

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2006



Diez deseos para el 2006

¿Qué nos espera para el 2006?

Inflación 2005: ligeramente por debajo de la meta

Presiones sobre el tipo de cambio

Análisis de la situación fiscal

Indice

Fecha de Cierre: 13 de enero del 2006

Editorial

Diez deseos para el 2006	2
En esta edición	3

I. Entorno internacional

Un mundo diferente	4
Ajuste paulatino de las políticas monetarias	5

II. Entorno macroeconómico

El 2005: un buen año...	7
... y ¿qué nos espera en el 2006?	8
Recuadro: Implicancias económicas del TLC con Estados Unidos	10
Inflación 2005: ligeramente por debajo de límite inferior	12

III. Entorno financiero

Presiones sobre el tipo de cambio se incrementan	13
¿Hacia un nuevo <i>mix</i> de instrumentos?	14
Recuadro: Greenspan y un nuevo paradigma para la política monetaria	15

IV. Artículo

Análisis de la situación fiscal	17
---------------------------------	----

V. Estadísticas y proyecciones

VI. Índice de actividades

Han elaborado esta publicación

David Tuesta Cárdenas
Hugo Perea Flores
Sergio Salinas Meza

davidtuesta@continental.grupobbva.com
hperea@continental.grupobbva.com
ssalinas@continental.grupobbva.com

Editorial

Diez deseos para el 2006

1. Que el ciclo de expansión mundial no acabe abruptamente. No cabe duda que el gran sostén del crecimiento económico peruano en estos más de 50 meses, ha sido el dinamismo global, donde el principal motor, la economía norteamericana, ha mostrado una fortaleza destacable. Claro está que este trayecto ha ido generando enormes desequilibrios – e.g. el elevado déficit fiscal y de cuenta corriente- que deberán ajustarse en algún momento.

2. Que China no enfrente un “*hard landing*”. El elevado crecimiento chino por más de 25 años (9% en promedio), levanta las sospechas de varios que anticipan un ajuste necesario en el horizonte. Todo parece indicar que al menos este ajuste no se daría hasta después de las olimpiadas del 2008.

3. Que las anclas fiscales y monetarias, en los países emergentes, hayan llegado para quedarse. Uno de los grandes cambios, al comienzo del nuevo milenio, ha sido la disminución de los riesgos de los países emergentes como consecuencia de aprovechar el ciclo de expansión para realizar ajustes estructurales importantes. Claros ejemplos en el mundo son los casos de Brasil y Rusia.

4. Que factores geopolíticos no alteren el rumbo de la economía. La tensión entre Estados Unidos y Oriente Medio, ha generado elevados costos en el escenario global. Una agudización de estas tensiones, que los analistas especulan podría surgir a partir de un conflicto con Irán ante el desarrollo de sus programas nucleares, sería un factor de riesgo que puede alterar la confianza de los agentes económicos.

5. Que el precio del petróleo no se vuelva a disparar. Durante el año pasado la cotización del crudo llegó a ubicarse cerca de los US\$ 70 por barril para luego terminar estabilizándose por debajo de los US\$ 60. En general, diferentes factores anticipan que el precio del petróleo debiera irse reduciendo hacia los US\$ 45 hacia finales del 2007.

6. Que se firme el TLC. Ya las negociaciones finalizaron y ahora falta llegar a la etapa final en que los respectivos congresos tendrán que aprobar los acuerdos alcanzados. Las estimaciones señalan que el beneficio sería un PBI adicional en el largo plazo superior al 4%.

7. Que se cumpla la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Como se sabe el 2005 se violó por enésima vez esta norma, al no respetarse el límite de crecimiento de gasto de 3,0%. Señalar la actual reducción del déficit fiscal como una muestra de prudencia es por donde se mire un error. El ciclo de expansión actual oculta muchas debilidades estructurales –como la elevada evasión tributaria– que aún no hemos logrado desaparecer.

8. Que el Banco Central tenga éxito para enfrentar episodios de volatilidad. A diferencia de anteriores procesos, éste encuentra al Perú en una senda de plena expansión económica, así como con una importante acumulación de reservas que podría permitir, eventualmente, enfrentar procesos de *stress* financiero con éxito. Además, cerrar la brecha entre la tasa doméstica e internacional sería una medida preventiva que podría ayudar.

9. Que el escenario electoral no se desboque. Históricamente las campañas electorales han generado escenarios de relativa turbulencia, y la que se avecina no tendría por qué ser la excepción. Sin embargo, la presentación de propuestas económicas coherentes podrían reducir la incertidumbre.

10. Que prime el avance de las reformas y que no rebrote el populismo. Finalmente, las elecciones siempre se constituyen en un ambiente para la aparición de comportamientos populistas tanto durante como después de las elecciones. Esperemos que la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal cumpla con la norma estipulada para procesos electorales, y adicionalmente el próximo gobierno utilice su popularidad inicial para impulsar decididamente las reformas estructurales que permitan consolidar la senda de crecimiento ya recorrida.

En esta edición....

La expansión económica mundial ha inducido un alza en las cotizaciones de las materias primas que, en algunos casos, han alcanzado niveles récord. Asimismo, ha propiciado un mayor flujo comercial, sobretodo entre los países con mayor grado de apertura. De otro lado, el exceso de liquidez internacional y la búsqueda de mayores rentabilidades explican el incremento de la demanda por activos financieros emitidos en las economías emergentes, lo que ha implicado una reducción de los *spreads* y menores tasas para la deuda externa de estos países. Estos efectos han tenido un impacto favorable en la evolución reciente de la economía peruana, y dan cuenta de buena parte de la actual fase de expansión por la que atraviesa. Debido a la importancia que viene adquiriendo para el Perú el intercambio comercial y la mayor integración con los mercados financieros mundiales cabe preguntarse si se mantendrá un contexto externo favorable. Con este objetivo, en la sección **Entorno Internacional** se analizan las perspectivas de crecimiento mundial, y se hace un balance de los riesgos que podría enfrentar este panorama. El análisis de esta sección concluye que la actividad mundial registrará una desaceleración gradual, en un contexto de mayores tasas de interés internacionales.

En la sección **Entorno Macroeconómico** se presenta una descripción de la evolución de la economía peruana durante el 2005. Asimismo, se incluyen las previsiones sobre crecimiento económico para el presente año, las que, además de considerar que aún se tendrá un contexto externo relativamente favorable, toman en cuenta el desarrollo del proceso electoral que se realizará en abril y el consenso que se observa sobre la importancia de mantener los principales equilibrios macroeconómicos. Bajo el contexto descrito, se estima que la economía crecería alrededor de 5,0% en el 2006, expansión liderada por la inversión (privada y pública), el consumo y las exportaciones.

Dada la importancia que podría tener el TLC para mantener el auge del sector exportador, la diversificación de las exportaciones y la generación de empleo, en la sección Entorno Macroeconómico se ha incluido el recuadro **Implicancias económicas del TLC con Estados Unidos** en el que se analizan los probables efectos de este TLC sobre la economía peruana. En el recuadro se señalan las oportunidades que brindará la firma de este acuerdo, así como la importancia de las reformas estructurales que se deben implementar para así maximizar los beneficios de la apertura comercial.

La sección **Entorno Financiero** contiene un análisis de la política monetaria que ha ejecutado el Banco Central en los últimos meses. En particular, se describe el contexto de presiones cambiarias y la respuesta de las autoridades monetarias para atenuarlas. Se menciona que las ventas sostenidas de dólares, en montos importantes, así como la emisión masiva de Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio presentan algunas desventajas para enfrentar la volatilidad cambiaria, por lo que se sugiere evaluar un uso más activo de la tasa de referencia del Banco Central. En este sentido, los incrementos en esta tasa deberían buscar reducir su rezago con respecto a la internacional, lo que desincentivaría recomposiciones bruscas de los portafolios a favor de activos denominados en dólares.

Como complemento al análisis de esta sección, se ha incluido el recuadro **Greenspan y un nuevo paradigma para la política monetaria**. Teniendo como fondo el éxito de su gestión al frente de la Fed y las repercusiones globales que han tenido las decisiones del Presidente saliente de la Fed en los últimos años, se analiza si es posible sistematizar su estilo de conducción del banco central.

Finalmente, se presenta el artículo "**Análisis de la situación fiscal**", en el cual se analizan los ingresos tributarios excluyendo el efecto positivo de la actual fase de expansión económica. El artículo concluye que el resultado estructural del sector público es deficitario, por lo que la política fiscal viene siendo expansiva y procíclica.

I. Entorno internacional

Un mundo diferente

Una de las características principales de 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar responde con gran fuerza, a la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial.

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento del coste energético y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionistas. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el medio plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas estas expectativas han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento de la energía.

Continuidad en el crecimiento sólido

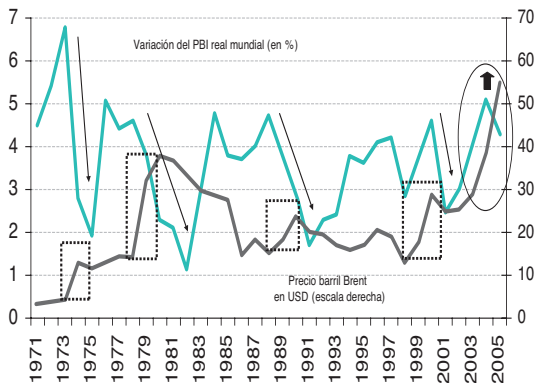
En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento del 3,2% al 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario, donde se observa una moderación en la demanda de vivienda tras las sucesivas alzas de tasas de interés. Por otro lado, está la moderación del dinamismo en el consumo privado, cuya evolución vendría condicionada por: (i) una menor expansión del ingreso real disponible dada la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%); (ii) una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas; (iii) el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza); y, (iv) una tasa de ahorro negativa.

