.

Cabe destacar, además, el bajo dinamismo exhibido por la minería metálica (0,3%), debido básicamente a que durante el año no entraron en operación nuevos proyectos, y además, se redujo la producción de oro en Yanacocha. Con todo, para 2007 se espera un crecimiento de 3,1%.

El sector construcción continuaría liderando la actividad sectorial durante 2007 con un crecimiento estimado de 11,5%. Este dinamismo se fundamentaría en el crecimiento de la construcción residencial, que estaría apoyada fuertemente por el relanzamiento de los programas MiVivienda y Techo Propio², los cuales se han estado enfocando cada vez más en los segmentos más vulnerables de la población. A esto habría que añadir los proyectos viales como el Trasvase Olmos, IIRSA Norte e IIRSA Sur, así como la continuación de los programas de concesiones y licitaciones del Estado.



En este auspicio contexto, es importante analizar si se están sentando las bases que garanticen un crecimiento también dinámico en el futuro. En este sentido, es posible señalar que uno de los principales combustibles del crecimiento es la inversión; una economía que invierte está mejorando su capacidad de crecimiento futuro, lo que se refleja directamente en el comportamiento del PIB potencial.

² Techo Propio es un programa orientado a solucionar el problema de vivienda de las familias peruanas con menores recursos para que puedan tener una vivienda digna, que cuente con los principales servicios de electricidad, agua, desagüe, pistas y veredas. Para poder acceder a este programa las familias deben cumplir con los siguientes requisitos: (i) no poseer vivienda dentro del territorio nacional, (ii) los ingresos familiares no pueden ser superiores a S./ 1.450, (iii) que nunca hayan recibido apoyo del Estado para adquirir o construir una vivienda.

Cuadro 2
Principales proyectos de inversión por sectores económicos

Sector productivo	Inversión (millones de US\$)
Minería	9.902
Hidrocarburos	3.150
Industria	2.820
Energía	2.574
Comercio y servicios	1.685
Infraestructura	1.318
Total	21.449

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Las perspectivas para Perú son auspiciosas, y es por eso que la inversión proyectada para los próximos años es significativa (2007-2011), con un monto estimado de más de US\$ 21 mil millones. El sector productivo que recibiría un mayor nivel de inversión es minería, proyectándose cerca de US\$ 10 mil millones para el período 2007-2011. De hecho, este monto representa casi el 50% de lo que se espera invertir en total en dicho período. Le siguen los sectores de hidrocarburos con un 15% de la inversión total (US\$ 3.150 millones), industria con el 13% (US\$ 2.820 millones), energía con el 12% (US\$ 2.574 millones), comercio con el 8% (US\$ 1.658 millones), y finalmente, infraestructura con el 6% (US\$ 1.138 millones).

Cuadro 3
Principales proyectos mineros y de hidrocarburos

Proyecto	Operador en el Perú	Inversión (US\$ millones)	Estado actual
Minería		9.849	
Las Bambas	Xtrata Perú	1.500	Exploración
Toromocho	Perú Copper	1.500	Est. Fact.
Minas Conga	Minas Conga SRL	1.100	Est. Imp. Amb.
Río Blanco	Minera Majaz	1.000	Est. Fact.
Quellaveco	Cía. Minera Quellaveco	1.000	Est. Fact.
La Granja	Río Tinto Minera Perú	700	Exploración
Michiquillay	Por privatizar	700	Por privatizar
Yanacocha	Newmont-Buenaventura	677	En ejecución
Cerro Verde	Soc. Minera Cerro Verde	560	En operación
Fundición de Ilo y Tantahuatay	Southern Copper Corporation	435	En ejecución
Los Chancas	Southern Copper Corporation	300	Est. Pre-Fact.
Cerro Corona	Minera Gold Fields	227	Construcción
Tía María	Southern Copper Corporation	150	Exploración
Hidrocarburos		3.150	
Camisea II	Perú LNG	2.150	Construcción
Lote 67	Barret Resources Perú	1.000	Est. Fact.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Cuadro 4
Principales proyectos de generación y transmisión eléctrica

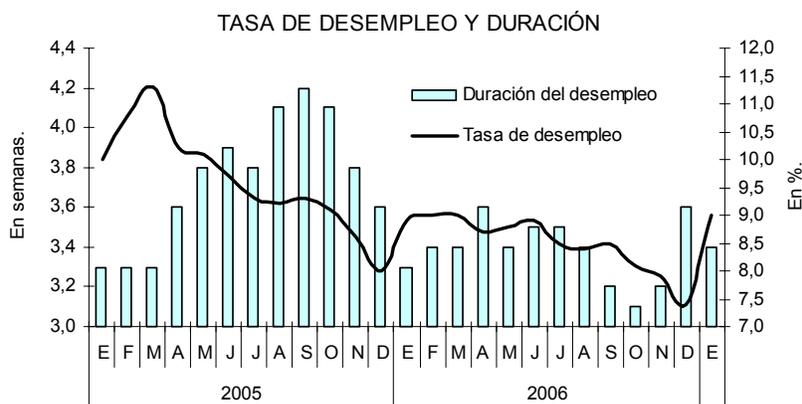
Proyecto	Operador
Generación	
Central Térmica Chilca II (174 MW)	Enersur
Turbogas Kallpa I, II y III (504 MW)	Globeleq
Turbogas Tumbes (170 MW)	BTZ Energy
Central Hidroeléctrica El Platanal (220 MW)	Cementos Lima
C.H. Santa Rita (173 MW)	Electricidad Andina
Transmisión	
Reforzamiento línea Chilca-San Juan (220 KV)	REP
Línea de transmisión Zapallal-Paramonga-Nueva Chimbote (220 KV)	REP

REP: Red Eléctrica del Perú.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

I.2 Mercado laboral

Muy en línea con lo que ha sido el comportamiento de la actividad económica en Perú, los indicadores del mercado laboral han ido mejorando sistemáticamente. Así, la tasa de desempleo promedió durante 2006 8,5%, luego de haber promediado 9,6% en 2005, es decir, una caída de casi un punto porcentual. De hecho, durante el último mes del año anterior, la desocupación cerró en apenas 7,4%, el nivel más bajo de todo 2006, y 2005.



