

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2006



El nuevo gobierno y el reto de hacer reformas

Entorno internacional: continúa el crecimiento,
pero se mantienen los riesgos

El petróleo y el impacto de la temporada de huracanes

¿ Reforzando las reglas fiscales ?

Artículo: Algunas consideraciones de política
monetaria: ¿ Se puede reforzar aún más ?

Índice

Fecha de cierre: 17 de Abril del 2006

Editorial

El nuevo gobierno y el reto de hacer reformas	2
En esta edición	3

I. Entorno internacional

Continúa el crecimiento, pero se mantiene los riesgos	4
La actividad mundial: más protagonistas	4
La política monetaria a primer plano	5
Los riesgos dan un sesgo al alza a las tasas en el corto plazo	6
Recuadro: El petróleo y el impacto de la temporada de huracanes	7

II. Entorno macroeconómico

Las cuentas se dejan en azul...	8
No obstante, aún queda varios pasos para avanzar	10
Recuadro: Sentando las bases para una reforma tributaria	11
Recuadro: ¿Reforzando la Regla Fiscal Peruana?	12
Inflación dentro del rango y sin mayores presiones en el corto plazo	13

III. Entorno financiero

Banca Central hace una pausa	14
Tasas de interés	15
Tipo de cambio con tendencia a la baja	15
Recuadro: ¿Estamos cerca del grado de inversión?	16

IV. Artículo

Algunas consideraciones de política monetaria: ¿se puede reforzar aún más?	17
--	----

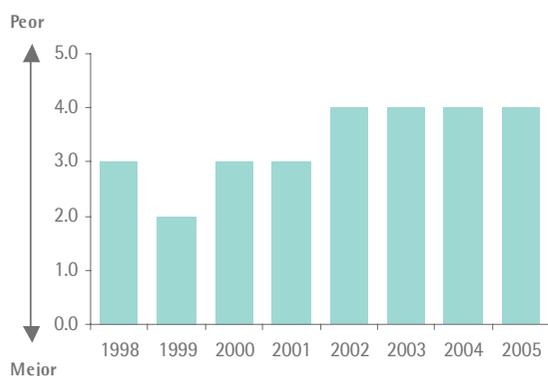
V. Estadísticas y proyecciones

20

Han elaborado esta publicación:

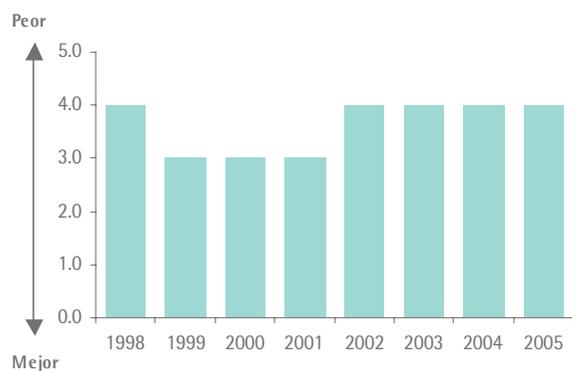
David Tuesta Cárdenas	davidtuesta@continental.grupobbva.com
Hugo Perea Flores	hperea@continental.grupobbva.com
Sergio Salinas Meza	ssalinas@continental.grupobbva.com
Giovanni di Placido	giovanni_diplacido@provincial.com

Índices de Derechos de Propiedad



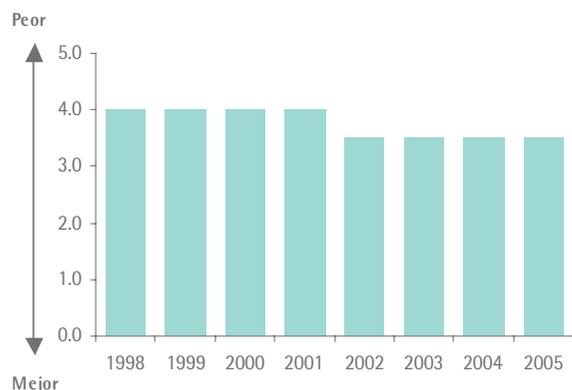
Fuente: Heritage Foundation

Índices de Regulación de mercados



Fuente: Heritage Foundation

Índices de Informalidad



Fuente: Heritage Foundation

Editorial

El nuevo gobierno y el reto de hacer reformas.

Se inicia un nuevo gobierno, y Alan García asume la presidencia recibiendo un contexto económico favorable en términos de crecimiento y estabilidad. El entorno político-social, evidentemente, es algo más complicado, consecuencia directa del divorcio existente entre sociedad y estado, que en gran medida explica también el elevado nivel de pobreza. Esta situación permite que algunas facciones organizadas, con intereses particulares, puedan manipular a sectores importantes de la población para deshacer y/o retroceder en las reformas económicas ya alcanzadas, aduciendo que ello solucionará los problemas del país. Ejemplo de estos obstáculos, durante los últimos cinco años, han sido la oposición a las privatizaciones de servicios públicos claves, las presiones por mayor intervencionismo estatal y la oposición al Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos. Por tanto el nuevo gobierno, tendrá la dura tarea de seguir haciendo reformas económicas que brinden mayor competitividad a la economía, con un Estado que logre una mayor vinculación con la sociedad. Estas reformas deberán incidir en:

- Una estabilidad macroeconómica que deberá consolidarse. Para ello se requiere continuar con la institucionalización de las políticas monetarias y fiscales, dando mayor soporte a los aspectos técnicos -reforzamiento de las decisiones e independencia técnica tanto del BCR y MEF- y dejando atrás los políticos, que suelen imponerse a través del actuar de algunos actores claves como lo es, por ejemplo, el Congreso.
- Reforma del estado que permita incrementar su actual eficiencia en atender áreas claves como educación, salud, justicia, infraestructura y pobreza. Esta reforma no sólo implicará dedicar mayor gasto (hay una clara restricción tributaria), sino gastar bien, guiados por métricas correctas que permita conocer el éxito de cada Nuevo Sol destinado. Así, por ejemplo, más incrementos remunerativos generalizados, sin tomar en cuenta criterios de productividad, debieran quedar descartados de plano.
- Combatir la informalidad en todos sus frentes, que permitan reducir los niveles de evasión e incrementar la presión tributaria. Ello implica ser menos tolerante con la informalidad, pero es clave también que la reforma del estado avance, de tal manera que incentive a los agentes económicos a ser formales.
- Establecer las bases para que el Estado respete y haga efectiva el imperio de la ley, que se basa en el funcionamiento efectivo de la justicia en el país, en todos sus ámbitos. Esto permitirá extender enormes beneficios a la población, como por ejemplo, el del sistema financiero que por ahora sólo llega al 20% de la población. Se sabe de la enorme correlación que existe entre crédito y crecimiento, el cual tiene que ser construido en base al principio de hacer efectivo el respeto de los contratos.
- Incrementar la dotación de infraestructura del país, a fin de incrementar su competitividad. Identificar claramente las fallas de mercado que impiden que el sector privado participe, e identificar lo más transparentemente posible la rentabilidad social y financiera de los proyectos realizados. Priorizar la presencia del sector privado en estas inversiones, en tanto su participación garantice el éxito de la inversión y despolitizar las trabas que impiden su desempeño en sectores claves como en el caso del agua y saneamiento.
- Impulsar una reforma laboral que permita enfrentar dos serios problemas en el país: (i) el gran nivel del subempleo que se estima superior al 50% y (ii) brindar una mayor eficiencia a los agentes económicos, que tiene que soportar enormes sobrecostos, por error en la percepción de las políticas respecto a como favorecer al trabajador. En este último aspecto hay que considerar que el Perú es el país que tiene la segunda legislación laboral más rígida en Latinoamérica, por tanto será necesario recoger los consensos que permitan establecer el balance adecuado entre los objetivos sociales y los objetivos de competitividad que nos lleve a tener éxito en un mundo globalizado.

En esta Edición....

Entrando a un nuevo quinquenio de gestión gubernamental, en este número de Situación Perú, analizaremos en su mayor parte las reformas y retos que el próximo gobierno deberá enfrentar con el fin de permitir al país lograr mejoras cualitativas. Desde los noventa a la fecha, mal que bien, la tendencia ha sido positiva y se ha logrado avances importantes dentro del proceso de estabilización de las principales variables macroeconómicas. Será importante para este gobierno continuar reforzando lo ya avanzado (sobre todo en el ámbito fiscal) y despolitizar todos aquellos aspectos que impiden que el país pueda continuar avanzando con reformas estructurales.