En la Unión Económica y Monetaria (UEM) las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado este año su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. La cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

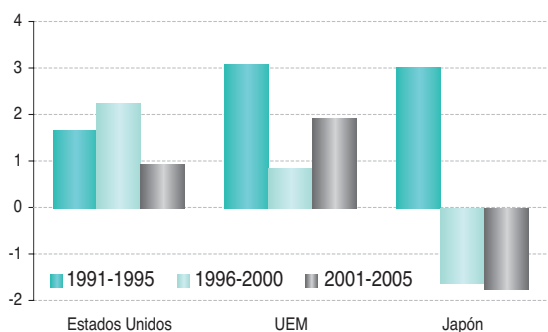
Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podrían registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

Crecimiento mundial y precio del petróleo



Fuente: BBVA a partir de FMI y Bloomberg

Costes laborales unitarios (tasa de crecimiento medio en %)



Fuente: BBVA en base a estadísticas nacionales

Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, anticipa que el ajuste de tasas de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

En Estados Unidos, nuestras estimaciones indican que la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión retardada de los mayores costes de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose, el notable crecimiento de la productividad y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costes ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, prevemos que la Reserva Federal situará las tasas de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

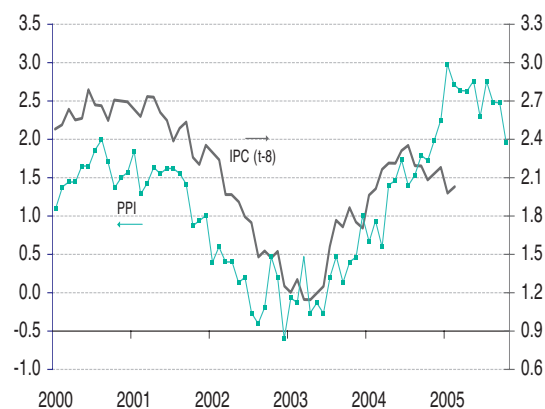
En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tasas en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas oficiales se sitúen en el 2,75% al finalizar el año 2006. En Japón, las previsiones no son más agresivas, e incluso la primera subida de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas de largo plazo

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en el precio de los bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el mercados de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

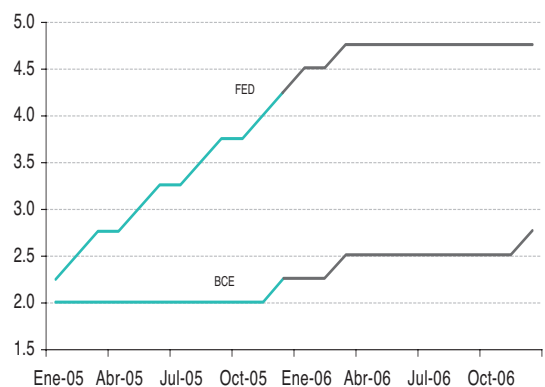
Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo del 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos.

Precio de producción y consumo (tasa de variación anual en %)



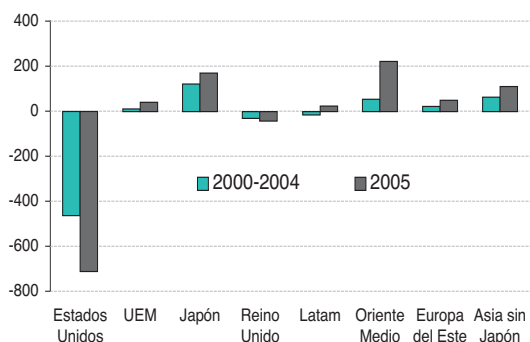
Fuente: BLS

EE.UU. y UEM: Tasas oficiales y previsiones (en %)



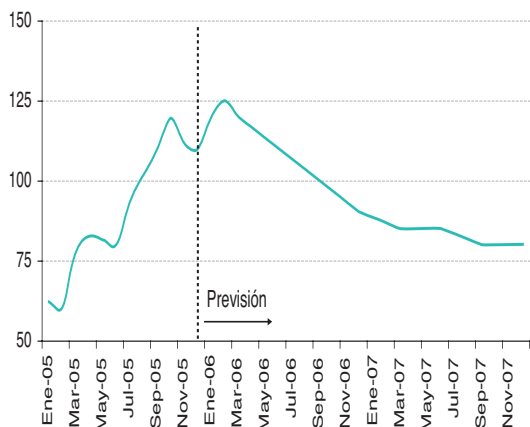
Fuente: FED, BCE y BBVA

Balanza por cuenta corriente por regiones (miles de millones de USD)



Fuente: FMI

Diferencial de tasas a 10 años entre EE.UU. y UEM (en puntos básicos)



Fuente: BBVA

En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,9%, y podrían avanzar hacia el 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 4,0% y en el 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

Escasos desalineamientos y diferenciales de tasas: factores claves en divisas

Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tasas de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar observados a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está dando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de la década pasada, vinculado al comportamiento de la tecnología.

En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tasas, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007. La evolución del resto de divisas estará vinculada a dos factores. El primero de ellos es el hecho de que no se observan grandes desalineamientos entre las actuales cotizaciones cambiarias y la estimación de los niveles de equilibrio de las divisas. El segundo factor son los diferenciales de rentabilidad. Países con altos niveles de tasas de interés seguirán siendo destinos atractivos para los inversores, frente a aquellos con tasas de interés bajas, provocando presiones apreciadoras sobre las divisas de los primeros. Todo ello en ausencia de elementos que provoquen un aumento de la aversión al riesgo, como pudiera ser un episodio de inestabilidad política en alguna economía emergente, un deterioro de sus perspectivas macroeconómicas o un punto de inflexión en las condiciones de liquidez de los mercados financieros internacionales.

Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría llevar a una reducción de las tasas de interés en todos los plazos de la curva. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral.

II. Entorno macroeconómico

El 2005 cerrará en gran forma...

La actual evolución de los indicadores macroeconómicos señala que el 2005 habría sido un año muy bueno para la economía peruana. Así, con la información disponible al tercer trimestre, la actividad económica acumula un crecimiento de 5,9%; la balanza comercial registra un superávit superior al 5,0% del PBI; la meta de déficit fiscal del año se sobrecumpliría; mientras que la inflación cerró el año en 1,5%.

Es importante mencionar que el resultado de actividad es mejor a los estimados inicialmente por el mercado. Así, por ejemplo, en la encuesta de expectativas macroeconómicas del Banco Central a inicios del 2005, el consenso proyectaba un crecimiento del PBI de 4,5% frente al 6,2% estimado.

La economía crecerá más de 6,0%

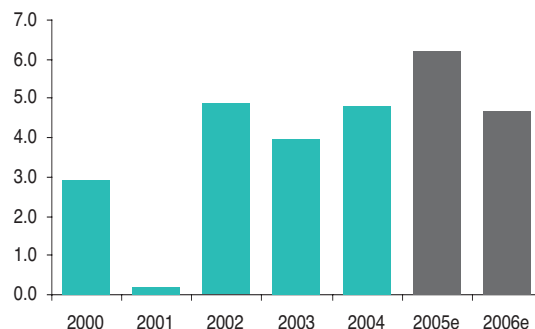
Las recientes cifras macroeconómicas confirman la fase expansiva que viene registrando la actividad económica, acumulando 17 trimestres consecutivos de crecimiento. Entre los factores que están detrás de este desempeño, cabe mencionar a la inversión privada y las exportaciones.

El crecimiento acumulado de la inversión privada en los primeros 9 meses del año anterior fue de 12,2%. A diferencia de años anteriores, no sólo está asociada a proyectos de gran envergadura en minería, sino también inversiones de empresas del sector manufacturero. Así, las importaciones de bienes de capital se incrementaron alrededor de 30,0%, reflejando las inversiones de empresas de diversos sectores tanto en construcción no residencial (ampliaciones de planta y construcción de locales nuevos) como en adquisición de maquinaria nueva.

Por su parte, las exportaciones también han mostrado una evolución favorable, creciendo en términos reales a una tasa de 14,2%. Dicho dinamismo está asociado a los mayores volúmenes exportados, tanto de productos tradicionales como no tradicionales. En este último caso, cabe mencionar que la entrada de nuevos productos a diversos mercados se ha visto favorecida tanto por los acuerdos comerciales firmados como por las estrategias de penetración implementadas por las empresas exportadoras.

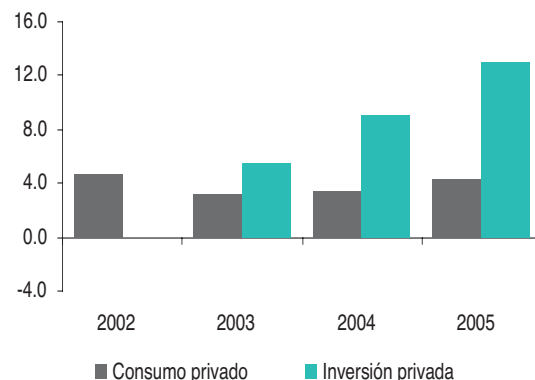
El consumo privado se incrementó 4,3% en el periodo enero-setiembre, de manera consistente con la creación de empleo formal urbano, principalmente fuera de Lima Metropolitana. Ello se ha reflejado en la colocación de créditos de consumo, que crecieron más de 20%; las ventas de vehículos nuevos, que se incrementaron en alrededor del 50%; la mejora en los índices de confianza del consumidor, así como en sus expectativas para los próximos meses, entre otros. Sin embargo, es probable que el incremento de los precios de ciertos productos, especialmente combustibles, así como la mayor volatilidad del tipo de cambio hayan atenuado el gasto de las familias hacia finales del tercer trimestre.

PBI (var.% interanual)



Fuente: Banco Central de Reserva

Consumo e inversión privada (var. % interanual)

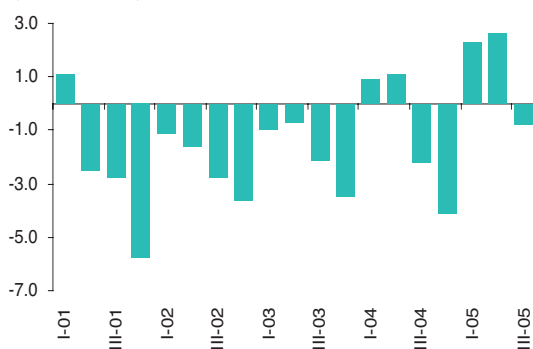


Fuente: Banco Central de Reserva

Demanda agregada: últimos datos trimestrales

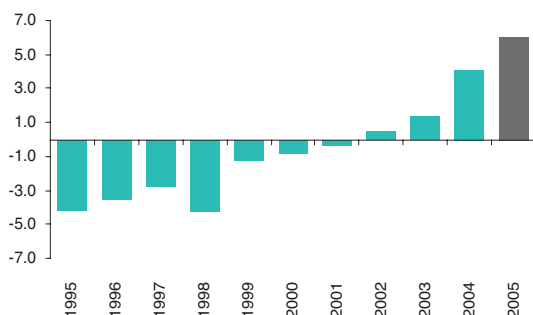
(variación % real interanual)	IV-04	I-05	II-05	III-05
Consumo total	4,1	4,6	4,6	4,7
Privado	4,0	4,0	4,4	4,5
Público	5,1	10,4	6,7	5,9
Formación Bruta de Capital Fijo	13,4	6,2	12,9	15,1
Privada	11,0	6,5	13,5	16,3
Pública	23,1	3,6	8,5	8,4
Demanda Interna	5,5	4,5	4,6	6,1
Exportaciones de Bienes y Servicios	21,0	18,9	17,6	7,7
Importaciones de Bienes y Servicios	16,1	11,6	10,6	9,3
PBI	6,6	6,0	5,9	5,8

Resultado económico del SPNF (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

Balance comercial (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva

En lo que se refiere al consumo público, éste viene creciendo a una tasa de 7,3% debido al mayor gasto destinado a remuneraciones, al consumo de bienes y servicios, así como por la realización del referéndum regional; mientras que la inversión pública registró un aumento de 7,1% debido a la implementación de diversos proyectos de infraestructura.

Se sobrecumplirá la meta de déficit fiscal

El resultado económico del sector público no financiero del tercer trimestre fue de -0,8% del PBI, con lo que, el resultado acumulado para los 9 primeros meses fue un superávit de 1,4% del PBI. De esta forma, la meta de déficit fiscal para el presente año (1,0% del PBI) estaría asegurada e, inclusive, se ubicaría, por segundo año consecutivo, por debajo del nivel proyectado inicialmente.