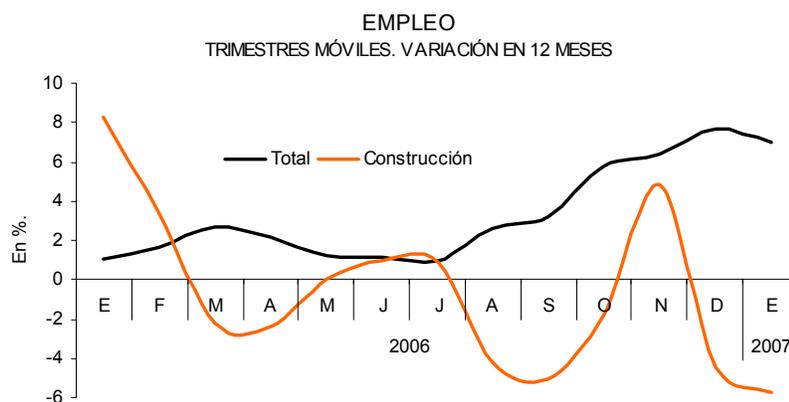
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática.

Sin embargo, el primer mes de 2007 reveló un incremento de este indicador, el cual se ubicó en 9%, lo que no obstante, es propio de la estacionalidad propia de dicho período. De hecho, dicha cifra es equivalente al desempleo exhibido en enero de 2006, cuando éste se ubicaba en 8,9%.

Por otro lado, durante 2006 disminuyeron los tiempos de espera para aquellos desempleados en busca de una fuente laboral. En promedio, los desocupados debieron esperar algo más de tres semanas antes de conseguir un nuevo empleo, casi un 10% menos

de lo que tenían que esperar en 2005. No obstante, en diciembre se pudo apreciar un leve aumento en el tiempo de espera, el que se acercó a las cuatro semanas. Con todo, en enero de 2007 el tiempo promedio de desocupación se ubicó en 3,4 semanas.

El principal responsable de esta significativa reducción de la tasa de desempleo ha sido la creación de empleo, el cual tuvo un crecimiento de 7% (en doce meses) en el primer mes del año. Así, consistentemente con lo que ha sido el comportamiento de la actividad económica, la creación de empleo cobró un especial impulso durante el segundo semestre de 2006, período en que ésta ha estado, en promedio, por sobre el 4%.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática.

Contrasta con este dinamismo el comportamiento del empleo en el sector construcción, el que ha venido desacelerándose durante la última parte de 2006 y comienzos de 2007. De hecho, en el primer mes de este año, el empleo experimentó una caída de 5,7% en doce meses, a pesar de haber caído incluso en diciembre de 2006 más de 4%.

I.3 Inflación y política monetaria

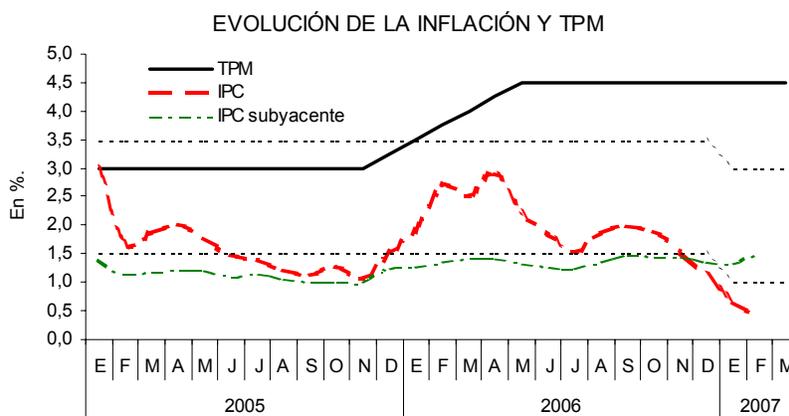
En este contexto de elevado dinamismo, el Banco Central ha debido monitorear muy de cerca el comportamiento de la inflación, de manera de evitar que ésta se mueva más allá de lo que lo permite su rango de tolerancia.³ De hecho, hasta el mes de noviembre de 2006 la inflación se ubicó efectivamente dentro del rango meta establecido por la autoridad monetaria (en ese momento de entre 1,5 y 3,5%). A partir de entonces, la inflación medida en doce meses, ha continuado cayendo hasta ubicarse en el mes de febrero en apenas 0,4%.

³ Recientemente se han cumplido cinco años desde que el Banco Central adoptara el esquema de metas de inflación. A partir de 2007 la autoridad monetaria ha decidido reducir su meta inflacionaria desde el 2,5% anterior a un 2%, manteniendo el margen de tolerancia de un punto porcentual por debajo y por sobre de dicha meta.

El 2006 cerró con una inflación de 1,1%, sobre cumpliéndose así la meta establecida por el Banco Central.

Esta significativa reducción ha estado fundamentada en mejores condiciones de oferta, derivado de aumentos en la capacidad productiva, apreciación del Nuevo Sol, mayor competencia lo que se ha reflejado en márgenes cada vez menores, y consecuentemente, en bajas expectativas de inflación.

Por su parte, la inflación subyacente, que excluye el precio de los bienes perecibles y los combustibles, permaneció estable durante todo 2006, finalizando el año con un incremento de 1,5% en doce meses, justo en el piso del rango meta.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Es interesante el cambio que ha implementado recientemente la autoridad monetaria en orden a mover el rango de tolerancia hacia abajo, pero manteniendo la amplitud del mismo. Mediante esta modificación se produce un reconocimiento de estar en presencia de un nuevo régimen, el cual estructuralmente opera en condiciones de menor inflación. Este aspecto ha cobrado mucho interés durante el último tiempo, respecto de si la entrada de gigantes como India y China al concierto internacional ha provocado una caída generalizada en los precios de los bienes en el mundo de tal magnitud que es posible estimar de manera permanente menores niveles de inflación para el futuro.

Los logros alcanzados en materia inflacionaria han tenido como fundamento la reputación del ente rector, su credibilidad y autonomía, todo lo cual se resume en el hecho de que la tasa de inflación promedio de los últimos cinco años ha sido de apenas 2%.

La independencia del Banco Central se logra en Perú por medio del Artículo 84 de la Constitución, el cual le otorga autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. La importancia de la autonomía en el logro de los objetivos inflacionarios ha sido bien establecida en Cukierman (1992)⁴, en donde se señala que un bajo nivel de independencia

⁴ *Central bank strategy, credibility and independence*. MIT Press.

está asociado a una mayor volatilidad de la inflación (más varianza), y además, a una mayor inflación promedio.⁵

Jácome y Vásquez (2005) complementan la definición de independencia proporcionada por Cukierman e incluyen la independencia financiera del Banco Central.