Si bien las tendencias actuales del contexto mundial continúan dando soporte al desempeño de las variables domésticas, ya se están empezando a observar de manera más clara los primeros signos de ajuste. Si bien es cierto, éste viene siendo gradual, queda claro que a la administración del presidente García, le tocará gestionarlo. Así, en nuestra sección **Entorno internacional**, se analizan los diferentes escenarios que podría enfrentar el gobierno en los próximos años, tomando en cuenta los principales riesgos que provendrían de una subida más rápida de las tasas de interés de la Reserva Federal, una percepción de mayor deterioro de los déficit de la economía Norteamérica, o de una aceleración en la subida del precio del petróleo. Sobre este último punto, hemos considerado pertinente incluir un análisis de coyuntura del mercado mundial de hidrocarburos que durante la segunda parte del año se ve particularmente afectado por los efectos climatológicos. Es así que en el recuadro **“El petróleo y el impacto de la temporada de Huracanes 2006”**, tratamos de anticipar los efectos que podrían producirse sobre el nivel de producción de crudo, y de las consecuencias que se derivarían sobre las cotizaciones. Después de los eventos del Huracán Katrina y Rita, un estudio de este tipo es más que relevante.

Dentro de una perspectiva de ajuste moderado en el mediano plazo (nuestro escenario de mayor probabilidad), en nuestra sección de **“Entorno macroeconómico”** se hace un breve recuento de los principales motores de la actual senda de crecimiento, los cambios que han venido presentándose, así como la relevancia de nuevos actores en el crecimiento futuro. Particularmente discutimos los logros más importantes del gobierno saliente, así como de los desafíos que afrontará el nuevo gobierno. En este contexto, todavía vemos crecimientos en torno al 5,0% como promedio de los próximos tres años, aunque resaltamos que dependerá de las acciones que tome el nuevo gobierno para dar sostenibilidad a esta tendencia en el futuro.

Dentro de esta perspectiva, hemos desarrollado tres recuadros. Los dos primeros llevan por título **“Sentando las bases para una reforma tributaria”** y el segundo **“¿Reforzando las reglas fiscales?”**. En ambos casos, se busca presentar desde dos perspectivas diferentes algunos tópicos que requieren abordarse con urgencia en aras de apuntalar la sostenibilidad fiscal, uno de los puntos más flacos de nuestra salud económica. Abordar la reforma fiscal será vital si es que el país pretende colocarse como meta mejorar su actual clasificación de riesgo que se ubica en BB, de acuerdo a dos de las principales agencias clasificadoras. En esa línea, el recuadro **“¿Estamos cerca del grado de inversión?”** analiza la forma como las agencias clasificadoras nos observan y que acciones debemos tomar para lograr ese nivel, que en Latinoamérica lo ostentan Chile y México.

Finalmente, desarrollamos el artículo **“Algunas consideraciones de política monetaria: ¿se puede reforzarla aún más?”** Ahí se analiza qué efectos tienen las acciones de política monetaria, en el corto y el largo plazo. La identificación de estos efectos y de los mecanismos a través de los cuales se transmiten los impulsos monetarios al resto de la economía, en particular sobre la inflación y el producto, es crucial para definir los objetivos, factibles, que una sociedad debe asignar al banco central. Asimismo, si bien los logros obtenidos por el Banco Central en los últimos años han sido notables, consideramos que existe espacio para implementar algunas mejoras que podrían reforzar el aspecto institucional y su independencia, así como incrementar la potencia de la política monetaria.

1. Entorno internacional

Continúa el crecimiento, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 termina con unos niveles de crecimiento económico global que han seguido superando las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. registra un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3,5% durante el último año, mientras que tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevado.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionistas provenientes de los insumos puedan finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Cuando se comparan las tasas de interés descontadas en mayo con las actuales se observa que ha habido un aumento y como consecuencia, un escenario de menor liquidez global tiene mayores probabilidades que hace unos meses. Ello se ha traducido en que la volatilidad abandona mínimos y el apetito por el riesgo disminuye.

Son los mercados emergentes donde esta menor liquidez parece estar teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, la que se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes. Mercados más vulnerables en sus fundamentos (p.e. Hungría, Sudáfrica, Turquía), o que se habían revalorizado en mayor medida en trimestres anteriores, han soportado un ajuste mayor, a través de la depreciación de sus divisas o de un aumento de sus primas de riesgo.

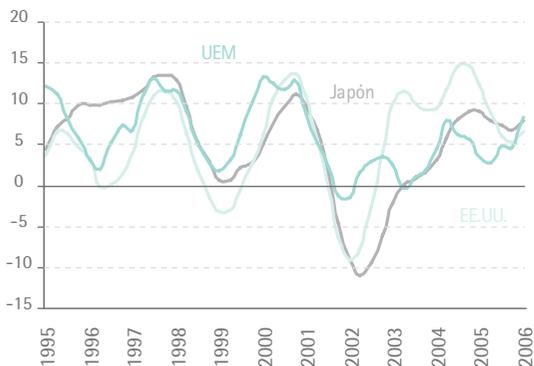
En todo caso, las previsiones apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. De hecho, se deberá tener en cuenta el impacto que la globalización viene trayendo a partir del mayor dinamismo y presencia de los nuevos actores emergentes, tales como China, India, Rusia, Brasil, México y Turquía, que en conjunto representan el 45% de la población mundial, así como el 55% del PBI de los países de mediano y bajo ingreso. El aporte en el crecimiento global ha sido vital, a partir de la mayor competencia y difusión de tecnología, menores precios de importación, aumento de la demanda de materias primas, contención de los salarios (dada la relativa abundancia del factor trabajo), así como la internacionalización del ahorro con aumento y diversificación de los flujos de capital. No obstante, estas economías arrastran, en algunos casos, desequilibrios macro y microeconómicos importantes, así como un escaso desarrollo institucional, que podría poner en riesgo la senda actual. De hecho, existe una mayor preocupación por los desbalances que caracterizan a este ciclo de expansión. Así, aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación, sumado a los altos déficit por cuenta corriente en EE.UU. y precios del petróleo, el consenso sobre la necesidad de un ajuste a medio plazo es cada vez mayor. Valga recalcar las declaraciones del FMI llamando a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

La actividad mundial: más protagonistas

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Pero a pesar de éstos, la economía continúa experimentando un dinamismo elevado, que comprende varias regiones geográficas que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

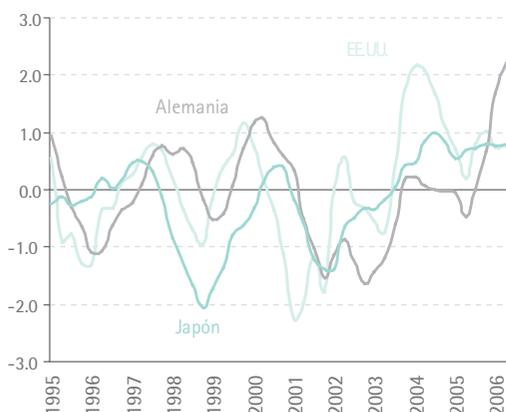
A pesar de que algunos indicadores económicos en EE.UU. han apuntado recientemente hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en tasas de interés

Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón (En tasa interanual)



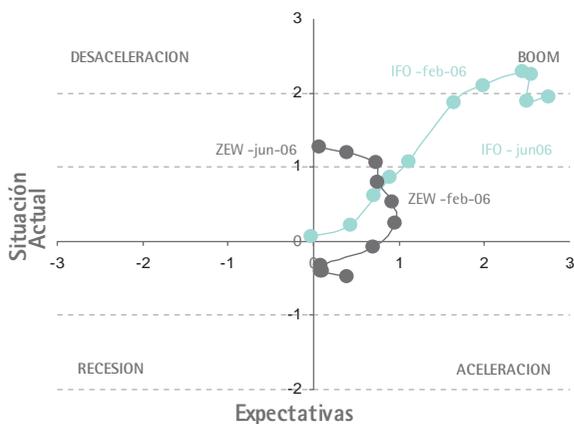
Fuente: BBVA

Confianzas industriales (índices estandarizados)



Fuente: BBVA

Fases de la Actividad Según Indicadores



Fuente:

puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. El fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el output gap de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007. Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayude en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EE.UU. continuó su ciclo alcista iniciado en junio de 2004 y la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Sin embargo, tras la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en las subidas; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias, los mercados empezaron a descontar mayores subidas de tasas de interés, apuntando hacia el 5,50%. En este contexto, la Fed se debate entre dos posibilidades. O bien continuar la senda alcista dada la preocupación sobre inflación subyacente, o bien, por el contrario, estimar que el ciclo alcista ha llegado a su fin y hacer una pausa en las subidas de tasas para analizar los efectos de su estrategia de política monetaria.

En todo caso, incluso si continúa el ciclo alcista en EE.UU., y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006, las tasas de interés se moverán dentro de mismo rango de tasas neutrales. Por otro lado, Japón, con sus buenos resultados en actividad y precios, estaría también a punto de comenzar su ciclo alcista y abandonar su política monetaria relajada.

En EE.UU. existen señales de aceleración de la inflación subyacente durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de previsión de la Fed), y el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo representan importantes riesgos para la autoridad monetaria. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, supone una atención más detallada de la conjuntura para determinar el rumbo de la política monetaria.