El mejor resultado responde, en parte, a la evolución de los ingresos tributarios del gobierno central, los cuales reflejan la fase expansiva del actual ciclo económico (los mayores ingresos de las empresas se ven reflejados en una mayor recaudación del impuesto a la renta y del IGV). Así, dichos ingresos vienen creciendo a un ritmo de 14,0%.

Por el lado de los gastos corrientes, los no financieros registraron un crecimiento real de 6% debido a los aumentos salariales decretados para el personal docente, médicos, entre otros. En lo que se refiere a los gastos de capital, éstos registraron una disminución, en términos reales, de 2%, en parte por retrasos en la ejecución de inversiones de los gobiernos regionales.

Cuentas externas positivas

La destacada evolución de las exportaciones, explicada en buena parte por los altos precios de los *commodities*, ha permitido que la balanza comercial acumule al tercer trimestre un superávit cercano a los US\$ 3 500 millones. Asimismo, se estima que dicho saldo comercial sería cercano al 6,0% del PBI al cierre del año. Este resultado junto al dinamismo mostrado por las remesas provenientes del exterior permitirían que la cuenta corriente alcance un saldo positivo de 1,0% del PBI.

Por su parte, los resultados de la cuenta financiera en los primeros 9 meses del 2005, reflejan una mayor entrada de capitales privados en lo que se refiere a la inversión directa (US\$ 1 723 millones), así como para la adquisición de acciones de la Bolsa de Valores de Lima (US\$ 731 millones), respecto a los montos observados en similar periodo del 2004. En las cuentas del sector público, éstas mostraron una mayor salida de capitales como consecuencia del prepago de la deuda con el Club de París.

... y ¿qué nos espera en el 2006?

El Perú encara el 2006 con perspectivas de sostener, por quinto año consecutivo, tasas de crecimiento superiores al 4,0%. Si bien las estimaciones iniciales apuntan a una desaceleración en el dinamismo observado en el 2005, éste se mantendría cerca de su nivel potencial.

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(% anual)	IV-04	I-05	II-05	III-05
PBI	6,6	6,0	5,9	5,8
Agropecuario	2,8	2,9	6,4	5,1
Pesca	27,0	12,3	-1,2	-11,9
Minería	5,0	0,8	5,4	11,8
Manufactura	9,1	6,2	7,3	6,0
- Primaria	6,5	-0,8	-0,4	-1,1
- No Primaria	9,8	7,7	9,4	7,5
Construcción	4,4	2,8	7,4	10,5
Comercio	9,2	7,1	6,4	4,6
Servicios	6,5	7,4	5,3	5,0

Así, en el escenario internacional descrito en la sección anterior, donde Estados Unidos y, especialmente, los países asiáticos seguirán liderando el crecimiento económico en el presente año, la demanda mundial por materias primas se mantendrá sólida, reduciendo el riesgo de ajustes bruscos en los términos de intercambio de la economía peruana.

Igualmente, las condiciones financieras internacionales, aún con políticas monetarias más restrictivas respecto a los últimos años, no implicarían un efecto negativo para el Perú. Ello porque en el ciclo actual, a diferencia de otras oportunidades, no ha habido un endeudamiento externo excesivo, que hubiera aumentado la vulnerabilidad del país. Más aún, se ha reperfilado deuda y se ha tomado nueva a tasas menores.

De esta forma, el contexto externo para el 2006 seguirá siendo, aunque de forma más moderada, propicio para el crecimiento económico de Perú.

En el ámbito interno, el proceso electoral de abril próximo añade cierto grado de incertidumbre, el cual pondrá a prueba tanto la confianza de los inversionistas extranjeros como la madurez de nuestro sistema político. Así, la estabilidad y solidez macroeconómica alcanzada en los últimos años, que inclusive ha sido reconocida por las principales agencias clasificadores de riesgo –quienes consideran al Perú como uno de los potenciales candidatos a obtener el *investment grade* en los próximos 2 ó 3 años-, es uno de los principales factores que podrían animar a los inversionistas a seguir apostando por el Perú. No obstante, el tema electoral se constituye en uno de los eventos que podría tener algún impacto, aunque poco significativo, sobre la actividad económica, en particular en las variables financieras, así como en el retraso de ciertas decisiones de inversión.

Es importante mencionar que en la mayoría de los países de América Latina, los periodos electorales suelen generar episodios de incertidumbre en los mercados, los cuales tienden a diluirse conforme se vaya definiendo el escenario político.

En la actual coyuntura que afronta el Perú, un evento positivo adicional a la solidez de la economía peruana y de la fortaleza de instituciones como el Banco Central, para enfrentar escenarios de volatilidad financiera, es que la mayoría de los principales partidos políticos reconocen la importancia de mantener la estabilidad macroeconómica para así lograr un mayor crecimiento. Ello aumenta las probabilidades, aunque no asegura de manera definitiva, de que el cambio de gobierno no implicará un retroceso en los logros económicos recientes.

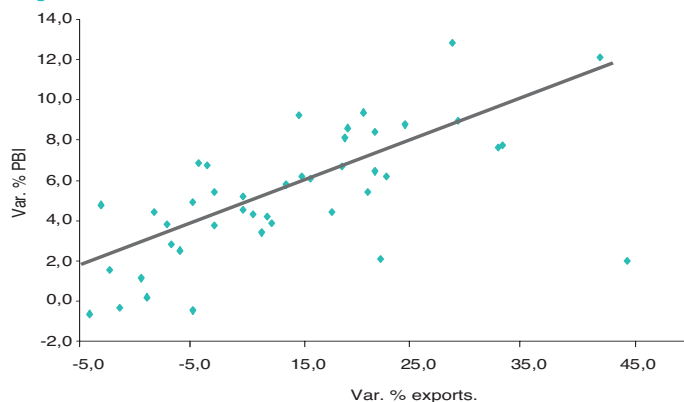
En este sentido, nuestro escenario central de proyección considera que más allá de algún efecto transitorio, la actividad económica continuará generando oportunidades de inversión y negocios. Así la economía crecerá este año en 4,7%, ritmo inferior al estimado para el 2005, 6,2%. Ello respondería al dinamismo de la demanda interna (inversión y consumo privado, principalmente), así como al de las exportaciones. Sobre este último, cabe destacar que se estima que la cada vez más probable firma del TLC con los Estados Unidos generará mejoras en el comercio bilateral, una mayor presencia de inversión extranjera directa y transferencias tecnológicas. Adicionalmente, el dinamismo que este acuerdo inducirá a las actividades exportadoras y otras relacionadas podría reflejarse en una mayor creación de empleo, elevando así la capacidad de consumo de la población.

EMBI + Perú
(en puntos básicos)



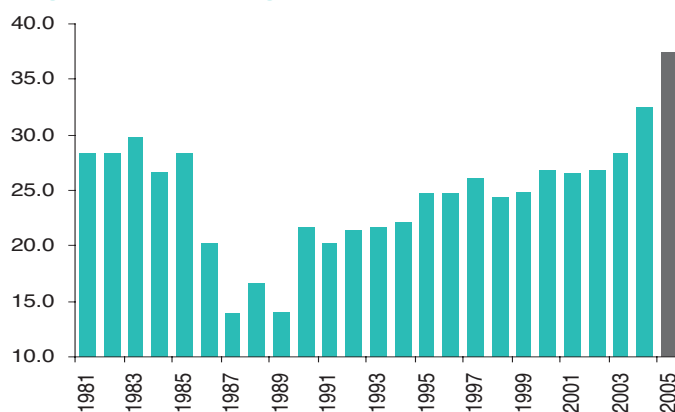
Fuente: JP Morgan

Relación entre crecimiento económico y exportaciones: 1950-2004



Fuente: BCRP y FMI

Apertura comercial (exportaciones + importaciones, % PBI)



Fuente: FMI

Tras de 18 meses de negociaciones, en el pasado mes de diciembre, Estados Unidos y Perú acordaron firmar un Tratado de Libre Comercio (TLC). Si bien las negociaciones se venían realizando de manera conjunta con Colombia y Ecuador, el Perú decidió cerrar las conversaciones de manera bilateral con Estados Unidos, dado los mayores alcances obtenidos en los meses previos.

La ratificación de este acuerdo deberá contar con la aprobación por parte de los congresos de cada país. Por el lado peruano, se prevé que éste alcanzaría los votos necesarios para su aprobación. En el caso de EE.UU., cabe recordar que el actual Congreso estadounidense aprobó el CAFTA (acuerdo de libre comercio con Centroamérica firmado en el 2004) por un solo voto de diferencia. Asimismo, existe la probabilidad de que el próximo Congreso de EE.UU., el cual se elegirá en noviembre del próximo año, sea quien ratifique el acuerdo, lo cual implicaría una demora adicional para la aprobación final.

¿Qué implicancias económicas tiene la firma de un acuerdo de libre comercio?

Un acuerdo de libre comercio es una decisión de política comercial, en la cual no sólo se busca reducir los obstáculos en el intercambio de bienes y servicios a través de la reducción de los aranceles, sino que también busca ser un mecanismo para la captación de inversión.

En este sentido, la experiencia de otros países indica que es favorable la integración con economías de mayor desarrollo, tal como son las experiencias mexicanas y chilenas. Las ventajas de una integración entre una economía de bajo grado de desarrollo con otra de mayor desarrollado se encuentran en que permitirá reforzar las posibilidades de exportación, gracias al mayor acceso a mercados grandes y de alto poder adquisitivo, y además permite la transferencia de tecnología, la cual favorecerá a la elevación de la competitividad de la economía más pequeña.

Diversas investigaciones han encontrado la existencia de una relación positiva entre apertura comercial y crecimiento^{1/}. Así, Schiff y Wang (2004) encuentran que el NAFTA (acuerdo comercial entre los países de norteamérica) ha generado en México un efecto positivo en la productividad total de factores, la cual no sólo se explica por el comercio, sino también por el intercambio de tecnología y información entre productores locales y extranjeros. Adicionalmente, Iglesias (2003) considera que otra de las ventajas que se obtienen por la firma de acuerdos comerciales entre potencias económicas y países emergentes es la reducción de la desviación del comercio^{2/}.

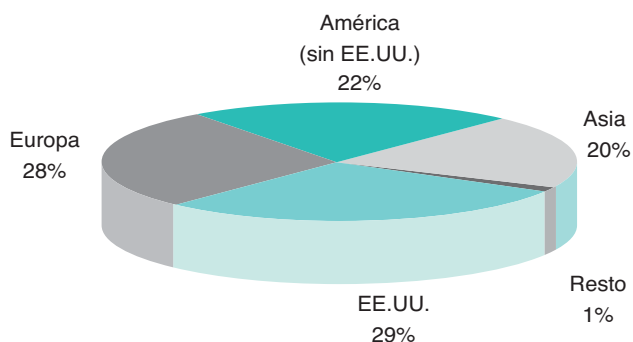
¿Y en el caso específico de Perú?