Al incorporar todos estos elementos se obtiene lo que se denomina el índice modificado de Cukierman, el que se construye a partir de la autonomía política, la autonomía económica y la rendición de cuentas (*accountability*). Al comparar el Banco Central de Perú con sus similares regionales, la institución se ubica, en términos de independencia, por sobre los niveles de México, Brasil, e incluso Chile.

Cuadro 5
Grado de independencia del Banco Central (1)

	Autonomía política (2)			Autonomía económica (3)		Rendición de cuentas	Índice modificado
	Administrativa	Objetivos	Total (a)	Financiera	Total (b)	(accountability) (c)	Cukierman (a+b+c)
Perú	0,766	1	0,303	1	0,49	0,069	0,862
Chile	0,934	0,75	0,299	1	0,447	0,1	0,846
México	0,866	1	0,323	0,67	0,382	0,1	0,805
Brasil	0,6	0,25	0,158	0,5	0,27	0,069	0,497

(1) El valor uno (1) corresponde al nivel óptimo o adecuado de autonomía.

(2) Las autonomías administrativa y de objetivos son componentes principales de la autonomía política. La cifra total de la autonomía política incorpora el peso relativo con el que ingresa al índice total.

(3) La autonomía financiera es uno de los componentes principales de la autonomía económica. La cifra total de la autonomía económica incorpora el peso relativo con el que ingresa al índice total.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú y Jácome, L. y Vásquez, F. (2005) *Any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean*.

Finalmente, en su última reunión celebrada el día 8 de marzo de 2007, el Directorio del Banco Central ha decidido mantener la tasa de interés de referencia en su actual nivel (4,5%), ya que no se vislumbran presiones inflacionarias en el corto plazo. Por otro lado, los factores que han ubicado a la tasa de inflación por debajo del rango meta tienen un carácter transitorio, entre los que se encuentran los menores precios de tarifas de servicios públicos y de algunos alimentos.

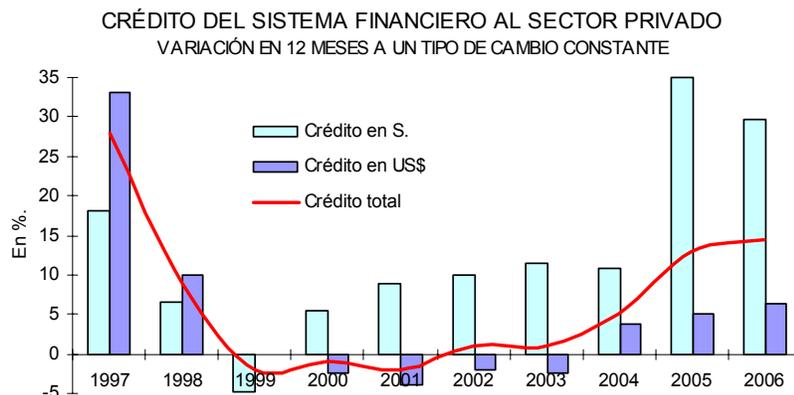
En su comunicado, la autoridad prevé que en la primera parte del año 2007 la tasa de inflación de los últimos doce meses continuará ubicándose por debajo del límite inferior del rango de la meta inflacionaria (1%) debido a la reversión de las alzas de precios de los alimentos que se registraron en los primeros meses del 2006. Ahora bien, los factores antes mencionados tienen un impacto de una sola vez sobre la tasa de inflación, por lo que se

⁵ Por supuesto la independencia no debe confundirse con descoordinación. De hecho, siempre debe existir un nivel mínimo de coordinación para un logro adecuado de los objetivos planteados. En efecto, Moser-Boehm (2006) plantea que la coordinación de políticas, el intercambio de información y las comunicaciones entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda (Economía) contribuirán a un mejor desempeño económico, siempre y cuando esto se efectúe con conocimiento y pleno respeto de los objetivos y de la autonomía institucional.

estima que estos desvíos son transitorios y no ameritarían, por tanto, ser contrarrestados con una respuesta expansiva de la política monetaria. La siguiente reunión del Directorio quedó programada para el día 3 de abril.

I.4 Mercados financieros

Como es de esperar en un contexto tan auspicioso, el sector financiero ha continuado aumentando el crédito hacia el sector privado, reforzando el dinamismo de la actividad económica. Así, durante el año 2006 el crédito aumentó en 14,5%, explicado por un aumento de 29,6% del crédito en moneda local, y por el incremento de 6,4% del crédito en dólares. Estas tasas de crecimiento en el crédito no se veían desde 1997. De hecho, durante los tres primeros años de esta década, el crédito en dólares había estado experimentando notorias reducciones. Cabe destacar que el flujo de crédito del sistema financiero al sector privado registrado durante 2006 equivale a tres puntos porcentuales del producto.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Cabe señalar que parte importante de los flujos de capitales que han estado emanando hacia el sector privado provienen del sector público, lo que ha sido posible a su vez por el positivo comportamiento que ha mostrado el ahorro fiscal (ver sección I.5).

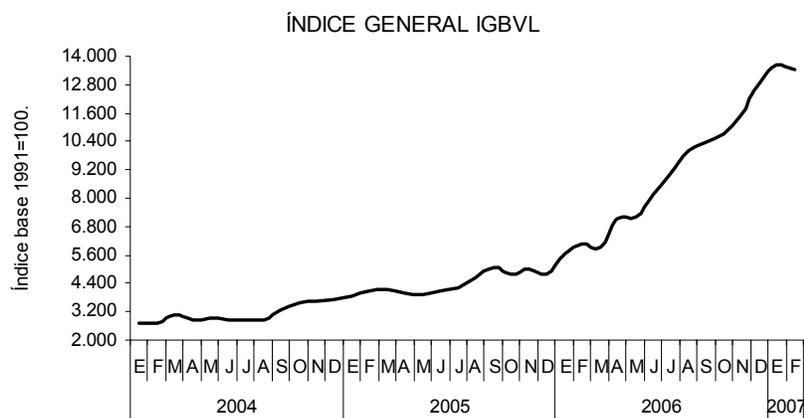
Por otro lado, cabe consignar que aún cuando el ritmo de crecimiento de los créditos es elevado, los niveles de éste son bajos en comparación con otros países de la región. De hecho, los indicadores de solidez del sistema bancario mostraron mejoras importantes durante el año 2006. Por ejemplo, la cartera atrasada como porcentaje del total de colocaciones de las empresas bancarias se ubica actualmente en 1,6%, versus el 9% existente a comienzos de la presente década.