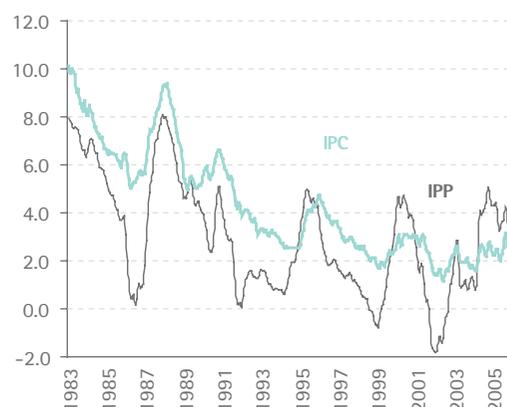
El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, las tasas oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3,25% y el próximo año en 3,50%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionistas. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, las tasas de 10 años oscilarían en un rango de 5,1% - 5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja las tasas entre el 4,0% y el 4,3%. Esta evolución en las tasas de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra previsión a un rango de US\$ 1,25 - US\$ 1,30 por euro.

BBVA: Escenarios de petróleo



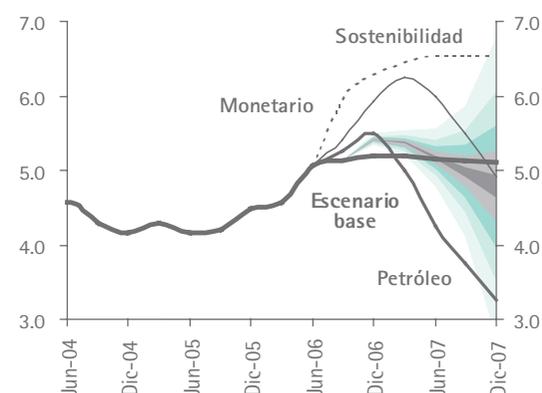
Fuente: BBVA

OCDE: Inflación del consumidor y de producción



Fuente: OCDE

EE UU: Tasas de interés a 10 años



Fuente: BBVA

Los riesgos dan un sesgo al alza a las tasas en el corto plazo

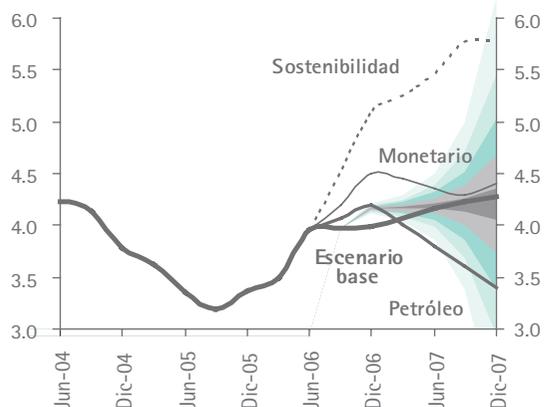
Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? Uno de los más importantes es consecuencia directa de la incertidumbre relativa a la política de la Reserva Federal de EE.UU. No podemos eliminar la posibilidad de que la Fed muestre una actitud más alcista en aras, no sólo de contener tensiones inflacionistas, sino también de convencer a los mercados sobre su determinación en materia de política monetaria. Este contexto es propicio para una ligera “sobre-restricción”, que suba las tasas por encima de los niveles que el mercado descuenta actualmente. Con estas consideraciones, esperaríamos que la subida de tasas aumentase las entradas en deuda pública norteamericana, guiadas por un “efecto refugio” que reduciría el volumen de flujos financieros que las economías emergentes han recibido hasta hace muy poco. Estas entradas en el mercado de renta fija estadounidense no evitarían una depreciación del dólar ni una subida limitada de las tasas de largo plazo en dicho país. Probablemente, parte de la subida de tasas oficiales revertiría en 2007.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante la convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EE.UU. Este shock financiero traería consigo subidas de tasas considerables en EE.UU., depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PBI. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tasas de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros para concentrarse en la economía real, concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 64,4 dólares por barril en 2006 y de 58,1 en 2007. En un escenario alternativo el petróleo alcanzaría los 80,7 dólares en 2006, y 91,7 en 2007. Y asimismo, una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Las tasas de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

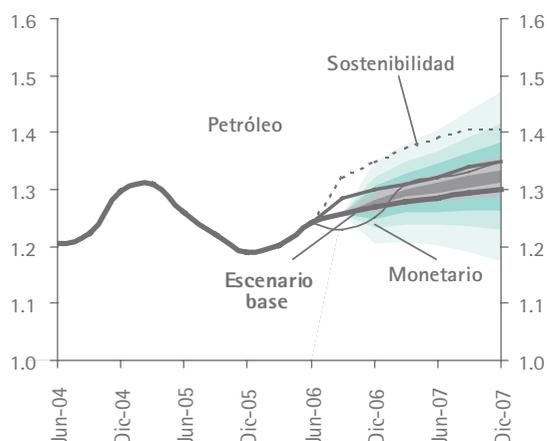
Con todo, las tensiones inflacionistas así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que las tasas de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EE.UU. como en la zona euro. El dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EE.UU., y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tasas de interés.

UEM: Tasas de interés a 10 años



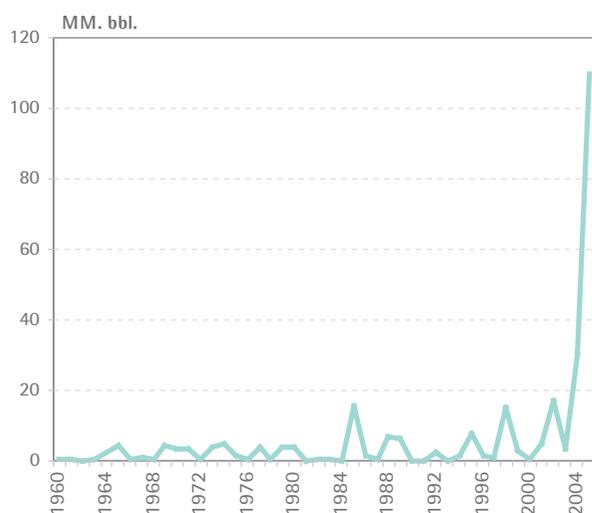
Fuente: BBVA

Euro-Dólar



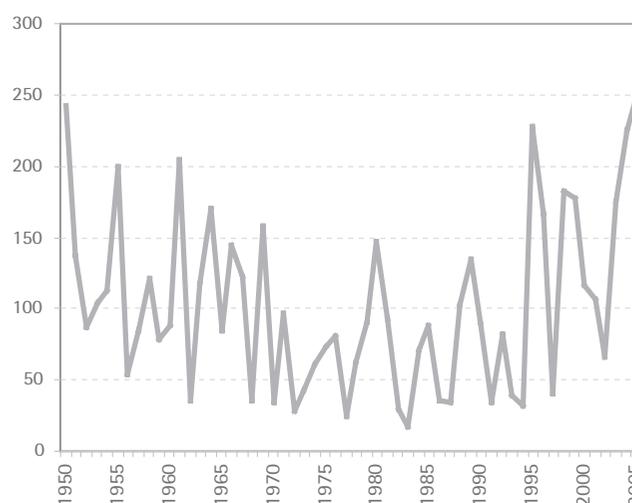
Fuente: BBVA

El petróleo y el impacto de la temporada de huracanes 2006

Millones de barriles dejados de producir:
1960 - 2005

Fuente: EIA y NOAA

Intensidad de la actividad eólica



Fuente: EIA y NOAA

La temporada de huracanes que afecta el océano atlántico transita entre los meses de junio y noviembre de cada año. Durante la temporada del año 2005, la región petrolera del Golfo de México resultó particularmente afectada; se dejaron de producir cerca de 110 millones de barriles de crudo y 683,3 millones de pies cúbicos de gas natural, principalmente tras el paso de los huracanes Katrina y Rita. El 2005, sin embargo, fue un año con un comportamiento atípico en cuanto a la intensidad y el impacto registrado por este fenómeno atmosférico. Históricamente, la producción de crudo que cesa por motivos precautorios o por daños durante esta temporada oscilaba entre 0 y 30 millones de barriles, alcanzando el límite superior en el año 2004. La paralización de actividades suscitada en el 2005 resultó superior en 166% a la registrada durante ese periodo.

Con base en las proyecciones de la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica en los Estados Unidos (NOAA) sobre el comportamiento atmosférico esperado para el 2006, realizamos una estimación del posible impacto, medido como el número de barriles dejados de producir, que puede esperarse durante la temporada actual de huracanes. Es necesario destacar, que estas estimaciones están sujetas a las modificaciones que pueda hacer el organismo atmosférico norteamericano¹.