Dado que Estados Unidos es el principal socio comercial del Perú, la firma de un acuerdo de libre comercio con dicho país es uno de los acontecimientos, en materia económica, más importantes de los últimos años. La firma de dicho acuerdo permitiría: (i) extender, de manera permanente, los beneficios obtenidos en el ATPDEA; (ii) garantizar el acceso preferencial de las exportaciones peruanas al mercado estadounidense; e (iii) incrementar los flujos de inversión extranjera directa.

Igualmente, los diversos estudios realizados sobre el posible impacto del TLC con EE.UU. resaltan el efecto positivo sobre la actividad económica. Morón et. al. (2005) estima que dicho acuerdo comercial agregaría 4,6 puntos porcentuales al PBI, en un plazo de 20 años. Dicho cálculo toma en consideración los beneficios que se originan por las transferencias tecnológicas, las cuales mejorarían la productividad y competitividad de la economía; así como el mayor dinamismo del comercio interno, que facilitarían la reconversión hacia sectores más competitivos.

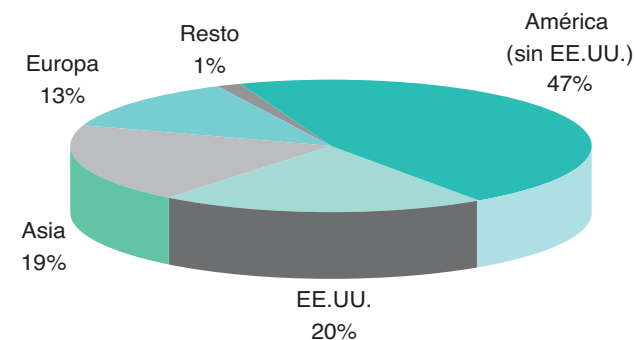
Seminario (2004) encuentra que el impacto neto sobre el empleo del TLC es ligeramente superior a los 18 000 puestos de trabajo^{3/}, especialmente en las actividades vinculadas a la agroindustria, textil, joyería, entre otros. Es importante mencionar que dicha proyección estima solamente el impacto adicional a los beneficios ya logrados por el ATPDEA^{4/}. Asimismo, otro beneficio importante para los consumidores se encuentra en el acceso a una mayor variedad de bienes a precios más competitivos, lo cual tendría un efecto positivo sobre los ingresos.

Estructura de las exportaciones por principales socios comerciales, 2004 (% del total)



Fuente: Mincetur

Estructura de las importaciones por principales socios comerciales, 2004 (% del total)



Fuente: Mincetur

Si bien el TLC generaría diversos beneficios para la economía, también es cierto que dicho acuerdo podría afectar negativamente a ciertas actividades, especialmente a las relacionadas con la agricultura. Dada la política de subsidios de Estados Unidos sobre ciertos productos agrícolas, se prevé que la mayor competencia que se origine por la entrada de dichos bienes implicaría un posible desplazamiento de la oferta agrícola nacional. No obstante, esta situación podría inducir un proceso de reconversión hacia a productos más rentables.

Asimismo, es importante tener en consideración que los beneficios del TLC no sólo se deben compararse con los costos de no firmarlo, sino también con un escenario en donde no existe un acuerdo comercial previo, tal como el ATPDEA. Actualmente, el acceso de nuestras exportaciones, especialmente textiles y agroindustriales, al mercado estadounidense se han visto favorecido por la reducción de la tasa arancelaria lograda por dicho acuerdo.

¿Y luego de la firma del TLC, que sigue?

El acuerdo de libre comercio con Estados Unidos debe considerarse como el primer paso para consolidar una estrategia de integración del Perú con sus principales socios comerciales. En este sentido, el Gobierno viene anunciando la posibilidad de iniciar negociaciones con la Unión Europea, así como con países asiáticos. La diversificación de tratados comerciales sería beneficiosa, tomando en consideración las experiencias de otras economías emergentes. Así, México cuenta con acceso preferencial en más de 30 países, lo que le ha permitido cambiar la estructura de sus exportaciones que, a inicios de los 80's, eran en su gran mayoría productos tradicionales, (aproximadamente 75%) pasando en el 2004 a ser mayoritariamente manufacturera (85% del total exportado).

Finalmente, el dinamismo que el acuerdo inducirá en las actividades exportadoras y otras relacionadas podría reflejarse en una mayor creación de empleo. Sin embargo, para que ello se materialice se requerirán de cambios sustanciales en la legislación laboral, para adecuarla a un entorno más competitivo, pero a la vez generador de oportunidades.

Sergio Salinas Meza
ssalinas@continental.grupobbva.com

Bibliografía

- Abusada, R.; Taboada, S. & Chávez, J. (2004): "Impactos Sectoriales y Regionales de la Ley de Preferencias Arancelarias y de Erradicación de Drogas (ATPDEA)". CRECER.
- Baldwin, R. (2003): "Openness and Growth: What's the Empirical Relationship?". NBER Working Paper N. 9578.
- Iglesias, E. (2003): "Creating The Free Trade Area of the Americas: Pragmatic Engagement for 2005". VIII Americas Business Forum. BID.
- Morón, E.; Bernedo, M.; Chávez, J.; Cusato, A. & Winkelried, D. (2005): "Tratado de Libre Comercio con los EE.UU.: Una oportunidad para crecer sostenidamente". Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e IPE.
- Seminario, B. (2004): "Efectos del TLC con los EE.UU. sobre el Empleo". PNUD y Ministerio de Trabajo.
- Schiff, M. & Wang, Y. (2004): "Regional Integration and North South Technology Diffusion: The Case of NAFTA". Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 283.

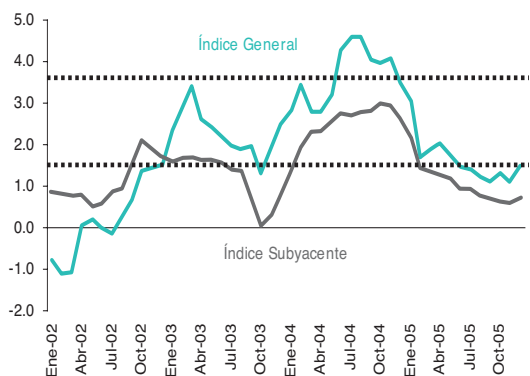
^{1/} Ver Baldwin (2003).

^{2/} Dicho concepto hace referencia el cambio de un productor eficiente por uno menos eficiente, como consecuencia del tratamiento arancelario diferenciado.

^{3/} Dicho cálculo es la resta del efecto total sobre el empleo del incremento de las exportaciones (creación de 85 mil puestos de trabajo) y del aumento de las importaciones (pérdida de 67 mil empleos).

^{4/} Abusada (2004) estima que en el 2003, hubieron cerca de 750 mil puestos de trabajo vinculados, de manera directa e indirecta, al ATPDEA.

Índice de precios al consumidor y subyacente
(var. % últimos 12 meses)



Fuente: BCRP

Inflación
(Tasa acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2004 Diciembre	2005 Diciembre
Índice General	100.0	3.48	1.49
Alimentos y bebidas	47.5	4.01	1.19
Vestido y Calzado	7.5	1.46	1.47
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	8.86	2.42
Muebles y Enseres	4.9	0.86	1.16
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	2.93	2.40
Transportes y Comunicación	12.4	4.48	2.69
Enseñanza y cultura	8.8	1.72	1.41
Otros bienes y Servicios	7.0	-2.83	-0.21

Fuente: BCRP

Inflación 2005: ligeramente por debajo de límite inferior

Desde junio de 2005, la inflación se ha ubicado por debajo del límite inferior del rango meta (entre 1,5% y 3,5%), en tanto que, la inflación subyacente registra niveles inferiores a 1,5%, desde febrero de 2005, habiendo cerrado el año en 0,7%. Llama la atención que la marcada ausencia de presiones inflacionarias se haya dado en un contexto de incremento en el precio de los combustibles, robusta expansión de la actividad económica y de condiciones monetarias acomodaticias. En cuanto a estas últimas, destacaron el bajo nivel de la tasa de referencia del Banco Central (3,0% durante 14 meses) y la apreciación sostenida del nuevo sol entre junio de 2004 y julio de 2005. Cabe recordar que en una economía parcialmente dolarizada, la apreciación de la moneda tiene un impacto positivo sobre la situación patrimonial de las familias y empresas.

Algunos factores estructurales explicarían la dinámica actual de la inflación. Por ejemplo, los “costos de menú” asociados a la obligación de colocar los precios en soles podrían haber reducido la transmisión de la depreciación cambiaria, registrada desde agosto del año anterior, hacia los precios. Este podría ser el caso del rubro Aparatos Electrodomésticos, de la clasificación que realiza el BCR, el cual disminuyó 1,2%, a pesar de que el nuevo sol se ha depreciado 5,4% desde el pasado mes de julio. Adicionalmente, la competencia entre productores que se viene dando en la actual fase de expansión habría generado incrementos de productividad y una reducción en los márgenes de ganancias.

Proyección para el año 2006

Se estima que la inflación retornaría al interior del rango meta durante el primer trimestre, y que al cierre del año se ubicaría alrededor de 2,5%. Esta proyección asume que la política monetaria se movería hacia una posición más neutral, lo que atenuaría el impacto de algunos choques de oferta y la depreciación de la moneda. Al respecto, se anticipa el incremento de los precios de algunos alimentos por menores precipitaciones pluviales en la costa norte. Adicionalmente, habría un incremento en las tarifas de agua, lo que podría darse a partir del segundo trimestre del año.

BCR redefine evaluación de la meta de inflación

El pasado mes de diciembre, el Banco Central anunció que desde el 2006 la meta de inflación sería evaluada de manera continua. De esta forma se eliminó el énfasis que se le otorgaba a un mes del año (diciembre) para evaluar el cumplimiento de la estabilidad de precios. Ello resultaba potencialmente problemático porque la meta se mide como la variación del índice de precios al consumidor, el cual incorpora bienes, con una alta ponderación, que son afectados constantemente por choques de oferta.

La evaluación puntual de la meta la establecen países con una inflación que aún se encuentra por encima del nivel compatible con la estabilidad de precios de largo plazo. El Perú viene registrando tasas de inflación inferiores a 3,5% desde inicios de 1999, por lo que el proceso de convergencia hacia este nivel ya había finalizado al momento de adoptarse el esquema de metas de inflación (enero de 2002).

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Set-05	Oct-05	Nov-05	Dic-05
Índice de Precios al Consumidor-IPC	-0,09	0,14	0,07	0,42
Índice de Productos Transables	0,27	0,16	0,20	0,06
- Alimentos Transables	-0,31	-0,03	0,18	-0,12
- Combustibles	3,36	0,93	0,66	-0,30
Índice de Productos No Transables	-0,35	0,14	-0,03	0,66
- Alimentos No Transables	-1,52	0,16	-0,46	1,31
Índice Subyacente	-0,06	0,08	0,13	0,15
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,74	0,55	-0,05	0,88
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	1,08	1,81	0,16	1,14
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,49	1,62	0,26	0,41

III. Entorno Financiero

Presiones sobre el tipo de cambio se incrementan

Desde agosto del año anterior, el nuevo sol se viene debilitando de manera sostenida, registrando una depreciación de 5,8% en los últimos 5 meses, a pesar del favorable desempeño de las exportaciones. Un factor importante para explicar esta dinámica ha sido el diferencial entre las tasas de interés, de corto plazo, en soles y dólares, el cual se ha ido ampliando hasta alcanzar, aproximadamente, un punto porcentual. En este contexto, los activos denominados en la moneda norteamericana se han vuelto cada vez más atractivos, por lo que diversos inversionistas institucionales han incrementando sus posiciones en dólares, lo que ha inducido presiones sobre el tipo de cambio. Desde mediados de diciembre, esta recomposición de los portafolios se habría acelerado por la sensibilidad de los mercados financieros ante los desarrollos de la campaña electoral.