Un aspecto que debe llamar la atención se refiere al elevado nivel de dolarización que aún exhibe el crédito hipotecario, lo que magnifica el riesgo cambiario de la economía.⁶ De hecho, los créditos hipotecarios en nuevos soles recién comenzaron a penetrar con fuerza durante 2006, pasando de S./ 275 millones en enero de 2006 a S./ 793 millones en

⁶ 89% a noviembre de 2006.

diciembre pasado, lo cual ha sido posible en gran parte por la emisión de Bonos del Tesoro Público en nuevos soles nominales a 20 años, que ha permitido créditos en moneda local para plazos similares a los de los créditos hipotecarios en dólares.

Otro elemento que da cuenta del buen momento por el cual está atravesando la economía peruana es el comportamiento del mercado bursátil. En efecto, el Índice General de la Bolsa de Valores (IGBVL) creció 167% durante 2006, y el índice selectivo (ISBVL) lo hizo en 260%.



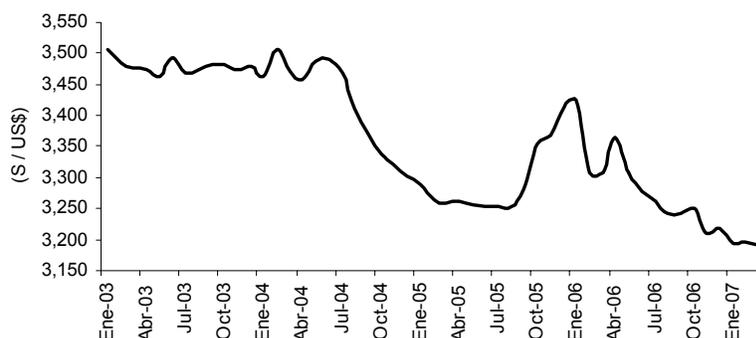
Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

Finalmente, por el lado del mercado inmobiliario los precios han mostrado cierta estabilidad luego de las disminuciones experimentadas durante el primer semestre de 2003 debido básicamente a la mayor oferta derivada del programa MiVivienda.

Fortaleza de la economía, buenas perspectivas para el futuro, términos de intercambio favorables, y una baja tasa de inflación, son los ingredientes necesarios para obtener una trayectoria decreciente en el tipo de cambio, provocando un fortalecimiento de la moneda local. Esta trayectoria sólo fue interrumpida transitoriamente durante el último período electoral, ocasión en que resultó electo Alan García. Con todo, durante 2006 la moneda local se apreció un 6,7%.

Esta apreciación sostenida de la moneda local, unido a una baja tasa de inflación tanto doméstica como externa, ha determinado una trayectoria decreciente del tipo de cambio real, deteriorando así la competitividad de la economía. De hecho, durante 2006 el tipo de cambio real multilateral se apreció en 1,2%, no obstante, su nivel aún supera el promedio de los últimos diez años.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Es interesante notar el comportamiento que ha tenido la moneda local respecto de las monedas de sus principales socios comerciales. Así, respecto del euro es posible constatar una depreciación nominal de 4,2% y además, una depreciación real de 4,7%. Sin embargo, respecto de Japón se observa una apreciación de 5,4% nominal, y una apreciación real de 6,2%. Finalmente, respecto a Chile el Nuevo Sol se apreció un 8,8% en términos nominales, mientras que en términos reales lo hizo en 7,6%.

Cuadro 6
Tipos de cambios bilaterales

	Importancia relativa (1)	Nominal respecto a:		Real respecto a:	
		Dic. 2004	Dic. 2005	Dic. 2004	Dic. 2005
Estados Unidos	25,1	-2,3	-6,4	0,9	-5,1
Eurozona	20,1	-3,6	4,2	-2,4	4,7
Japón	10,3	-13,6	-5,4	-15,7	-6,2
Brasil	6,4	23,5	-0,5	31,2	1,4
Reino Unido	5,8	-0,6	5,3	3,4	8,7
Chile	4,8	6,6	-8,8	10,4	-7,6
China	4,3	3,4	-3,4	5,2	-1,8
Colombia	4	4,6	-5,6	11,6	-2,4
México	3,4	0,9	-8,4	5,7	-5,7
Argentina	3,4	-6,2	-8,8	12,7	-1
Corea	3,3	10,9	3,5	13,3	4,5
Taiwán	2,5	-3,3	-4,2	-3	-4,6
Venezuela	2,5	-12,7	-6,4	13,7	8,2
Canadá	2,4	3,1	-5,8	4,3	-5,3
Bolivia	1,8	-1,1	-5,2	5,6	-2,1
Ponderado	100	-1,1	-2,9	2,5	-1,2

(1) Definida respecto del comercio del año 1994.

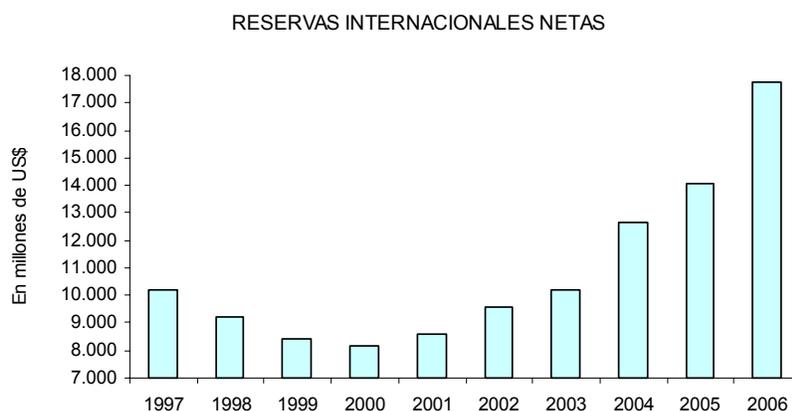
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

En Perú el Banco Central tiene una actitud activa en términos de política cambiaria, a diferencia de lo que ocurre en Chile, donde el Banco Central se ha mantenido al margen de

las fluctuaciones del tipo de cambio. De acuerdo a lo señalado por la autoridad monetaria, las intervenciones cambiarias tienen como objetivo evitar fluctuaciones que pudieran generar un deterioro en los balances de los agentes económicos, o bien, poner en peligro el cumplimiento de la meta inflacionaria. Con todo, la flexibilidad del tipo de cambio se ha incrementado paulatinamente durante los últimos años, dejando que cada vez más sea el tipo de cambio quien absorba una mayor proporción de los shocks externos, permitiendo a su vez una mayor estabilidad de la tasa de interés doméstica.