El índice ACE (Accumulated Cyclone Energy) es el utilizado para medir la intensidad de la actividad eólica en un año determinado. Esta medición tiende a revertir a un nivel natural o promedio que se sitúa, de acuerdo a la escala del índice, cerca de 100 unidades. La Administración de Información de Energía en EE.UU. (EIA) y NOAA, identifican en base a 55 años de registro para el índice, un comportamiento cíclico de múltiples décadas, registrando un nivel superior al promedio durante los años 1950-1970, inferior al promedio durante 1970-1990, y nuevamente por encima del promedio desde 1990 hasta la actualidad.

Para el 2006, NOAA pronostica que el índice ACE tendrá un comportamiento que oscilará entre 118 y 179 unidades, lo cual se traduce en una reducción de la intensidad atmosférica entre 28% y 52% con respecto a la registrada en el año 2005. Según el organismo oficial, este rango corresponde a una probabilidad de 80% de una temporada de Huracanes con una intensidad superior al promedio.

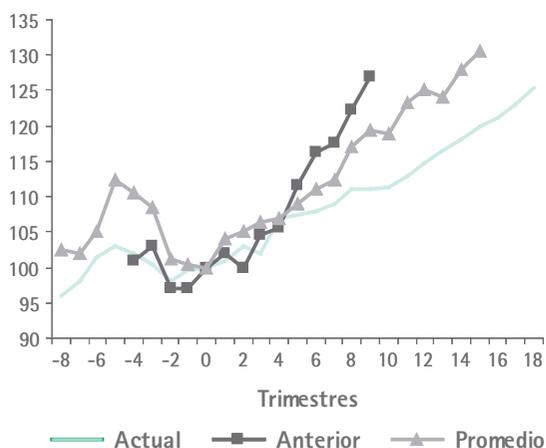
El impacto de la temporada de huracanes sobre la producción de crudo se contabiliza como aquella producción que cesa por motivos precautorios o por daños causados durante este periodo. De acuerdo con la serie histórica, la interrupción promedio, medida en barriles de crudo, durante el período 1960 y 2004 fue de 3,7 millones de barriles por año. Esto nos permite hacer dos conjeturas: en primer lugar, el impacto promedio generado por la actividad atmosférica durante la temporada de huracanes es bajo en relación a la producción anual de petróleo en Estados Unidos. En segundo lugar, el impacto generado durante la temporada pasada (109.9 millones de barriles dejados de producir) es extremadamente atípico.

Utilizando un modelo de transferencia, donde se asume que el comportamiento de la intensidad atmosférica sigue un proceso exógeno al número de barriles dejados de producir durante la temporada de huracanes, pudimos identificar que por cada punto porcentual que varía el indicador ACE, se dejan de producir cerca de 1,53 millones de barriles de crudo en un año determinado. En base a estas estimaciones, si la variación de la intensidad atmosférica durante la temporada de huracanes 2006 decrece 52% con respecto a la del año 2005, el impacto sobre la producción de crudo del Golfo de México sería de 29,7 millones de barriles que se dejarán de producir en el año, mientras que si la variación de la intensidad disminuyera en 28%, la reducción en la producción de esta zona alcanzaría los 67,4 millones de barriles, cifras que representan el 27% y 61,3% respectivamente de los barriles dejados de producir en el 2005 por esa causa. Esto implicaría una menor presión en la cotización del crudo durante el segundo semestre del año 2006, que la observada por el mismo factor en el año previo.

Giovanni di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

^{1/} La Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de los Estados Unidos realizará una evaluación de su pronóstico en el mes de agosto

Expansiones económicas en el Perú
(Índice 100 = inicio de la expansión)



Fuente: MEF

II. Entorno macroeconómico

Actualmente, el Perú viene registrando un proceso de transición hacia una nueva administración, la cual dirigirá el rumbo del país por los próximos 5 años. Al asumir el cargo, el nuevo gobierno encontrará que el Perú es una economía sólida en términos macro, que, además de contar con una mayor integración en el comercio mundial, es considerado por los diversos agentes internacionales como un país que presenta diversas oportunidades rentables para los negocios e inversiones.

En este sentido, se considera conveniente hacer un breve recuento de los principales logros en materia económica del gobierno de Alejandro Toledo, para así luego mencionar los retos y desafíos que podría afrontar la nueva administración de Alan García.

Las cuentas se dejan en azul...

Sin duda uno de los méritos más importantes que tiene la administración de Alejandro Toledo, es haber mantenido el dinamismo de la actividad económica de manera continua a lo largo de su gobierno, a pesar de las dificultades que se presentaron en el ámbito político y social.

Así, el actual ciclo expansivo que viene registrando la economía peruana es el más largo en los últimos 35 años, acumulando 20 trimestres de crecimiento consecutivos. Dicho logro es beneficioso para la población, a pesar de no ser la expansión más elevada registrada en ese lapso, debido a que la persistencia del dinamismo debería generar impactos superiores sobre el bienestar de la sociedad que si se registrara una fase de crecimiento con niveles más altos pero de menor duración, situación que ocurrió en las décadas pasadas, donde las tasas de crecimiento fueron superiores pero más volátiles que las registradas actualmente.

En este sentido, el Ministerio de Economía y Finanzas señala, en su último Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009 (MMM) que los impactos microeconómicos del crecimiento han sido modestos en los primeros años de gestión del gobierno saliente, pero más notorios en los últimos años, cuando se registraron tasas de crecimiento superiores al nivel de tendencia de largo plazo (cerca al 5,0% según nuestros estimados).

Asimismo, en el MMM se argumenta que la mayor notoriedad de estos efectos se deben a que en el inicio de una expansión económica, inicialmente los agentes económicos más calificados son los principales beneficiarios. Ello responde a que los mayores niveles de productividad les permiten acceder rápidamente a las oportunidades laborales que genera dicho crecimiento. Sin embargo, cuando el dinamismo se empieza a consolidar, éste debiera alcanzar en el mediano plazo a los demás estratos, lo que se refleja en mejoras en los indicadores de consumo, tales como colocaciones de créditos, índices de confianzas, importaciones de bienes de consumo, entre otros.

Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	II-05	III-05	IV-05	I-06
Consumo total	4,6	4,7	6,1	5,6
Privado	4,4	4,5	4,7	5,3
Público	6,5	6,0	15,8	8,4
Formación Bruta de Capital Fijo	12,9	14,5	19,7	23,5
Privada	13,4	16,3	19,0	25,4
Pública	9,5	4,8	22,2	7,8
Demanda Interna	4,7	6,0	6,3	9,9
Exportaciones de Bienes y Servicios	17,7	8,4	13,4	0,0
Importaciones de Bienes y Servicios	11,0	7,7	9,3	16,6
PBI	5,9	6,2	7,3	6,8

El crecimiento económico durante el periodo 2001-2006 ha ido de la mano con el dinamismo observado en la demanda interna, especialmente del sector privado. Dentro de las componentes de la demanda interna, hay que destacar el impulso proveniente de la inversión, la cual ha mostrado un ritmo de crecimiento acelerado en los últimos trimestres.

Una característica importante que ha venido mostrando recientemente la inversión privada, es que dicho componente no sólo está asociado a proyectos de gran envergadura en minería y/o hidrocarburos, sino también a inversiones de empresas fuera de dichas actividades. Así, las importaciones de bienes de capital se vienen incrementando a tasas por encima del 20%, reflejando las existencias de nuevas oportunidades de negocio en diversos sectores tales como construcción, industria y comercio. No obstante, es necesario indicar, que si bien la inversión total ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos años, ésta aún se ubica por debajo del 25% respecto del PBI, nivel necesario para lograr un crecimiento con tasas superiores al 6% de manera sostenida.

Asimismo, no se puede dejar de mencionar la importancia que ha tenido el escenario internacional en el desempeño de la economía peruana, dado que desde el 2000, las condiciones monetarias internacionales fueron más expansivas, especialmente las de Estados Unidos, en donde la Reserva Federal ubicó a su tasa de referencia en mínimos históricos.

En lo que se refiere a las cotizaciones internacionales de las materias primas, éstas han mostrado un *rally* ascendente, el cual se ha hecho más notorio en los últimos 3 años. Ello ha favorecido de manera significativa a nuestras exportaciones, las cuales se sitúan en máximos históricos.

Asimismo, la correcta implementación de políticas monetarias y fiscales han permitido importantes resultados en el manejo de la inflación, así como de las cuentas fiscales.

La implementación del *Inflation Targeting* (Esquema de Metas Explícitas de Inflación) en el año 2002 ha logrado mantener la inflación en niveles estables, en un rango de 1,5% y 3,5%. Asimismo, dicho mecanismo también ha servido como referente al mercado, ya que las expectativas de inflación se han anclado en el valor central de dicho rango. Ello además ha tenido efectos beneficiosos para la economía, tomando en consideración que al aumentar la confianza en la moneda local, se apoya el proceso de desdolarización de la economía.

En lo que se refiere al manejo de las cuentas fiscales, éstas han mostrado una reducción sostenida en los niveles del déficit fiscal. Inclusive, los estimados por el mercado para éste y el siguiente año prevén que el Gobierno podrá financiar completamente sus gastos sin recurrir a financiamiento alguno.