El Banco Central (BCR) ha venido atenuando estas presiones mediante: (i) incrementos en la tasa de referencia, (ii) ventas de dólares, y (iii) colocación de certificados indexados al tipo de cambio (CDRs). Hasta el momento le ha dado prioridad al uso de las dos últimas opciones, mientras que la tasa de referencia permanece muy rezagada respecto a las tasas internacionales.

Banco Central incrementa tasa de referencia

Después de 14 meses de mantener la tasa de referencia en 3,0%, el Directorio del Banco Central acordó elevarla en 25 puntos básicos (pbs.) en su reunión de política monetaria del pasado mes de diciembre. Adicionalmente, en enero de este año, dispuso un nuevo incremento, de similar magnitud, con lo que el nivel de referencia pasó a ubicarse en 3,5%, el cual se mantiene al cierre de esta edición.

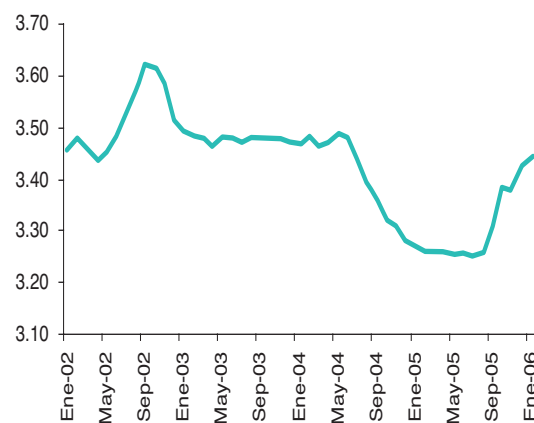
La Nota de Prensa del Programa Monetario de diciembre enfatizó que el incremento de la tasa se realizó para reducir la volatilidad cambiaria. En realidad, el comunicado revela las limitaciones que existen en una economía parcialmente dolarizada, y con libre movilidad de capitales, para mantener una política monetaria independiente de las tasas externas. A pesar de que no se perciben presiones inflacionarias para los próximos meses, la medida es oportuna para prevenir que la volatilidad cambiaria se traspase hacia los precios y que afecte el desarrollo de la actividad económica debido a los efectos contractivos sobre el consumo y la inversión (efecto “hoja de balance”).

Es importante mencionar que estos incrementos moderados de la tasa de referencia no deberían tener un impacto significativo sobre la actual fase de expansión del producto. Ello porque el impacto de cambios en las tasas de interés en soles sobre la demanda agregada es débil en una economía dolarizada, como la peruana. En todo caso, lo que debe evaluarse es si una elevación de la tasa de referencia tiene un mayor costo que un contexto de inestabilidad cambiaria sostenido.

Intervención activa en el mercado cambiario

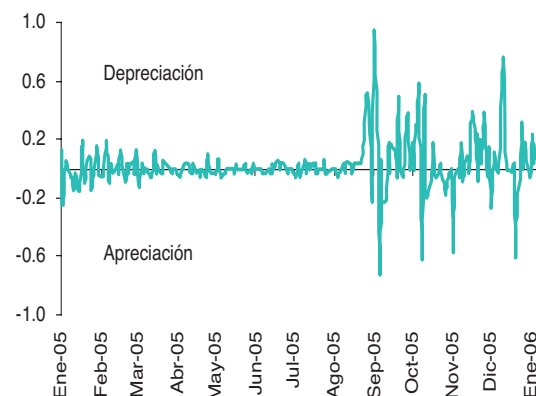
Entre octubre de 2005 y las primeras dos semanas del presente año, el BCR vendió dólares en el mercado cambiario por US\$ 776 millones, el monto de ventas más alto que se haya registrado durante algún periodo de turbulencia cambiaria.

Tipo de cambio promedio (S/. x US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva

Volatilidad diaria del tipo de cambio (en porcentaje)

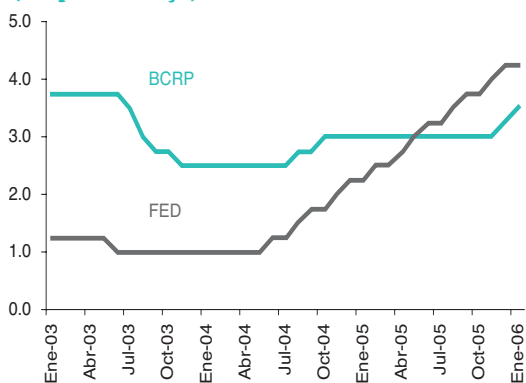


Fuente: Banco Central de Reserva

Moneda y crédito: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	set-05	oct-05	nov-05	dic-05
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,309	3,382	3,378	3,426
Emisión Primaria Fin de Período	10.170	10.293	10.368	11.724
Liquidez Total	61.912	62.690	64.415	66.721
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	54,4	54,4	54,9	55,0
Reservas internacionales (m.M. \$)	13.695	13.547	13.543	14.097
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	3,0	3,0	3,0	3,3
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	3,5	3,6	4,1	4,2
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	21,0	21,2	27,2	29,4
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	4,6	5,4	6,4	5,1

Tasas de referencia: BCRP y FED (en porcentaje)



Fuente: BCRP y FED

Episodios de volatilidad del tipo de cambio

Episodios de Volatilidad Cambiaria

(Datos mensuales)	Crisis Rusia 1/ Set-Dic 1998	Crisis Brasilia Ene-Feb 1999	Elecciones Perú Abr-Jun 2001	Elecciones Brasil Set 2002	Episodio Actual 2/ Oct 2005 - 7
Ventas US\$ (millones)	83	75	59	127	776
Tasa interbancaria en S/. (en %)					
Nivel prom. mes pre-crisis	21.5	12.9	10.3	2.9	3.0
Nivel prom. máx. durante crisis	39.0	22.1	16.0	5.4	3.6
Tipo de cambio (S/. X US\$)					
Nivel prom. mes pre-crisis (a)	2.96	3.14	3.52	3.48	3.31
Nivel prom. máx. durante crisis (b)	3.14	3.40	3.60	3.62	3.44
Variación %, (b)/(a)	6.1	8.3	2.3	4.0	3.9

1/ Entre octubre y diciembre del 1998, adicionalmente el BCR redujo el requerimiento de encaje en moneda extranjera por un total de 4.5 puntos porcentuales, liberando recursos por aproximadamente US\$ 420 millones.

2/ Información al 13 de enero.

Fuente: Banco Central de Reserva
Elaboración: BBVA Banco Continental

Sin embargo, es importante resaltar que una comparación del monto vendido con otros periodos similares de volatilidad debe tener en cuenta la persistencia del episodio y la combinación de política que haya elegido el Banco Central en cada momento. Así, el actual periodo de turbulencia sería el más prolongado, si se considera octubre como el inicio del mismo. Además, en otras circunstancias se prefirió que los efectos de la turbulencia sean absorbidos por ajustes en la tasa de interés, lo que revela el empleo de una estrategia más cautelosa respecto al drenaje de reservas ocasionado por las ventas de dólares. Por el contrario, en el episodio actual, se ha observado una intervención cambiaria más activa, pero un ajuste leve de la tasa interbancaria, la cual sólo se ha elevado en 60 puntos básicos.

Cabe mencionar que el alto nivel de RIN que actualmente posee el BCR, y en particular de su posición de cambio, así como la evolución favorable de las cuentas externas, le otorgan una mayor capacidad de intervención mediante ventas en el mercado cambiario. Sin embargo, es importante reconocer que una disminución, inusualmente rápida, de reservas podría exacerbar las expectativas cambiarias y retroalimentar las presiones sobre el tipo de cambio.

Colocaciones de CDR's

Los CDRs son un instrumento financiero, indexado al tipo de cambio, que son emitidos por el Banco Central en periodos de volatilidad cambiaria. De esta forma, el BCR ofrece al mercado una cobertura contra el riesgo cambiario, alternativa a la tenencia de dólares, lo que eventualmente le permite sustituir las ventas de la moneda norteamericana y, por lo tanto, atenuar la pérdida de reservas internacionales.

Desde octubre de 2005, el Banco Central viene emitiendo CDR's, con lo que el saldo ha llegado a S/. 1 231 millones (equivalente a US\$ 358 millones o 10,1% de la base monetaria)^{1/}. Cabe señalar que es posible que el uso masivo de este instrumento presente desventajas. En primer lugar, puede complicar el manejo monetario porque no siempre es posible colocar CDRs con vencimientos convenientes, desde el punto de vista del manejo de la liquidez. Una segunda desventaja, tal vez más importante para los esfuerzos por desdolarizar la economía, es que la colocación de CDRs puede inducir el uso de instrumentos indexados al dólar.

¿Hacia un nuevo mix de instrumentos?

Hasta el momento, el BCR le ha dado prioridad a las ventas de dólares y a la colocación de CDRs para enfrentar el contexto de volatilidad cambiaria. Por el contrario, la tasa de referencia permanece muy rezagada respecto a las tasas internacionales. La eventualidad de un drenaje rápido de reservas y de un incremento sustancial en el saldo de CDRs, cuando aún faltan tres meses para la realización de las elecciones presidenciales, sugiere que podría considerarse un uso más activo de la tasa de referencia.

Los eventuales incrementos de la tasa de política del BCR deberían fomentar una reducción del diferencial entre las tasas de corto plazo en soles y dólares. De esta forma se desincentivaría las recomposiciones bruscas de los portafolios a favor de activos denominados en la moneda norteamericana. Consideramos que ello podría requerir en los siguientes meses elevaciones de la tasa de hasta 50 puntos básicos, en cada ocasión.

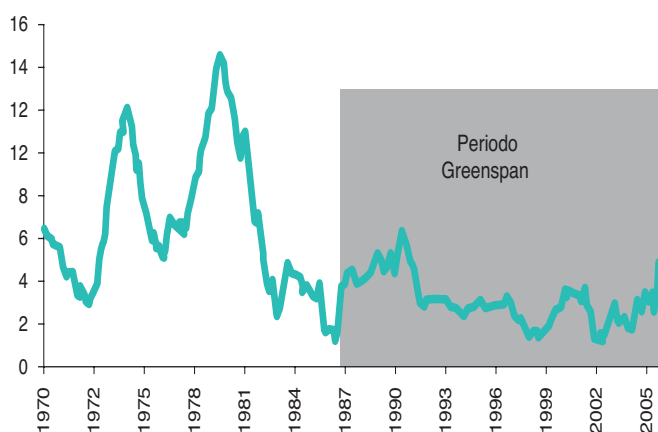
1/ La información sobre el saldo de CDR es al 13 de enero de 2006, en tanto que el saldo de la base monetaria corresponde al 7 de enero de 2006 (último dato disponible).