No obstante, mientras exista cierto grado de dolarización financiera es recomendable que la autoridad monetaria mantenga un nivel preventivo de reservas internacionales. De hecho, éstas han venido exhibiendo un comportamiento creciente durante la presente década, acumulando un total de US\$ 17.725 millones durante 2006, mientras que en el año 2000 totalizaban US\$ 8.180 millones.

Así, ha continuado aumentando la proporción de la liquidez del sector privado cubierta por las reservas internacionales, pasando de 71% en el año 2005 a 72% en 2006. De la misma manera, la proporción de obligaciones externas de corto plazo continuaron siendo más que cubiertas por las reservas internacionales.



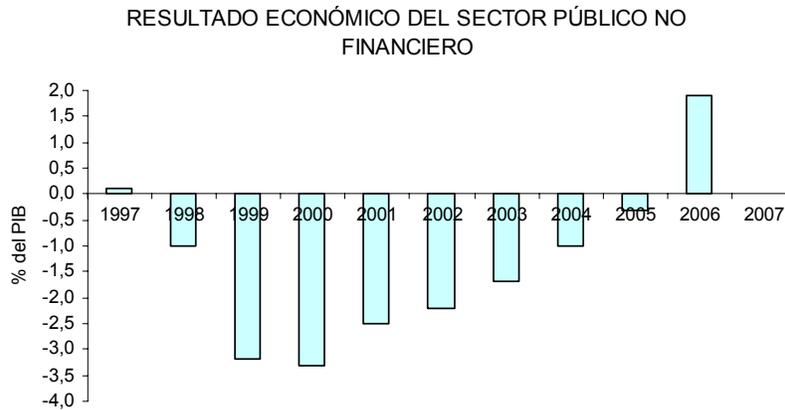
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

I.5 Finanzas públicas

Como consecuencia del mayor dinamismo de la actividad económica, lo que trae aparejado una mayor recaudación tributaria⁷, y los elevados precios de los *commodities*, el sector público no financiero finalizó el año 2006 con un superávit de 1,9% del PIB. De hecho, los ingresos corrientes del Gobierno Central ascendieron a 17,2% del PIB, superior al 15,7%

⁷ Ésta habría crecido en más de 25% en términos reales durante el año recién pasado como resultado de los mayores pagos del impuesto a la renta, y del impuesto general a las ventas. Este resultado confirma que el mejor aliado de la recaudación tributaria sigue siendo el crecimiento económico por sobre el aumento de las tasas impositivas.

del PIB logrado en 2005. Este resultado es aún más notable considerando que durante 2006 se aprobaron medidas tributarias que provocaron una reducción de 0,4 puntos porcentuales por concepto de impuestos por importaciones y de impuesto selectivo al consumo de combustibles.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Por su parte, la recaudación de impuesto a la renta ascendió a 6,1% del PIB, superando en 1,8 puntos porcentuales lo logrado en 2005. En esta área destacó la recaudación proveniente del sector minería, influenciada fuertemente por el incremento de los precios de los minerales. Finalmente, la recaudación del impuesto general a las ventas ascendió a 7,1 % del PIB, debido fundamentalmente al dinamismo que mostró la actividad interna. En este aspecto cabe destacar que durante 2006 se implementaron tres reducciones al impuesto selectivo al consumo (ISC) aplicado a los combustibles, generando una caída de 0,2 puntos del PIB en la recaudación del ISC. No obstante, la medida tuvo como objetivo, mitigar los efectos adversos derivados de los elevados precios del petróleo en los mercados internacionales.⁸

Durante 2006, el gasto no financiero del Gobierno Central aumentó en 10,4% en términos reales, inferior al 10,8% exhibido en 2005. De esta manera, luego de nueve años las finanzas públicas comienzan a mostrar cifras azules. El último superávit se había dado en el año 1997 cuando el resultado económico del sector público fue de 0,1%. Luego, se observaron sucesivamente resultados adversos, desde el -1% registrado en 1998 hasta el -3,3% anotado en el año 2000. A partir de entonces, el déficit fue cayendo hasta finalmente presentar un superávit el día de hoy.

Este comportamiento de las finanzas públicas exhibido durante el último tiempo es consistente además con un comportamiento anticíclico de la política fiscal.⁹ De hecho, en

⁸ Una medida de este tipo fue ampliamente sugerida por diversos analistas en Chile. Lo que se perseguía era atenuar el efecto ingreso negativo que estaban experimentando los agentes económicos como consecuencia de los elevados precios de la energía y de los combustibles. En Perú la medida prosperó, no así en Chile, y los efectos positivos que tuvo sobre la demanda interna peruana son decisivos.

⁹ Una política fiscal anticíclica, que se refleja en el resultado económico del sector público, permite estabilizar las fluctuaciones propias del ciclo económico, proporcionando de esta manera una mayor certidumbre a la

aquellos períodos de menor dinamismo de la actividad económica, el sector público no financiero arrojaba sendos déficit. En efecto, mientras que en 1999 se registró uno de los peores déficit fiscales (-3,3%), el producto apenas lograba una expansión de 0,9%. Asimismo, ahora que la actividad económica permanece fuerte, con un crecimiento estimado de 7,9% para 2006, el resultado fiscal es de un robusto superávit de casi dos puntos porcentuales del PIB.