Es importante indicar que estos resultados se explican por los mayores ingresos tributarios, los que responden a la implementación de instrumentos administrativos más eficientes, creación de nuevos impuestos, así como a la dinámica mostrada por la actividad económica.

PBI: Componentes de la demanda (var. % real)

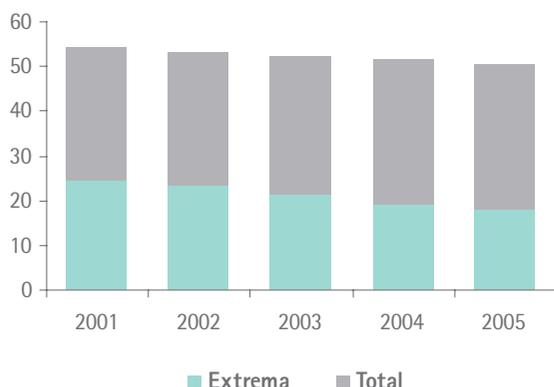
	2001	2002	2003	2004	2005
Demanda Interna	-0.6	4.4	3.4	4.4	5.5
Consumo Privado	1.5	4.6	3.1	3.5	4.4
Consumo Público	-0.9	0.2	3.8	4.1	9.8
Inversión Privada	-4.7	-0.5	6.9	9.1	13.9
Inversión Pública	-22.5	-4.0	4.0	5.7	12.2
Exportaciones	7.4	6.9	6.3	14.7	14.9
Importaciones	2.7	2.8	3.6	10.6	10.6
PBI real	0.2	5.2	3.9	5.2	6.4

Fuente: BCRP

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(var. % real interanual)	II-05	III-05	IV-05	I-06
PBI	5,9	6,2	7,3	6,8
Agropecuario	5,1	4,9	6,5	1,7
Pesca	1,9	-5,9	-2,6	19,1
Minería	3,5	9,7	14,2	5,1
Manufactura	7,7	6,5	4,3	6,5
Primaria	4,8	3,4	3,1	6,6
No Primaria	9,6	7,5	5,7	6,2
Construcción	7,1	10,6	13,0	16,2
Comercio	5,8	4,9	3,9	8,8
Servicios	5,3	5,5	7,5	6,5

Pobreza total y extrema (como % de la población total)



Fuente: INEI

Finalmente, el otro logro a destacar es la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, tomando en consideración que los beneficios del acuerdo anterior (ATPDEA) vencen a finales de este año.

Si bien este tratado comercial ha estado rodeado de polémicas, dado que habrían ciertos sectores que podrían verse afectados, los diversos estudios realizados sobre el tema señalan que éste generará mayores beneficios para la economía en su conjunto, no sólo por el probable incremento de las exportaciones, sino también por la entrada de productos a menores precios, lo que genera un aumento en el poder adquisitivo (efecto ingreso) de los consumidores.

... no obstante, aún quedan varios pasos que avanzar

Si bien las actuales condiciones macroeconómicas son positivas y, por tanto, las posibilidades de continuar con tasas de crecimiento superiores a su nivel de largo plazo son altas, cabe indicar que aún han quedado pendientes ciertos temas relevantes, que deberán ser afrontados por el nuevo gobierno.

Uno de ellos es la pobreza, la cual aún se mantiene en niveles cercanos al 50% de la población total; mientras que en el caso de pobreza extrema, ésta bordea el 20%. El gobierno entrante debiera enfrentar este problema de manera rápida, debido a que la insatisfacción de la población se ha ido incrementado de manera significativa.

Asimismo, se debe continuar con la tarea de profundizar las reformas estructurales que brinden mayor competitividad a la economía, así como lograr una mayor vinculación entre el estado y la sociedad. En este sentido, una de las medidas que recomienda la mayoría de investigaciones sobre el desarrollo económico es elevar la calidad del sistema educativo y salud para así poder brindar mayores oportunidades a la población.

Ello no implica sólo destinar más ingresos al sector, sino que además debe haber un seguimiento para comprobar su efectividad. Así, se encuentra que, según información del MEF, en lo que va de la década, el gasto destinado a la educación básica se ha incrementado en más de 30%. No obstante, estos ingresos han servido, en su gran mayoría, para financiar incrementos salariales, en desmedro de las inversiones en dicho sector.

Otra reto que tendrá el gobierno será combatir y reducir la informalidad. Según estadísticas elaboradas por el Ministerio de Trabajo, alrededor del 75% de las empresas existentes a nivel nacional son informales. Ello tiene efectos negativos para la sociedad, tomando en cuenta que dichas empresas no ofrecen derechos laborales, ni sistemas previsionales, entre otros. Asimismo, el incremento de la informalidad se refleja en una menor tributación, la cual, usualmente, es compensada con mayor carga fiscal para el sector formal.

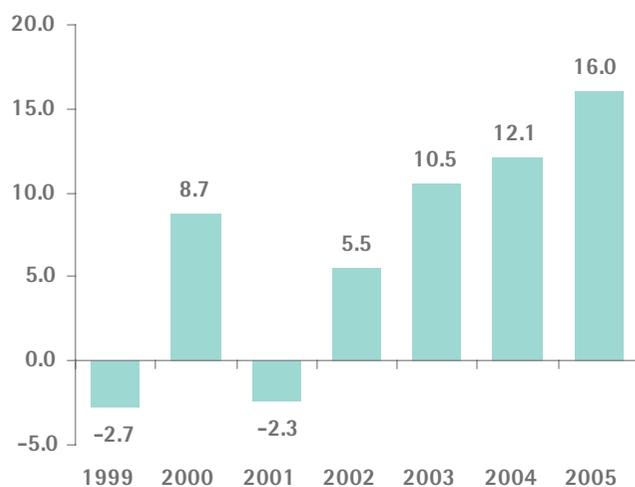
En el ámbito macroeconómico, el reto inmediato del gobierno de Alan García es mejorar, o mantener, la actual estabilidad macroeconómica e implementar las reformas necesarias para conseguir el tan ansiado *investment grade* en los próximos años.

Para ello, un tema relevante será el manejo fiscal. Tal como se mencionó anteriormente, si bien las cuentas fiscales han mostrado una importante mejora, aún es necesario la implementación de nuevas medidas para combatir la evasión, así como para hacer valer el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. (Para más detalle, revisar los recuadros "**Sentando bases para una reforma tributaria**" y "**Reforzando la Regla Fiscal Peruana**").

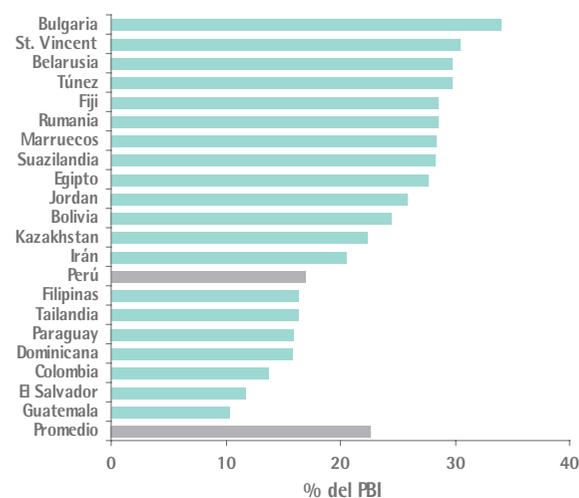
Asimismo, se considera importante la firma de nuevos acuerdos comerciales con otros socios comerciales, dados los beneficios del acceso libre a nuevos mercados, además de ser una plataforma para nuevas inversiones.

En conclusión, encontramos que el Perú en los últimos 5 años ha logrado avances significativos en términos macroeconómicos. No obstante, aún tenemos varios retos pendientes que se deben enfrentar a la brevedad; de lo contrario, todavía seguiremos con niveles de pobreza del 50% y un PBI per cápita similar al de mediados de los 70's.

Sentando las bases para una reforma tributaria

Ingresos del Gobierno Central
(Var. % anual)

Fuente: BCRP

Ingresos fiscales para los países con un PBI
per capita entre US\$ 1 000 y 3 000*
(como % del PBI)

Fuente: FMI

La recaudación fiscal ha mejorado sustancialmente durante este quinquenio. Tomando los ingresos corrientes del gobierno central, se aprecia que éstos se han incrementado en cerca de 1,5% del PBI y que seguirían incrementándose durante el 2006. Tres factores explican esta evolución: (i) inmejorable escenario mundial; (ii) nuevos impuestos y mayor carga fiscal e (iii) implementación de instrumentos administrativos, en especial los de retención del impuesto al valor agregado. Cabe indicar sin embargo, que el principal efecto ha provenido del contexto internacional (alrededor de 1,0% del PBI), aspecto que es un indicativo de la temporalidad (y peligrosidad) de los logros. Además, sigue siendo preocupante que los ingresos respecto al producto se encuentre por debajo de los estándares promedios de un país como el Perú. Por ejemplo, si agrupamos a aquellos países con ingreso per cápita entre US\$ 1 000 y US\$ 3 000, el Perú registra un nivel cuatro puntos menor a la del promedio de dicho grupo. De esta manera, este promedio de ingresos de al menos 22,0% del PBI debiera ser colocada como el benchmark mínimo al cual habría que orientarnos en un horizonte razonable. Si el próximo gobierno, se impone iniciar este camino, tendrá que poner en marcha una verdadera reforma tributaria, que debería enfrentar tres ámbitos: política tributaria, institucional y administrativo¹.