Mercados: últimos datos mensuales

	ago-05	set-05	oct-05	nov-05
Índice General de la BVL (variación %)	9,5	10,0	-6,0	5,7
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	6,4	9,6	-5,6	6,8
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	32,351	34,928	34,664	36,813
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	3,622	3,583	3,579	3.698
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	120	20	50	155
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	28	35	39	75
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	10,285	10,623	10,746	10.764
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	8,970	9,593	9,283	9.397
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,56	3,57	3,59	3,62

Greenspan y un nuevo paradigma para la política monetaria

Inflación de EE.UU.: 1970-2005



Fuente: BLS

Matriz de riesgos para el FOMC: Segundo trimestre 2005

Categoría del riesgo	Nivel del riesgo	Dirección del riesgo	Calidad del manejo del riesgo
Riesgos macroeconómicos			
Riesgo de inflación	Moderado	Creciente	Fuerte- pero con rezagos largos
Riesgo de empleo	Moderado	Creciente	Aceptable- con rezagos
Riesgo de choques de oferta	Alto	Estable	Débil
Riesgo de choques de demanda	Moderado	Creciente	Fuerte- pero con rezagos largos
Riesgos financieros			
Riesgo del sector bancario	Bajo	Estable	Fuerte
Riesgo crediticio	Bajo	Estable	Fuerte
Otros riesgos del sector financiero	Moderado	Estable	Varía según sector
Riesgo del mercado de valores	Bajo	Creciente	Débil
Riesgo del mercado de bonos	Alto	Estable	Aceptable- con rezagos

Fuente: Blinder y Reis (2005)

A fines de enero de 2006, Alan Greenspan dejará el mando de la Reserva Federal (Fed), con un balance absolutamente satisfactorio. Su periodo al frente de la Fed ha coincidido con un notable desempeño de la economía norteamericana, éxito que, en parte, se atribuye a la destreza con la que ha conducido la política monetaria de los Estados Unidos en los últimos 18 años. A la luz de estos resultados positivos, cabe preguntarse si es posible sistematizar el estilo de conducción de Greenspan y si puede ser replicado.

¿Partidario de las reglas?

Un concepto fundamental en economía es el de optimización. Su aplicación en política monetaria implica encontrar la trayectoria que debe seguir el instrumento de política para alcanzar los objetivos planteados, teniendo en cuenta la estructura de la economía en un entorno de incertidumbre. Esta es la forma en que tradicionalmente se representa el accionar del banco central. De manera formal, bajo el enfoque de optimización las autoridades monetarias deben hallar la secuencia del instrumento de política i_t (por ejemplo, la tasa de interés de corto plazo), para minimizar el valor presente de la siguiente función de pérdida del banco central:

$$\text{Min}_{\{i_t\}} E_t \left\{ \sum_{s=t} \beta^{s-t} L_s \right\}, \text{ con } L_s = (\pi_s - \pi^*)^2 + \lambda (y_s - y^*)^2,$$

sujeto a un modelo de la economía, con parámetros fijos y conocidos (o desconocidos pero con distribuciones de probabilidad conocidas) y con incertidumbre proveniente de choques aleatorios de media conocida. En L_s , los símbolos π e y representan la inflación y el producto, en tanto que π^* e y^* son sus valores deseados o metas. Finalmente, β es la tasa de descuento intertemporal del banco central, es decir, en qué medida los desvíos de la inflación y del producto respecto de sus valores objetivos son tan importantes en el futuro como en el presente. Al resolver este problema de optimización, se obtiene una "regla" para ajustar el instrumento de política i_t de manera consistente con los objetivos planteados, la que depende de los desvíos de π e y respecto de sus valores deseados, ponderados por coeficientes que son funciones de los parámetros del modelo empleado^{1/}.

En la práctica, Greenspan ha evitado, en múltiples circunstancias, comprometer las acciones de la Fed con reglas cuantitativas por periodos largos de tiempo. Alternativamente, ha preferido tomar decisiones evaluando, periodo a periodo, la nueva información disponible, y confiando en su singular destreza para interpretarla. En diversas ocasiones, ello le ha permitido detectar acontecimientos que otros no percibieron oportunamente y adoptar medidas de política que, si bien podían ser diferentes a las sugeridas por las reglas monetarias tradicionales, posteriormente demostraron ser las adecuadas.

Al parecer, su poco apego al seguimiento de reglas se explica por su cuestionamiento a los modelos con estructuras y parámetros invariantes, que son los que usualmente se usan para derivarlas. Greenspan considera que modelos de este tipo resultan inadecuados para representar una economía en continuo cambio, como la norteamericana. Por ello, ha señalado que el reto de la política monetaria es operar sin depender de modelos con estructuras fijas y coeficientes obtenidos a partir de sus promedios históricos^{2/}. Esta visión pragmática le ha otorgado la flexibilidad intelectual necesaria para tomar decisiones que, en algunas circunstancias cruciales, se apartaban de los dogmas vigentes y reglas monetarias tradicionales.

Un enfoque alternativo: el manejo de riesgos

Blinder y Reis (2005) sostienen que la gestión de Greenspan puede caracterizarse mediante un enfoque de manejo de riesgos, similar al que se emplea en las entidades corporativas y financieras. Por riesgos se entiende la probabilidad de que algún resultado se desvíe respecto a las metas planteadas. La aplicación de este enfoque implica identificar las diversas fuentes de riesgo e incertidumbre que se enfrenta en una actividad, cuantificarlas y estimar los costos asociados a cada una de ellas. Para sistematizar este proceso de identificación y evaluación, se suele elaborar una matriz de riesgos, en la que se registran el tipo y el nivel de riesgo inherente a alguna actividad, y una calificación sobre la calidad del manejo de riesgos para esta actividad. Como resultado, se suelen desplegar un conjunto de acciones preventivas y se elaboran estructuras y mecanismos de control que buscan atenuar las vulnerabilidades ante posibles eventos desfavorables.

Según estos autores, la aplicación del enfoque de manejo de riesgos a la política monetaria conduce a un proceso de toma de decisiones y de razonamiento distinto del que se desprende del enfoque de optimización. La idea, bajo este enfoque, es evaluar los posibles cursos de acción y sus implicancias en función a los riesgos que se enfrentan, los posibles costos y las debilidades y fortalezas de las que se dispone. Desde esta perspectiva, la respuesta de política es menos mecanicista que aquella que podría desprenderse de reglas estrictas. Asimismo, en principio involucra una mayor valoración (*judgment*) de parte de las autoridades del banco central.

Para ilustrar la aplicación del enfoque de manejo de riesgos en la política monetaria, Blinder y Reis (2005) elaboran una matriz de riesgos que podría haber empleado la Fed para evaluar sus posibles cursos de acción hacia el segundo trimestre del 2005, periodo en el cual la inflación y el crecimiento mostraban tendencias adversas. En esta matriz los riesgos se clasifican en dos categorías: el macroeconómico (inflación, empleo, choques de oferta y choques de demanda) y el financiero (sistema bancario, crédito, mercado de acciones y mercado de bonos). Asimismo, para cada categoría de riesgo se identifica su nivel (alto, moderado y bajo), la dirección (creciente, estable, decreciente) y la calidad del manejo del mismo (fuerte, aceptable, débil).

La matriz, que se replica en la Tabla 1, ayuda a sistematizar el análisis de las diversas fuentes de riesgo. En este ejemplo, la matriz enfatiza una preocupación creciente por los riesgos de inflación y empleo. Asimismo, señala que el principal riesgo en ese momento correspondía a choques de oferta (posiblemente asociados a la evolución del precio del petróleo), sobre los cuales, como se observa en la matriz, el banco central no tiene mayor control. Para tomar la decisión de política adecuada, las autoridades deberán tomar en cuenta los riesgos que se muestran en la matriz y hacer una evaluación de las debilidades para hacer frente a las distintas contingencias.

Conclusiones

Posiblemente, el principal legado del periodo de Greenspan es el enfoque de administración de riesgos como nuevo paradigma para la política monetaria, el cual parece funcionar en la práctica mejor que el enfoque de optimización tradicional. Ello implica mantener siempre todas las opciones abiertas, lo que es particularmente importante en un contexto de permanente cambio y de incertidumbre. Además, en este entorno es aconsejable mantener una actitud de cautela respecto de las recomendaciones y reglas derivadas de modelos con coeficientes y estructuras invariantes. Es decir, se debe tener presente que una fuente de incertidumbre son los mismos modelos, por lo que resulta prudente evitar respuestas mecánicas derivadas de ellos.

Cabe agregar que la flexibilidad con la que ha actuado Greenspan no ha implicado que la política monetaria se haya vuelto menos predecible o transparente. Por el contrario, en los últimos años la Fed ha dado un énfasis creciente a sus comunicados. En particular, se ha establecido la práctica de emitir siempre notas de prensa después de cada reunión de política, modificando la práctica anterior de publicar comunicados solamente cuando se habían acordado cambios. Además, estos comunicados enfatizan que las acciones futuras que planea realizar la Fed, son consistentes con el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

Bibliografía

- Blinder, A. y Reis, R. (2005): "Understanding the Greenspan standard". Documento preparado para la conferencia "The Greenspan Era: Lessons for the future", Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 25-27, 2005.
- Greenspan, A. (2004): "Risk and uncertainty in monetary policy". *American Economic Review* 94, mayo, pp. 33-40.
- Taylor, J. (1993): "Discretion versus policy rules in practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, diciembre, pp. 195-214.

¹¹ La siguiente relación muestra un ejemplo de reglas monetarias: $i_t = \theta_1(\pi - \pi^*) + \theta_2(y - y^*)$. Ecuaciones de este tipo se denominan reglas de Taylor, por Taylor (1993), quien demostró que una relación simple de esta forma (con $\theta_1 = 1,5$ y $\theta_2 = 0,5$) reproducía con bastante exactitud la política de la Fed. De manera sencilla, esta ecuación muestra que cuando la inflación (o el producto) se encuentra por encima de su nivel objetivo, el banco central eleva la tasa de interés.

²¹ Ver Greenspan (2004), pp. 38. Blinder y Reis (2005) consideran que esta afirmación no es un argumento en contra del uso de la econometría, más aún si se tiene en cuenta que esta disciplina proporciona técnicas para el tratamiento de parámetros cambiantes. Más bien, el argumento resalta que la falta de un conocimiento adecuado de la economía, en todo momento, hace que sea inconveniente comprometer la política monetaria bajo reglas cuantitativas por un periodo largo de tiempo.

IV. Artículo

Análisis de la situación fiscal

Las estadísticas oficiales muestran importantes mejoras. Revisando el déficit fiscal del sector público no financiero, se observa una clara trayectoria descendente, el cual ha pasado de 3,3% respecto al PBI en el año 2000, a un 0,6% estimado para el 2005. En gran medida, esta tendencia es el resultado de la recuperación de los ingresos fiscales, alentado por un escenario de expansión de la economía mundial. Si bien han habido cambios de política y administración tributaria que han permitido incrementar la recaudación (esquemas de retención, incremento de la tasa del IGV, el ITF, etc.), ha sido básicamente el componente cíclico el que ha influido en tal resultado. Como consecuencia de ello, y de un crecimiento sostenido del PBI por encima del 4,0%, también ha sido posible reducir el stock total de deuda pública que en el 2000 llegaba 45,7% del PBI y que en el 2005 terminen por debajo del 40,0%.