Finalmente, para 2007 se espera una situación de equilibrio para el sector público, consistente con un contexto internacional menos favorable, y con términos de intercambio revertiendo su trayectoria hacia niveles más compatibles con los de equilibrio de largo plazo.¹⁰

Un indicador más preciso respecto de la posición de la política fiscal, en términos de si está siendo expansiva o contracíclica, es el resultado económico estructural. Este resultado se obtiene luego de ajustar los ingresos del gobierno general por la posición del ciclo económico en que se encuentre y los precios de las exportaciones mineras y de hidrocarburos.¹¹ De esta manera, el resultado estructural del sector público muestra que se ha reducido considerablemente el déficit fiscal. De hecho, mientras que en el año 2000 éste era de 3% del PIB, en 2006 alcanzó apenas a 0,3% del PIB. Este último valor contrasta con el superávit corriente de 1,9% que registró el sector público no financiero en 2006, lo que se explica fundamentalmente por el aumento de 36% que experimentaron los precios de exportación, provocando coyunturalmente una mayor recaudación por concepto de impuesto a la renta. El resultado estructural aísla este efecto transitorio, y representa, por lo tanto, de mejor manera la verdadera posición fiscal. Tan importante es esta corrección, que de acuerdo a esta metodología, la política fiscal se encontraría en una posición expansiva, lo que es preocupante considerando el dinamismo actual de la actividad económica.

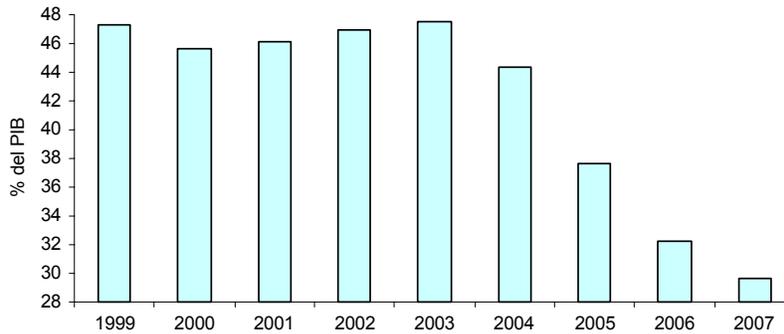
Este positivo entorno en el que se encuentra la economía peruana, con una actividad económica creciendo fuerte, y términos de intercambio favorables, ha permitido reducir sustancialmente los niveles de deuda pública, pasando del 47,5% del PIB exhibido en 2003 a un 32,2% del PIB durante 2006. Además, para 2007 se estima que ésta continuará disminuyendo, ubicándose en 29,7% del PIB.

evolución esperada de la actividad económica, y por ende, sentando las bases de un mejor entorno para la inversión. Por otro lado, una política fiscal anticíclica permite restarle presión a la política monetaria para el logro de sus objetivos inflacionarios, todo lo cual se traduce finalmente en tasas de interés más bajas.

¹⁰ Sin embargo, se espera un déficit fiscal de 0,5% del PIB para 2008. Uno de los factores que estaría detrás de este resultado es la desgravación arancelaria aprobada en diciembre último y que redujo a cero el arancel de 2.894 partidas y disminuyó el arancel promedio simple de 10,05% a 8,28%. Esta desgravación arancelaria se ha dado en partidas de bienes de capital e insumos, que representan el 40% de las importaciones de 2006, y cuya importación ha crecido notablemente en los últimos años.

¹¹ En Chile este ajuste se realiza a través de la estimación del PIB potencial, que refleja el crecimiento de largo plazo de la economía, y del precio del cobre de equilibrio de largo plazo, determinante fundamental de los ingresos fiscales.

DEUDA PÚBLICA



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

II. Escenario internacional

II.1 Entorno internacional

El entorno externo permanece favorable a la economía peruana. El fuerte dinamismo experimentado por la economía mundial permitió una notable mejora en los términos de intercambio, estimulando aún más la economía local. De hecho, durante el año recién pasado el producto mundial habría crecido un 3,8%, y para 2007 se espera un aumento de 3,2%.

Por otro lado, se estima que la expansión de los socios comerciales durante 2006 habría llegado a 4,6%, mientras que para 2007 y 2008 se esperan tasas de crecimiento de 3,9 y 4%, respectivamente.

El menor dinamismo de la economía mundial para el presente año (con un crecimiento seis décimas menos que lo registrado durante 2006) se explicaría básicamente por las menores expectativas de crecimiento para la economía americana, la cual pasaría de una expansión de 3,2% en 2006 a una de sólo 2,4% en 2007.¹² Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) considera que aún persisten ciertos riesgos inflacionarios, lo cual se deduce a partir de lo publicado en sus minutas. No obstante lo anterior, el organismo ha decidido mantener la tasa de interés en su actual nivel de 5,25% en sus últimas reuniones, apostando así por un aminoramiento de las presiones inflacionarias debido al menor dinamismo que experimentaría la economía durante este año. Actualmente, la inflación en doce meses se encuentra en 2,6%, y la inflación subyacente en 2,2%. Más aún, la trayectoria decreciente que han venido mostrando estas medidas en el tiempo hacen que no

¹² Determinante clave de este menor dinamismo sería la desaceleración del mercado inmobiliario, el cual estaría acusando los aumentos de los tipos de interés llevados a cabo por la Reserva Federal de los Estados Unidos entre junio de 2004 y junio de 2006, haciéndolos pasar desde 1% hasta 5,25%.

sea descartable una reducción de los tipos de interés durante la segunda mitad del presente año.

Cuadro 7
Proyecciones de crecimiento del PIB de los principales socios comerciales (1)
(en porcentaje)

	Participación en el comercio 2005 (%)	2004	2005	2006	2007	2008
Socios comerciales (2)	100	5,3	4,4	4,6	3,9	4,0
<i>Norteamérica</i>	<i>34</i>	<i>3,8</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>2,4</i>	<i>3,0</i>
Estados Unidos	29	3,9	3,2	3,4	2,4	3,0
Canadá	5	3,3	2,9	2,7	2,3	2,9
<i>Europa</i>	<i>17</i>	<i>2,1</i>	<i>1,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>
Alemania	4	1,2	0,9	2,5	1,5	2,0
Reino Unido	1	3,3	1,9	2,7	2,5	2,4
<i>Asia</i>	<i>19</i>	<i>7,5</i>	<i>7,3</i>	<i>7,6</i>	<i>6,9</i>	<i>7,0</i>
China	11	10,1	10,2	10,7	9,6	9,4
Japón	4	2,3	2,6	2,2	1,8	2,3
<i>América Latina</i>	<i>30</i>	<i>7,3</i>	<i>5,4</i>	<i>5,2</i>	<i>4,8</i>	<i>4,2</i>
Argentina	3	9,0	9,2	8,4	7,2	4,7
Brasil	6	4,9	2,3	2,8	3,4	3,6
Chile	7	6,2	6,3	4,3	5,2	5,0
México	3	4,2	3,0	4,7	3,4	3,7
Venezuela	3	17,9	9,3	9,8	6,9	5,0
<i>Economía mundial</i>		<i>3,9</i>	<i>3,3</i>	<i>3,8</i>	<i>3,2</i>	<i>3,3</i>

(1) Datos proyectados del Consensus Forecast.