En **política tributaria**, se debe buscar el difícil balance de las tres "E": efectividad, eficiencia y equidad. De los tres, claro está que dada nuestra elevada vulnerabilidad fiscal, el sistema tributario debe principalmente recaudar (efectividad) a través de pocos tributos que apunten a una base tributaria suficientemente extensa y con una tasa impositiva que guarde coherencia con las necesidades de la sociedad. Para lograr ello, no hay duda que se debe empezar por re-estructurar el actual esquema de regímenes especiales y exoneraciones. Los forados fiscales generados por éstos, son calculados en alrededor de 1,5% del PBI, ello sin tener en cuenta los focos de evasión tributaria que han generado. Su reformulación permitiría que el sistema tributario sea más eficiente, evitándose sobrecargar excesivamente a los contribuyentes por los ingresos "perdidos". Las experiencias tributarias de algunos países emergentes pueden ser relevantes².

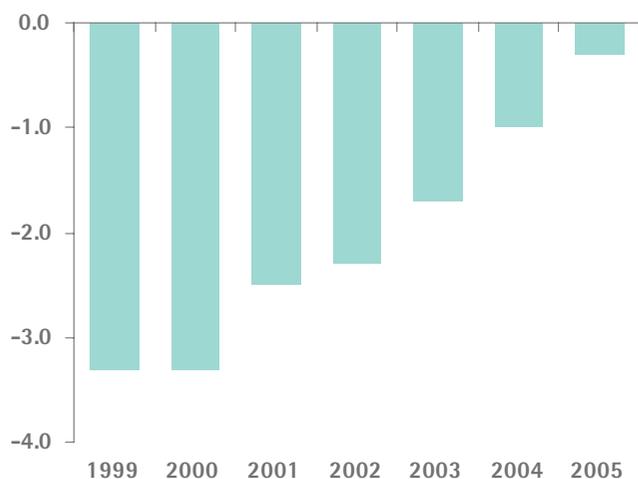
La política tributaria, establece teóricamente lo que podríamos recaudar, pero poco se puede hacer cuando el contribuyente observa que los recursos obtenidos no son utilizados para atender las necesidades centrales de una sociedad (e.g. seguridad, justicia, programas focalizados a sectores deprimidos, educación, salud, entre otros). Se requiere un cambio en el **ámbito institucional** que permita darle legitimidad al sistema tributario de tal forma que permita reducir los incentivos a ser informal y por tanto a evadir, que resultan además de un gasto mal asignado por el estado, de políticas tributarias mal establecidas, con impuestos que sobrecargan a los contribuyentes y con tasas impositivas elevadas que hacen del sistema tributario una "fuerza centrífuga" que expulsa a potenciales contribuyentes. Considerando lo anterior, la lucha contra la evasión requiere una **administración tributaria** especializada, a través del fortalecimiento permanente de sus recursos. Se debe resaltar que en el ámbito nacional, la administración de tributos ha venido experimentado mejoras desde inicio de los noventa, lo que la ha llevado a ser reconocida como una de las mejores de Latinoamérica. No obstante, con seguridad hay aspectos que deberían ser mejorados, especialmente los referidos a sus procedimientos y "requerimientos formales" así como a la eficacia y eficiencia de sus programas de control o recaudación. Pero estas mejoras estarán incompletas si no se coordinan cambios a nivel de las administraciones tributarias municipales, donde se presentan las mayores distorsiones administrativas. En resumen, el objetivo será maximizar el cobro de tributos, bajo estándares de equilibrio entre el costo para recaudar y el costo para el contribuyente.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com

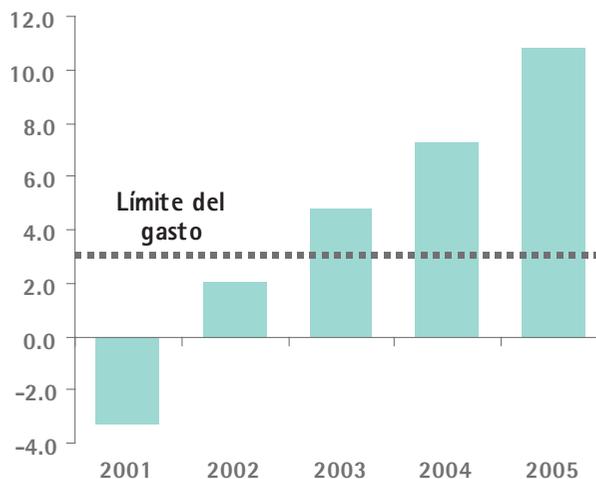
* Comprende todos los ingresos incluyendo los créditos no repagables y préstamos requeridos o no requeridos. Este concepto se encuentra en la línea 81 del IFS-CD Rom del Fondo Monetario Internacional 2006.

^{1/} Se puede revisar a Slemrod, Joel (2002) "Tax systems", NBER, Summer. También revisar a Tanzi, Vito y Howell Zee (2001) "La política tributaria en los países de desarrollo". Temas de Economía, FMI.

^{2/} Ver a Zee, Howell (2005) "Personal income tax reform: concept, issues and comparative countries development", IMF Working Paper. También revisar el trabajo de Ivannova, Anna et al (2005) "The Russia Flat Tax Reform". IMF Working Paper.

Balance fiscal
(como % del PBI)

Fuente: BCRP

Gasto No Financiero del Gobierno General
(var. % real)

Fuente: BCRP

El último Marco Macroeconómico Multianual (MMM) del Ministerio de Economía y Finanzas) muestra un interesante tono reflexivo respecto a los retos de la política fiscal¹. Uno de los temas planteados está relacionado a la transición del actual esquema de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) basada en indicadores observados (resultado económico del gobierno general y variación porcentual real del gasto), hacia un esquema centrado en indicadores desligados del ciclo económico, que comúnmente se denomina regla estructural. Una regla estructural es aquella que se construye sobre la base de un indicador fiscal -que puede ser el resultado económico o primario- al cual se le “filtra” los efectos del ciclo económico. Uno de los pasos claves para este cálculo, normalmente, es el de contar con un PBI potencial o tendencial, construido a partir de alguna metodología estadística, así como tomar en cuenta correcciones por operaciones extraordinarias o de algunas variables que pudiera tener un impacto relevante sobre las finanzas públicas.

En términos teóricos, la literatura resalta la importancia de la construcción de reglas fiscales basadas en indicadores estructurales. Se resalta, fundamentalmente, la superioridad del método en tanto reducción de la volatilidad macroeconómica² y en el hecho de dar luces respecto a la posición de las finanzas públicas, llevando a que sí se cumple la regla, se genere superávit fiscales en períodos de expansión, y déficit en los momentos de contracción. Sin embargo, a pesar de las ventajas de la regla estructural, algunos han resaltado ciertos reparos a la misma, fundamentalmente respecto a lo poco visible del método, al ser considerado una especie de “caja negra” que incorpora el uso de métodos estadísticos, que además dependiendo de cual se use, pueden llevarnos a resultados diferentes³. En esa línea, una transición hacia este tipo de indicadores, sobre todo si la economía no goza de suficiente credibilidad, podría ser interpretado como una forma de relajar la posición fiscal, especialmente si no se es muy transparente. Además, podría añadirse las discusiones existente respecto a la construcción y confiabilidad de las cuentas nacionales, insumo básico para el cálculo e identificación de los ciclos.

Es importante señalar que la regla peruana cuenta con criterios contracíclicos, que resultan del cumplimiento conjunto de la meta del indicador observado del déficit fiscal (1,0% del PBI) y del límite de crecimiento establecido al gasto real (3,0%). En ese sentido, cabe señalar que esta última meta ha sido incumplida consistentemente desde que se creó la norma, con lo cual la LRTF no se ha respetado, restándole efectividad al objetivo de reducir las volatilidades. Por tanto, cuando se plantea el debate de la transición hacia un esquema estructural, no termina de quedar claro si una regla de este tipo permitirá lograr su cumplimiento. En ese sentido, podríamos terminar generando un instrumento técnicamente más refinado para calcular la posición fiscal de la economía, pero en la práctica igualmente “violable”, y por tanto sin terminar de alcanzar los objetivos deseados.