No obstante, tal vez los logros más importantes son aquellos que aún no se reflejan en las cuentas fiscales, como la reforma pensionaria de la Ley 20530, también conocida como Cédula Viva, y la exitosa negociación con el Club de París para realizar un pago anticipado de US\$ 1.555, financiado con la emisión de bonos a mayores plazos. La reforma pensionaria, permitirá generar un ahorro de US\$ 5.000 millones en los próximos 20 años, mientras que la re-negociación con el Club de París permite disminuir presiones sobre el financiamiento por US\$ 300 millones en los próximos 5 años.

Resultados positivos obtenidos: ¿son suficientes?

Si bien las cuentas fiscales muestran mejoras respecto a las cifras de finales de la década pasada, éstos números no reflejan de manera completa las verdaderas condiciones de las finanzas públicas. Como se ha mencionado, éstas vienen siendo ampliamente favorecidas por el ciclo de expansión mundial que permite contar con una importante demanda por nuestros productos y, consecuentemente, favorecernos con una mayor base tributaria, traducida directamente en mayor recaudación. Así, estos mayores ingresos han llevado a que la presión tributaria pase de 12,3% en el 2000 a un estimado de 14,5% en el 2005.

Descomponiendo esta mejora en la recaudación, se pueden encontrar que como consecuencia de los cambios administrativos, especialmente los relacionados a los sistemas de retención del IGV, se ha logrado incrementar la recaudación en un estimado de 0,5% del PBI. Asimismo, medidas de política tributaria, como el incremento de la tasa del IGV y la creación del ITF, han permitido ingresos adicionales estimados en 0,5% del PBI. No obstante, el principal aporte ha provenido del actual ciclo de expansión mundial que, en base a estimaciones que toman en cuenta el incremento de las cotizaciones internacionales, se calcula que ha generado un aporte en los ingresos de 1,5% del PBI.

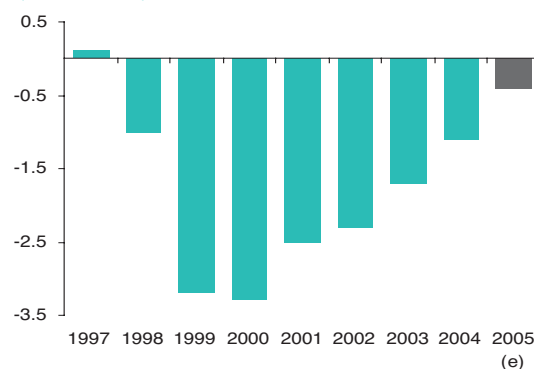
Como se sabe, el escenario de precios internacionales favorables ha continuado extendiéndose y se prevé que durante el 2006, incluso, se mantendrán elevados, con lo cual cabría esperar todavía efectos positivos importantes sobre la recaudación y con ello, continuar marcando cifras "récord". Sin embargo, preocupa el hecho de que como consecuencia de la elevada recaudación, se continúen dando señales equivocadas que lleven a tomar decisiones de gastos que después sean difíciles de revertir en el eventual caso que se produzca un ajuste abrupto del ciclo de expansión mundial.

Los gastos rígidos han venido creciendo

Como señaláramos en el párrafo anterior, el riesgo de la presencia de ingresos extraordinarios está en el hecho que éstos incentiven mayores gastos, especialmente remuneraciones y pensiones del Estado, que luego son difíciles de ajustar en condiciones menos favorables.

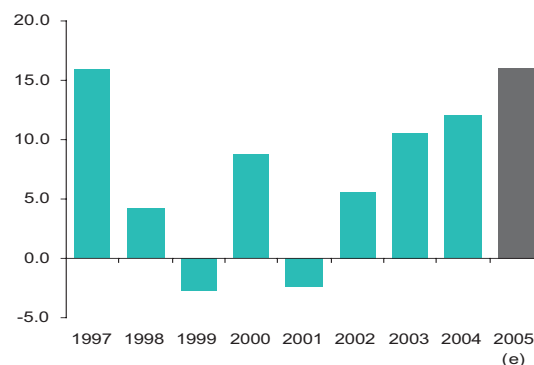
David Tuesta Cárdenas
Gerente del Servicio de Estudios Económicos
davidtuesta@continental.grupobbva.com

Déficit fiscal (% del PBI)



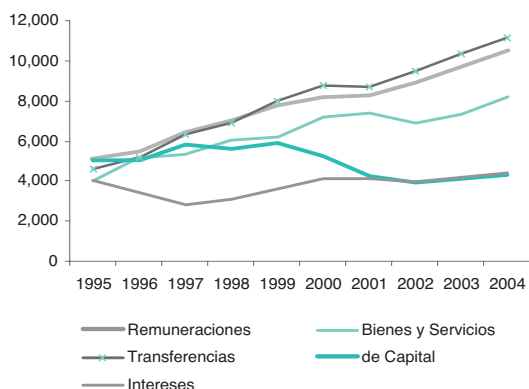
Fuente: Banco Central de Reserva

Ingresos corrientes (Variación porcentual)



Fuente: Banco Central de Reserva

Gastos corrientes desagregados
(Millones de nuevos soles)



Fuente: Banco Central de Reserva

Reglas Macrofiscales de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal

Regla	Cumplimiento
- El déficit fiscal anual del SPNF no podrá ser mayor al 1% del PBI.	SI
- El incremento real anual del gasto no financiero del Gob. General no podrá ser mayor a 3%, determinado sobre la base del deflactor implícito del PBI.	NO
- El endeudamiento público de mediano plazo deberá ser consistente con el principio de equilibrio o superávit fiscal señalado en el artículo N° 2 de esta ley: "... acumulando superávits fiscales en los periodos favorables y permitiendo únicamente déficit fiscales moderados y no recurrentes en periodos de menor crecimiento".	NO
- En los años de elecciones generales se aplican dos reglas adicionales: El gasto financiero del Gob. General ejecutado en los primeros 7 meses del año no excederá del 6% del presupuesto anual.	n.a.
El déficit del SPNF correspondiente al primer semestre del año no excederá el 40% del déficit previsto para el año en curso.	n.a.
n.a. = no aplicable	

Fuente: Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal

Lamentablemente, para las cuentas fiscales, estos gastos rígidos han venido incrementándose, como es el caso, por ejemplo de las remuneraciones, que entre el 2000 y 2005 acumulan una variación de 40%. Si bien el ritmo de crecimiento de los gastos ha sido menor al de la recaudación durante el mismo período, el fondo del asunto está en que los ingresos se reducirán indefectiblemente cuando el ciclo de expansión se revierta, mientras que los gastos que han sido incrementados difícilmente bajarán, con lo cual se activa la probabilidad de un escenario de déficit fiscales futuros elevados.

A esto último habría que añadir los compromisos que el Estado podría ir asumiendo para ampliación de infraestructura en base a los esquemas de Asociación Público-Privada. Los contratos establecidos hasta el momento, implican compromisos anuales que promedian cerca de US\$ 90 millones anuales en los próximos años, los cuales podrían ser mayores de llegarse a establecer más convenios, y peligrosos para las cuentas fiscales, si es que los ingresos no se expanden, al ritmo que lo están haciendo ahora.

... en un contexto donde las reglas macro fiscales no se respetan...

Una regla macro fiscal⁽¹⁾ tiene como fin institucionalizar la política fiscal a través de normas claras que permitan manejar los ingresos y gastos fiscales con responsabilidad, ahorrando recursos en los períodos de auge para apoyar las políticas económica en los períodos difíciles. En el Perú, las reglas macro fiscales, están comprendidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). La LRTF tiene dos lineamientos numéricos básicos y dos cláusulas para períodos electorales. Dentro de las reglas numéricas, la primera indica que el déficit debe ubicarse por debajo de 1,0%, mientras que la segunda señala que el gasto en términos reales no debe incrementarse en más de 3,0%. Si bien, la primera regla numérica se cumplirá en este 2005, no pasará lo mismo con la segunda donde el gasto real se incrementará en más de 10,0%. Justamente esta segunda regla, se debía encargar de incorporar el componente anti-cíclico a la LRTF, de tal manera que al limitar el crecimiento del gasto real en 3,0% permitiera generar los ahorros fiscales necesarios para los períodos en que esta abundancia de recursos no exista.

Adicionalmente, es necesario tener en cuenta que bajo el esquema de Asociación Pública-Privada para la ampliación de infraestructura, se estipulan esquemas de garantías a los que se compromete el Estado y que eventualmente pueden deteriorar las cuentas fiscales. Reglas que permitan limitar los efectos de este nuevo esquema de inversión, no se encuentran contemplados en la LRTF. Esto último, sumado a la falta de cumplimiento de la regla fiscal, puede terminar configurando un escenario, conocido en la literatura como restricciones presupuestarias blandas.

Ejemplos de economías responsables en el manejo fiscal son los casos de Chile quienes originalmente en el 2004 tenían previsto generar un superávit fiscal de 3,0% del PBI para el 2005, y dadas las mejores condiciones de precios internacionales para el cobre, responsablemente se decidió incrementar la meta de superávit fiscal a 4,0% del PBI. Asimismo, Rusia es otro ejemplo de países que han venido aprovechando las circunstancias actuales para ahorrar, generando un superávit fiscales de 9,0% respecto al PBI para este año.

Poniéndonos las gafas: el déficit estructural

¿Cuál es la salud real de las cuentas fiscales? Una manera de medirla es a través del cálculo del déficit fiscal estructural, que no es otra cosa que "limpiar" el déficit fiscal de los efectos generados por los ciclos económicos.

Una manera de hacer ello es calculando la recaudación teórica respecto a una base tributaria "limpia" del efecto cíclico. Una aproximación a ello se logra a través del cálculo del PBI potencial, que para nuestro ejercicio ha sido obtenido a través del filtro de Hodrick-Prescott⁽²⁾. Así, tomando en cuenta la elasticidad de ingresos y gasto al PBI observado y potencial, se calcula el déficit "limpio" del ciclo económico⁽³⁾.

La formulación del déficit estructural es la siguiente:

$$def_t^{est} = g_t - \left[\frac{Y^{pot}}{Y} \right]^\alpha t_t$$

Donde def_t es el déficit estructural; t_t es el ingreso fiscal como porcentaje del producto potencial; a es la elasticidad de los ingresos fiscales con respecto al PBI; Y_t es el PBI observado; g_t es el gasto como porcentaje del producto, asumido exógeno en el corto plazo; y , finalmente Y_t^{pot} es el PBI potencial.

Nuestros cálculos señalan que el déficit fiscal estructural podría encontrarse alrededor del 2,1% del PBI, no obstante el estimado de déficit fiscal para el 2005 podría ubicarse en 0,6% del PBI. El contraste de ambos indicadores es una señal de que existen riesgos fiscales latentes.