(2) Ponderado de acuerdo al comercio de 2005.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Para Europa se espera también una leve desaceleración del crecimiento, el cual pasaría desde el 2,8% en 2006 a un 2,2% para 2007. El mayor crecimiento observado en Europa durante 2006 (1,2 puntos porcentuales superior al de 2005) estaría fuertemente influenciado por el comportamiento mostrado por el Reino Unido, apoyado por una vigorosa demanda interna. Tanto es así que, si bien el Banco Central de Inglaterra en su última reunión del mes de marzo decidió no variar la tasa de interés, actualmente en 5,25%, muchos analistas creen que no pasará mucho tiempo antes de que vuelva a subirla (el último incremento se llevó a cabo durante el mes de enero de este año, ocasión en que la tasa aumentó en un cuarto de punto).

Asia, en su conjunto, habría crecido un 7,6% durante 2006 influenciado fuertemente por el comportamiento de la economía china, la cual habría crecido 10,7% en dicho período (sustentado por la inversión y las exportaciones). Para 2007 se esperan crecimientos de 6,9 y 9,6%, respectivamente. Por su parte, el Banco Central de Japón ha decidido no llevar a cabo nuevos incrementos en su tasa de interés, luego del último aumento de 0,25 puntos base en julio de 2006, debido a que la evidencia no es concluyente respecto de que el proceso deflacionario haya llegado efectivamente a su fin.

Por otro lado, la situación en América Latina continuaría siendo alentadora, impulsada por los elevados precios de las materias primas. Con todo, en 2006 la región se habría expandido en 5,2%, y para 2007 se espera un aumento de 4,8%. En este contexto destaca en especial el comportamiento exhibido, y esperado, para la economía peruana, la cual habría crecido 8% durante 2006. Asimismo, para 2007 el producto aumentaría en 6,8%, esto es, dos puntos porcentuales por sobre lo esperado para la región como un todo.

Durante 2006 las economías que mostraron un mayor dinamismo, además de la del Perú, fueron Venezuela con un 9,8% y Argentina con un 8,4%. De esta manera, para 2007 se espera que la economía peruana siga ocupando puestos de avanzada en la región (6,8%, pero con expectativas de nuevos ajustes al alza) junto a Venezuela, que crecería 6,9% y Argentina que lo haría en 7,2%, pasando a ser la economía más dinámica. En cambio, para Chile se proyecta un crecimiento de apenas 5,2%, no obstante, cabe señalar que existen ciertas dudas sobre esta cifra, y hoy la mayoría de los analistas locales apuestan por una expansión de sólo 5% para 2007.¹³

Cuadro 8
Principales indicadores de América Latina

	2004	2005	2006 (*)	2007 (*)	2008 (*)
PIB (var. %)					
Argentina	9,0	9,2	8,4	7,2	4,7
Brasil	4,9	2,3	2,8	3,4	3,6
Chile	6,2	6,3	4,3	5,2	5,0
Colombia	4,9	5,2	5,8	5,0	4,2
México	4,2	3,0	4,7	3,4	3,7
Inflación					
Argentina	6,1	12,3	9,8	10,3	10,2
Brasil	7,6	5,7	3,1	4,0	4,1
Chile	2,4	3,7	2,6	2,9	2,9
Colombia	5,5	4,9	4,5	4,1	3,9
México	5,2	3,3	4,1	3,5	3,5

(*) Consensus Forecast.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Por otro lado, es posible apreciar que en algunas economías de la región se espera un leve aumento en la inflación. Por ejemplo, en Brasil y Argentina ésta se aceleraría en 0,9 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente.

Dado el entorno favorable, tal como cabe esperar, los *spreads* de la deuda de las economías emergentes han continuado con su trayectoria decreciente, los cuales han alcanzado niveles mínimos históricos, en particular, los EMBI+ de Brasil, Argentina y Perú, con reducciones de 119, 288 y 88 puntos base.

¹³ Ver resultados de *Encuesta de Expectativas Económicas* del Banco Central de Chile de marzo de 2007.

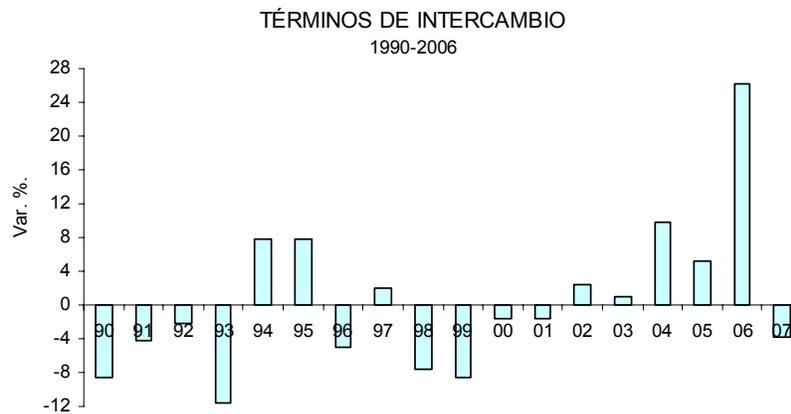
Cuadro 9
Spreads de mercados emergentes (EMBI+)

	2002	2003	2004	2005	2006	Variación en puntos base: 2006-2005
Economías emergentes	765	418	356	245	169	-76
América Latina	1.007	521	420	283	186	-97
Brasil	1.446	463	382	311	192	-119
Colombia	645	431	332	238	161	-77
México	331	199	166	126	98	-28
Argentina	6.391	5.632	4.703	504	216	-288
Perú	610	312	220	206	118	-88

Fuente: Reuters.

II.2 Balanza de pagos

El vigor exhibido por la economía mundial se ha traducido en términos de intercambio cada vez más favorables para la economía peruana. Así, durante el año 2006 éstos experimentaron un incremento récord de 26,2%, luego de haber crecido un 5,2% durante 2005.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Durante 2006 el índice de precios de las exportaciones habría crecido un 35,7%, explicado por el comportamiento al alza que exhibieron los precios de los principales metales. En particular, el oro anotó un precio histórico, al alcanzar los US\$ 721 por onza troy, promediando durante el año un valor de US\$ 605 por onza troy.