Todo parece indicar que la discusión de fondo respecto a la generación de esquemas contracíclicos en el Perú, no debiera estar centrado solamente en la calidad técnica del indicador. Contar con un indicador potente, es por cierto relevante, aunque tangencial en un contexto donde el problema ha estado en la falta de compromiso político para su cumplimiento. En ese sentido, la discusión fundamental respecto a las reglas fiscales debiera estar centrado en el plano de la economía política. Es decir, como hacer para que los principales actores económicos y técnicos tengan la voluntad e incentivos de cumplir con la meta que se plantea⁴ (sea nuestro actual LRTF o un nuevo indicador estructural). Esto por cierto parte por construir consensos y buscar la forma de crear instituciones en un contexto político y social sumamente complicado.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com

^{1/} Marco Macroeconómico Multianual 2007-2009, Recuadro 4, pag.13.

^{2/} Ver Marcel, Mario et al (2001) “Balance estructural del gobierno central, metodología y estimaciones para Chile: 1987-2000” Estudios de Finanzas Públicas, Ministerio de Hacienda de Chile, septiembre. Moreno, Eduardo (2006) “Reglas fiscales y ciclo económico: propuestas de modificación de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal” (Versión Preliminar, 2 de Julio).

^{3/} Morón, Eduardo (2006), “Política fiscal contracíclica: Reglas, Mercados e Instituciones” (Versión Preliminar, 2 de Julio). Valderrama, José (2006) “Costos y beneficios de una política fiscal contracíclica y de reducción de deuda” (Versión preliminar, 4 de Julio).

^{4/} Respecto a las características deseables de una regla fiscal, se puede consultar el documento de Kopits, G. y R. Simansky (1998) “Fiscal Policy Rules”, IMF Occasional Papers 162, Washington DC.

Inflación: dentro del rango y sin mayores presiones en el corto plazo

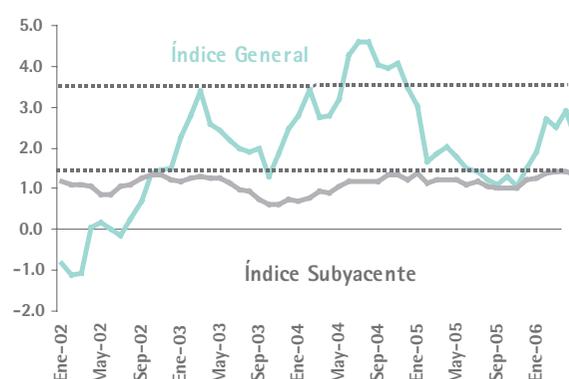
En lo que va del año, la inflación de precios al consumidor, acumulada en los últimos doce meses, se ha mantenido dentro del rango meta del Banco Central (de 1,5% a 3,5%), habiéndose ubicado en 1,83% al cierre de junio. De otro lado, la inflación subyacente^{1/} que elabora el BCR se ubicó 1,32% en el mes de mayo (último dato disponible al momento de elaborar este reporte). Cabe mencionar que este indicador de la tendencia inflacionaria se ha mantenido por debajo del rango meta en lo que va de aplicado el esquema de metas de inflación (desde enero de 2002).

Se estima que la inflación se mantendría dentro del rango meta en lo que resta del año, lo que se explicaría por el impacto conjunto que tendrán los siguientes factores en los próximos meses:

- La evolución de los precios de los alimentos. La recuperación de la oferta agrícola imprimiría un sesgo decreciente sobre la inflación de precios al consumidor, tal como ha venido ocurriendo en los dos meses anteriores.
- El fuerte incremento de la demanda interna. De acuerdo a estimaciones del BCR, la demanda interna habría crecido 8,1% en el periodo enero-mayo, tasa superior al crecimiento del PBI (6,1%). Adicionalmente, durante el segundo semestre, el mayor gasto público que estacionalmente se da durante este periodo daría un mayor impulso a la demanda. Si el ritmo de expansión de la demanda interna supera largamente, y por un tiempo prolongado, la tasa de crecimiento del PBI potencial (que según nuestros estimados se ubica alrededor de 5,0%), lo que podríamos observar en los siguientes meses serían ciertas presiones sobre los precios. Sin embargo, en la medida que la inflación se ha ubicado en el tramo inferior del rango meta, consideramos la fuerte expansión de la demanda interna es un factor de riesgo inflacionario moderado.
- Las expectativas de inflación. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCR realizadas en junio, mostraron un descenso en las expectativas de inflación para el 2006 de las instituciones financieras (de 2,8% a 2,7%) y la de los analistas económicos (de 2,6% a 2,5%). Cabe agregar que las expectativas inflacionarias para el año 2007 están alineadas en 2,5% (el nivel objetivo de mediano plazo que el BCR considera compatible con la estabilidad de precios). Además, ante la disminución de la inflación en los últimos dos meses (tasas negativas) podría esperarse que las expectativas se corrijan hacia abajo.
- Incremento de las tarifas de agua. Dado el atraso que tienen estas tarifas, se viene mencionando la necesidad de una ajuste importante. Sin embargo, ello sólo generaría un incremento por única vez en el nivel general de precios, aunque su impacto sería reducido.

^{1/} Indicador de la tendencia inflacionaria que busca eliminar el ruido de corto plazo sobre los precios, usualmente asociado a choques de oferta. Como resultado de esta eliminación, se obtiene un indicador de precios que muestra, principalmente, los impactos de factores monetarios (las causas "subyacentes" de la inflación) sobre los precios, dejando de lado aquellos relacionados a factores de oferta que se suponen transitorios.

Inflación general y subyacente (Var. % acum. últimos 12 meses)



Fuente: BCRP

Inflación general

	Ponderación	2005 Diciembre	2006 Junio
Índice General	100.0	1.49	1.83
Alimentos y bebidas	47.5	1.19	1.94
Vestido y Calzado	7.5	1.47	1.40
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	2.42	2.28
Muebles y Enseres	4.9	1.16	1.55
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	2.40	0.39
Transportes y Comunicación	12.4	2.69	2.67
Enseñanza y cultura	8.8	1.41	0.93
Otros bienes y Servicios	7.0	-0.21	1.14

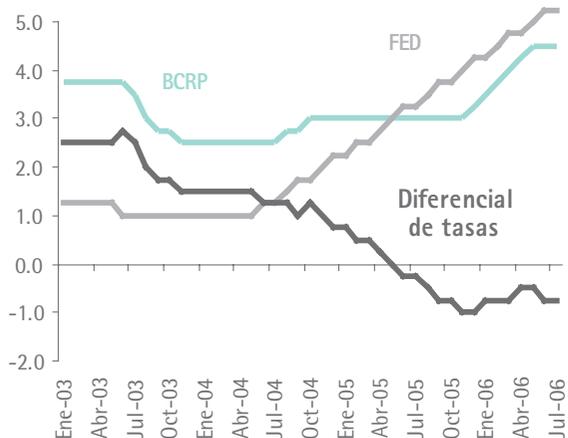
Fuente: INEI

Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,46	0,51	-0,53	-0,13
Índice de Productos Transables	0,42	1,15	-0,01	0,14
- Alimentos Transables	0,91	2,87	-0,62	0,20
- Combustibles Índice de Productos No Transables	0,00	0,22	1,08	0,26
- Alimentos No Transables	0,47	0,05	-0,88	-0,31
Índice Subyacente	0,41	0,08	0,05	0,00
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,38	0,43	-0,21	0,13
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	0,60	0,22	-0,88	-0,29
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,63	0,31	0,75	0,45

III. Entorno Financiero

Tasas de referencia: BCRP y FED (en %)



Fuente: BCRP y FED

Tipo de Cambio (US\$ x S/.)



Fuente: BCRP

Banca Central hace una pausa

Desde el mes de junio, el Banco Central ha mantenido la tasa de referencia en 4,5%, iniciando una pausa en el ciclo de alzas consecutivas que venía implementando desde finales del año anterior. La decisión de no modificar la tasa de referencia se explicaría por la ausencia de presiones inflacionarias, lo que se verifica al observar que la tasa de inflación se ha ubicado en el tramo inferior del rango meta. Ello le otorgaría espacio al BCR para pausar y evaluar los efectos sobre la economía del retiro gradual del estímulo monetario.

Adicionalmente, la tendencia apreciatoria que se estima mostraría el nuevo sol en las siguientes semanas es otro factor que el Banco Central habría tomado en cuenta para no variar el nivel actual de la tasa de referencia (ver comentarios sobre el tipo de cambio más abajo), a pesar de que con la pausa se amplía nuevamente el diferencial entre las tasas de interés de corto plazo en soles y dólares.