Un ejercicio de sostenibilidad fiscal: hacia donde va la deuda los próximos 10 años

La dinámica que curse el déficit fiscal en los próximos años determinará la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. El stock de la deuda pública total ha conseguido reducirse de niveles de 45,7% del PBI en el 2000 a por debajo del 40% en el 2005, de acuerdo a nuestros estimados.

Haciendo un ejercicio de sostenibilidad de la deuda pública obtenemos que, proyectándonos a una década, manteniendo el promedio 2000-2005 de crecimiento del PBI (aproximadamente 4,0%) y el promedio 2003-2005 de superávit primario (aproximadamente 1,0%), el ratio del stock de deuda respecto al PBI sería de 45%, hecho que lamentablemente seguiría manteniéndonos fiscalmente débiles. Claro está que este ejercicio mantiene las tasas de interés promedio de la deuda y depreciación del tipo de cambio en niveles razonables; es decir, un shock del contexto económico mundial podría deteriorar más este resultado.

No obstante, si se logrará crecer en los próximos diez años, al ritmo de 6,0% y el superávit primario se mantuviera cerca de 2,0% (ambas cifras similares al cierre estimado para este 2005), el stock de deuda pública podría reducirse a 30% del PBI. Evidentemente, esto último es un escenario optimista que para alcanzarlo, se requieren mayores compromisos con la responsabilidad fiscal que aunado a reformas estructurales redunden también en mayores posibilidades de crecimiento económico a largo plazo ⁽⁴⁾.

Conclusiones

Las cuentas fiscales han registrado mejoras en los últimos cinco años. Se estima que el déficit fiscal del 2005 acabe en 0,6% del PBI y que el stock de deuda pública total se ubique por debajo del 40% del PBI. Gran parte de las mejoras descansan en factores cíclicos. Ajustando el déficit fiscal por el ciclo económico, se obtiene un déficit estructural de 2,5% del PBI. Este resultado estructural señala que de presentarse un ajuste abrupto en el actual escenario de expansión, la situación fiscal dejaría de presentar estadísticas favorables como las de ahora.

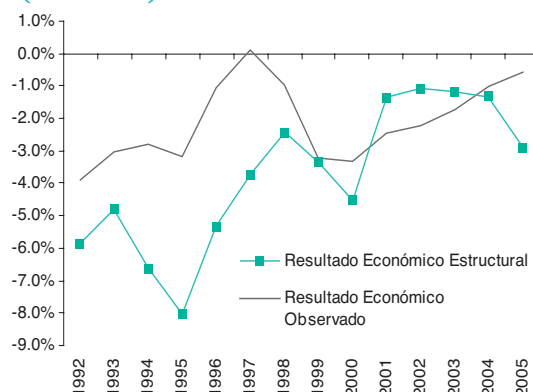
En un escenario donde la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal no viene respetándose y donde nuevos esquemas de inversión pueden generar mayores compromisos presupuestarios, el déficit estructural podría continuar ampliándose durante el 2006, si es que se decide que el gasto vuelva a incrementarse por encima del 3,0% tal como sucedió durante el 2005.

En ese sentido, las autoridades respectivas de éste y próximos gobiernos debieran tomar con mayor seriedad la opción de generar ahorros fiscales en un escenario que aún continúa siendo favorable para la recaudación.

Referencias

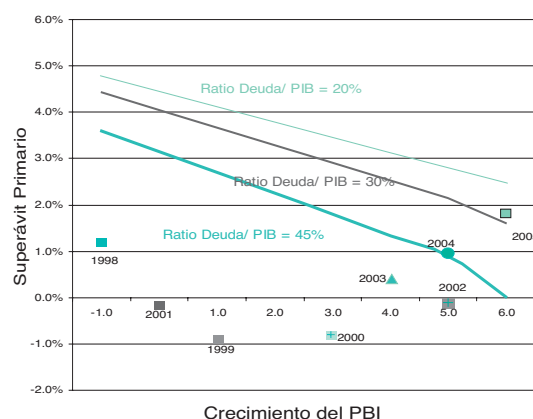
- (1) Kopits, George y Robert Simansky (1998) "Fiscal Policy Rules" Occasional Paper 162, IMF.
- (2) Hodrick, Robert y Edward Prescott (1997) "Postwar U.S. Business Cycles: An empirical investigation" Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29 N.1
- (3) Metodologías similares para el cálculo del déficit estructurales y de sostenibilidad fiscal para la economía peruana, pueden ser revisados en los trabajos de Arias, Luis Alberto et al (1997) "La Sostenibilidad fiscal en el Perú" BID; Vásquez, Fernando y Rita Mesías (1999) "Ciclos Económicos, Políticas y Reglas Fiscales" BCRP. Estudios Económicos, N.5; y MEF (2003) "Indicador de Impulso Fiscal para la Economía Peruana" en Boletín de Transparencia Fiscal – Informe Especial
- (4) Para una revisión de la relación entre política fiscal y crecimiento económico puede revisarse Barro, Robert y Xavier Sala-i-Martin (2004) "Economic Growth", MIT Press.

Déficit fiscal estructural (% del PBI)



Fuente: BBVA Banco Continental

Combinaciones de superávit primario y crecimiento, según stock de deuda objetivo a 10 años



Fuente: BBVA Banco Continental

Estadísticas Básicas y Proyecciones

Real	(variación % interanual)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Inflación	3,5	3,8	-0,1	1,5	2,5	3,5
Producto Bruto Interno	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8
Demanda Interna	-3,1	2,3	-0,6	4,2	3,5	3,9
Consumo Privado	-0,4	3,6	1,4	4,6	3,1	3,4
Consumo Público	3,5	3,1	-0,9	0,2	3,8	4,1
Inversión Privada	-15,2	-1,7	-4,7	-0,1	5,6	9,0
Inversión Pública	6,3	-15,8	-22,5	-4,0	4,0	5,5

Fiscal	(% del PBI)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,7	14,9	14,4	14,4	14,9	15,1
Gasto N° Financ. Gob. Central	16,0	15,8	15,2	14,7	14,9	14,6
Resultado Económico SPNF	-3,2	-3,4	-2,4	-2,3	-1,7	-1,1
Saldo Deuda Pública Externa	37,8	35,9	35,4	36,7	37,6	35,8

Monetario	(datos fin de período-variación % interanual)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Emisión Primaria	17,0	6,0	7,9	11,0	10,1	25,3
Crédito Total Sector Privado	6,7	-3,1	-4,5	0,1	-4,5	-0,3
RIN (Millones de US\$)	8.404	8.180	8.613	9.598	10.194	12.631

Externo	(millones de US\$)					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Exportaciones	6.088	6.955	7.026	7.714	9.091	12.617
Importaciones	6.743	7.366	7.221	7.422	8.255	9.824
Balanza Comercial	-655	-411	-195	292	836	2.793
Balanza en Cta. Cte.	-1.465	-1.526	-1.144	-1.063	-935	-10
BBVA-MAP-PERU (índice)	89,7	87,1	89,2	87,6	97,6	103,1
T. de Cambio Fin de Período	3,51	3,53	3,45	3,51	3,47	3,28

Proyecciones	(variaciones % interanuales)			(miles de millones US\$)			
	2004	2005(p)	2006(p)	2004	2005(p)	2006(p)	
PBI	4,8	6,2	4,7	Exportaciones	12,6	16,7	17,5
Consumo Privado	3,4	4,4	4,0	Importaciones	9,8	12,2	13,8
Inversión Privada	9,0	13,0	8,0	Balanza Comercial	2,8	4,5	3,7
Producción Manufacturera	6,7	7,0	5,0	Balanza Cta. Cte.	-0,0	0,8	0,3
Inflación	3,5	1,5	2,5	Reservas	12,6	14,1	14,5

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas 2005 - 2006	Fogafin	Bogotá, Octubre 2005
Coyuntura y Perspectivas Macro	Fitch	Bogotá, Octubre 2005
Panorama Económico Colombiano	Relaciones con Inversionistas	Bogotá, Diciembre 2005
Perspectivas Económicas 2006	Foro Corfivalle	Bogotá, Diciembre 2005
Perspectivas Económicas 2006	Medios de Comunicación	Bogotá, Diciembre 2005

Buenos Aires www.bancofrances.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macroeconómico de Argentina	Renault Argentina	Buenos Aires, Octubre 2005
Panorama Macroeconómico de Argentina	Expotrade - Centro de Exposiciones La Rural	Buenos Aires, Octubre 2005
Tipo de Cambio Real en Argentina	Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria	Buenos Aires, Noviembre 2005
Panorama Macroeconómico de Argentina	Lanxess	Buenos Aires, Noviembre 2005
Panorama Macroeconómico de Argentina 2005-2006	CTI Argentina	Buenos Aires, Diciembre 2005

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Octubre 05
Perspectivas Mercado Petrolero	Cámara Venezolano Española Industria-Comercio	Caracas, Octubre 05
Perspectivas Económicas e impacto en el Estado de Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Octubre 05
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, Noviembre 05
Perspectivas Económicas e Impacto en la Región Centro-Occidental	Reunión de Clientes	Barquisimeto, Noviembre 05

Lima www.bbvaibancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perú: Escenario Económico	Cajamarquilla	Lima, Noviembre 05
Situación Económica	PRAXAIR	Lima, Noviembre 05
Perú: Escenario Económico	Directores BBVA	Lima, Diciembre 05
Perú: Escenario Económico	CAFAE	Lima, Diciembre 05
Perú: Escenario Económico	Edelnor	Lima, Diciembre 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Financial Markets in Emerging Countries: Does Politics Matter?	IIF	Frankfurt, Octubre 2005
¿Una Nueva Agenda o un Nuevo Paradigma para el Desarrollo?	Cumbre Iberoamericana	Salamanca, Octubre 2005
Entorno Económico Mundial	Congreso Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Caracas, Octubre 2005
FDI: Competing Destinations (LAC, Asia, Eastern Europe)	Banco de España	Madrid, Octubre 2005
Sector Eléctrico Español: Balance Regulatorio	Congreso Iberoamericano Regulación Económica	Santiago, Noviembre 2005

México www.bancomer.com.mx

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Escenario Político	Inversionistas Institucionales Extranjeros	México, D.F., Oct.-Dic. 2005
La Economía Mexicana ante el Proceso Electoral 2006	Banca Patrimonial y Privadas	Jalisco, Octubre 2005
Ante el Reto de Elevar el Crecimiento de la Economía	Presidentes Consejos Regionales	México D.F., Octubre 2005
Mercado Hipotecario en México	Foro Universitario IMEF	Puebla, Octubre 2005
México y sus Indicadores	Colegio de la Defensa Nacional	México D.F., Noviembre 2005

Santiago www.bhif.cl

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Chile y sus Perspectivas en Contexto Internacional 2005-06	Clientes BBVA	Puerto Varas, Octubre 2005
Competitividad y Liderazgo en América Latina	CEPAL	Santiago, Noviembre 2005
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-06	Clientes BBVA	Punta Arenas, Noviembre 2005
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-07	Agentes Banca Personas BBVA	Santiago, Noviembre 2005
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-08	Agentes Banca Personas BBVA	Valparaíso, Diciembre 2005

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17, San Isidro, T:211-2042

www.bbvaibancocontinental.com

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.