Cuadro 10
Términos de intercambio
(variación porcentual)

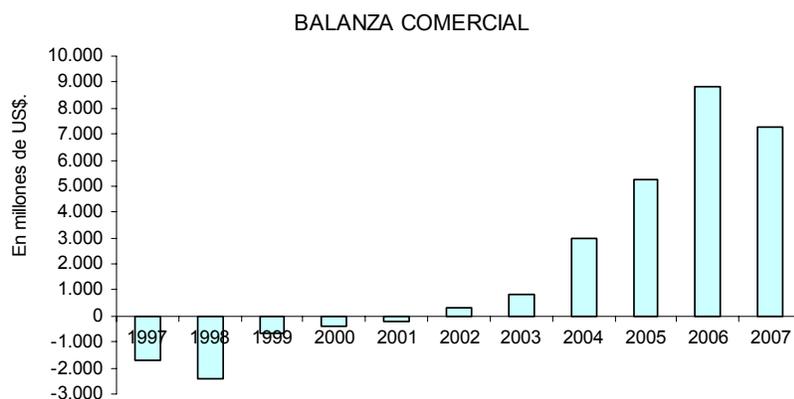
	2004	2005	2006	2007
Términos de intercambio	9,9	5,2	26,2	-3,7
1. Índice de precios de exportación	22,4	16,3	35,7	-1,6
- Oro (US\$ / Oz. Tr.)	410	445	605	637
- Cobre (US\$ / Lb)	1,3	1,67	3,05	2,57
- Zinc (US\$ / Lb)	0,48	0,63	1,49	1,65
- Harina de pescado (US\$ / TM)	625	686	1080	1074
2. Índice de precios de importación	11,4	10,6	7,4	2,2
- Petróleo (US\$ / barril)	41	57	66	62
- Trigo (US\$ / TM)	134	130	169	183

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Por su parte, el cobre anotó un precio promedio de US\$ 3,05 por libra durante 2006, esto es, 84% superior al nivel promedio mostrado en 2005. Gran parte de este incremento se debe al comportamiento exhibido por China, país que es uno de los principales consumidores de cobre en el mundo. Sin embargo, problemas de oferta también influyeron en este inusual valor para el metal rojo.

Durante el año recién pasado, el índice de precios de las importaciones creció sólo en 7,6%, muy por debajo del crecimiento experimentado por el precio de las exportaciones. En particular, el petróleo aumentó un 17% respecto de su nivel de 2005, cerrando con un valor promedio de US\$ 66 por barril.

Con todo, para 2007 se espera una caída en los términos de intercambio en torno a 3,7%, debido fundamentalmente a un menor precio esperado para el cobre (US\$ 2,57 por barril) y a un aumento en el precio del trigo que pasaría desde los US\$ 169 / TM de 2006 a US\$ 183 / TM.

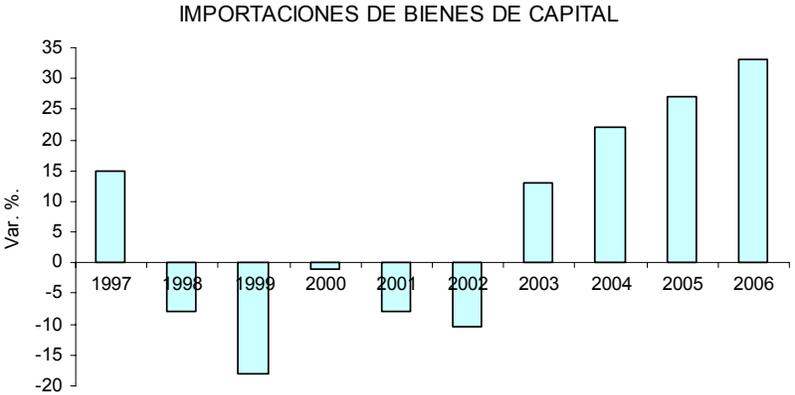


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

La positiva evolución de los términos de intercambio impactó positivamente el saldo de balanza comercial de la economía peruana, la cual anotó un superávit de casi US\$ 9 mil

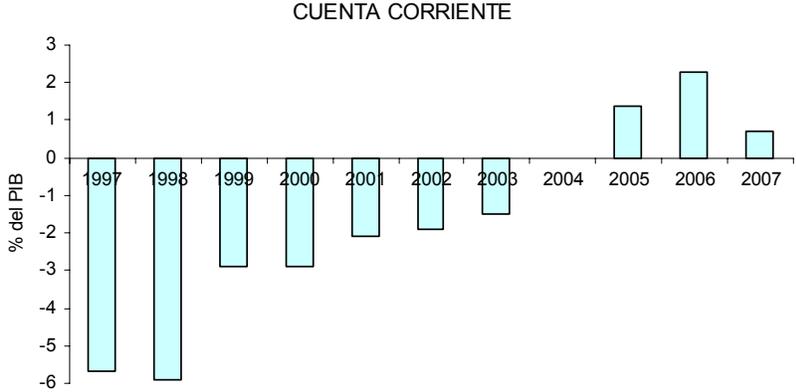
millones. Esto se explicaría por el crecimiento exhibido por las exportaciones, las que aumentaron en 37% (las exportaciones tradicionales crecieron en 42%, mientras que las no tradicionales lo hicieron en 23%). Para 2007 se espera que éstas crezcan un 4%.

Por su parte, las importaciones aumentaron un 23% en 2006, y donde destacaron las correspondientes a bienes de capital, con un crecimiento de 36%. Debido al fuerte dinamismo de la actividad económica, las importaciones continuarían creciendo fuertemente durante 2007. Nuevamente empujadas por las compras de bienes de capital (32%), las importaciones anotarían un incremento de 17,5% en el presente ejercicio.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Este notable resultado obtenido en términos de intercambio comercial fue fundamental para que la economía peruana alcanzara un superávit en cuenta corriente equivalente a 2,3% del PIB, el tercer valor más alto desde 1950. También influyeron positivamente en este resultado las mayores remesas provenientes del exterior. Finalmente, para 2007 se proyecta un superávit en cuenta corriente de 0,7% del PIB.



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.