La evolución reciente y esperada de la inflación, así como la tendencia a la baja que viene mostrando el tipo de cambio, sugieren que el Banco Central mantendría la pausa en su reunión del mes de agosto. Sin embargo, no se descartan incrementos adicionales en la tasa de referencia en lo que resta del año. Estimamos que ello dependerá de:

- La aparición de presiones de demanda. El incremento que ha venido mostrando la demanda interna, a un ritmo superior al del PBI, podría requerir de un ajuste para sea más compatible con la estabilidad de precios. Si bien el Banco Central ha venido retirando el estímulo monetario de la economía, lo que debería traducirse en una moderación del crecimiento de la demanda interna a partir del segundo semestre, consideramos que una mayor neutralidad de la política monetaria ayudaría a eliminar el riesgo de que presiones de demanda se materialicen sobre los precios en los siguientes meses. Esta apreciación considera la anticipación con la que deben adoptarse las decisiones de política monetaria, dados los rezagos con los que actúa para afectar las decisiones de gasto a nivel macroeconómico.
- Un incremento más agresivo de las tasas de interés internacionales. Ello podría inducir una mayor aversión al riesgo (reducción de exposición en mercados emergentes), lo que ocasionaría episodios de volatilidad cambiaria que requerirían de un ajuste en la tasa de referencia para contenerlos. Cabe señalar que, en los siguientes meses, la reducción de la liquidez internacional no solo correspondería a las acciones de la Fed, sino también al Banco Central Europeo (BCE) y al Banco de Japón, entre otros bancos centrales importantes.

Cabe agregar que, los comunicados y publicaciones recientes del BCR deslizan la posibilidad de que el retiro del estímulo monetario podría reanudarse. Así, en la Nota Informativa del Programa Monetario del mes de julio, el Banco Central menciona que sigue evaluando información relevante para la toma de decisiones de política.

Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,340	3,331	3,279	3,264
Emisión Primaria Fin de Período	11.010	11.040	10.861	11.108
Liquidez Total	67.346	67.239	66.027	n.d.
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	56,2	56,5	56,2	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	14.472	14.493	14.235	14.415
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	4,1	4,4	4,5	4,5
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	4,3	4,5	4,8	4,8
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	39,2	38,6	37,0	n.d.
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	1,1	0,6	3,0	n.d.
Tasa de Morosidad (%)	2,1	2,1	2,1	n.d.

Ello podría interpretarse como un sesgo al alza incorporado en el comunicado, condicionado a lo que revelen los datos macroeconómicos en los siguientes meses. Asimismo, las últimas proyecciones de inflación del Banco Central para el 2006 y 2007, publicadas en el Reporte de Inflación de mayo, se mantienen dentro del rango meta (de 1,5% a 3,5%) pero condicionadas a que "...el estímulo monetario durante el horizonte de proyección se amenguará paulatinamente para ser consistente con la meta de inflación".

Tasas de interés

De manera coincidente con la secuencia de alzas en la tasa de referencia implementada por el Banco Central en la primera parte del año, las tasas en soles de corto plazo, principalmente, correspondientes a diversas modalidades de préstamos bancarios, han mostrado una tendencia creciente durante este periodo. Así, las tasas corporativas a 90 días a las de préstamos y descuentos comerciales a 30 días se han elevado en aproximadamente 150 puntos básicos (pbs.), monto similar al aumento que ha registrado la tasa de referencia del BCR. Asimismo, la tasa para préstamos y descuentos comerciales hasta 360 días se ha elevado en 110 pbs. Esta tendencia alcista también se verifica en algunas tasas de mayores plazos, aunque de manera mucho menos pronunciada. Por ejemplo, la tasa para préstamos y descuentos comerciales a más de 360 días ha pasado de 7,1% al cierre del 2005 a 7,3% a junio del presente año (incremento de 20 pbs.).

Tipo de cambio con tendencia a la baja

En junio, el tipo de cambio interbancario disminuyó 0,4%, manteniéndose relativamente estable alrededor de S/. 3,26, en un contexto de fuerte incremento en el saldo de ventas forward (US\$ 326 millones), principalmente de corto plazo (a 30 días), y de reducción de la posición de cambio cubierta de los bancos (US\$ 193 millones).

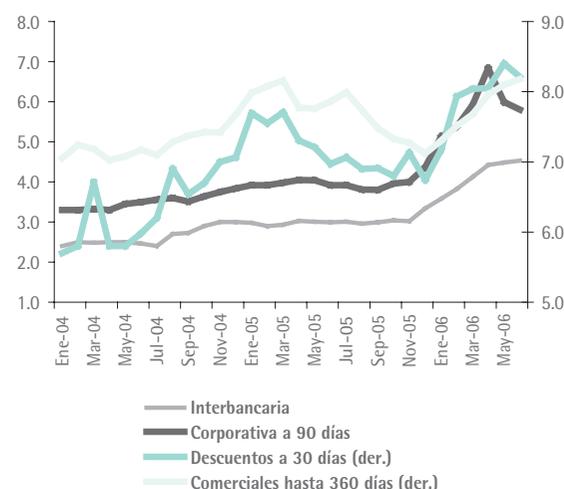
Cabe agregar que una parte importante del mayor saldo de ventas forward se explica por la demanda proveniente de inversionistas extranjeros, debido a que las operaciones de cobertura en el mercado peruano se encontraban relativamente más baratas y existían expectativas de depreciación sobre el nuevo sol en el corto plazo¹.

Precisamente, el vencimiento de estos contratos de futuros con moneda extranjera, que en buena parte no han sido renovados, ha acentuado la tendencia apreciativa del nuevo sol en los primeros días del mes de julio, periodo en el cual la cotización del dólar alcanzó su mínimo nivel en 7 años (alrededor de S/. 3,24 por dólar).

En este contexto, en los primeros 11 días del mes de julio, el Banco Central intervino en el mercado cambiario, adquiriendo moneda extranjera por US\$ 244 millones. Se estima que esta tendencia a la baja en la cotización del dólar se mantendrá en lo resta de julio, debido a vencimientos de ventas forward (no renovados), así como por la mayor demanda por soles que usualmente se observa en el mes de julio.

^{1/} La moneda peruana se había mantenido relativamente estable, a pesar del contexto de cierta volatilidad cambiaria en la región ante la incertidumbre por las elecciones en México y el incremento de las tasas de interés internacionales.

Tasas de corto plazo en Soles (en %)



Fuente: BCRP

Tasas para créditos comerciales a más de 1 año en soles (en %)

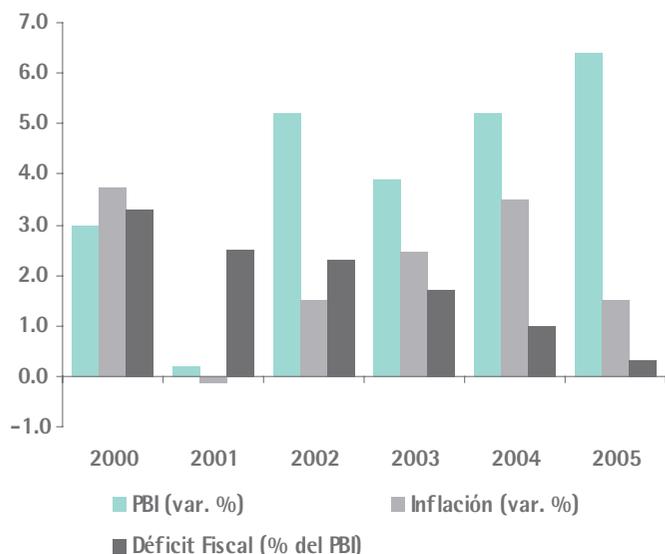


Fuente: BCRP

Mercados: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	Mar-06	Abr-06	May-06	Jun-06
Índice General de la BVL (variación %)	-2,6	20,6	1,0	13,1
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-2,4	23,3	0,4	13,1
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	38.402	45.294	43.728	47.242
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	3.954	4.116	4.210	n.d.
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	36	155	107	n.d.
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	44	16	17	n.d.
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	11,802	11,863	11,911	n.d.
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	10.150	10.897	10.759	n.d.
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,69	3,72	3,75	n.d.

Indicadores Macroeconómicos: 2000-2005



Fuente: BCRP

Indicadores externos, fiscales y de vulnerabilidad

	Perú (BB) ^{1/}	Colombia (BB) ^{1/}	Países Grado de Inversión		
			México ^{1/} (BB) ^{1/}	Rusia (BBB) ^{2/}	Chile (A) ^{1/}
Externo					
Deuda Externa / Ing. Corrientes	186.1	102.9	57.1	46.1	34.8
Servicio Deuda Externa / Ing. Corrientes	41.3	42.2	25.7	15.1	22.6
Deuda Externa / RIN	158.0	139.7	101.8	78.2	62.7
Fiscal					
Deuda Total / PBI	37.7	47.7	23.1	22.7	13.2
Deuda Total / Ing. Corrientes	250.3	287.2	145.0	60.2	58.3
Deuda Total en Moneda Extranjera	78.5	52.2	39.4	71.4	76.7
Vulnerabilidad					
Índice Vulnerabilidad Externa Moody's ^{3/}	50.8	90.1	87.8	47.4	74.4
Ratio de Dolarización ^{4/} (en %)	57.0	0.0 ^{5/}	3.4	26.0 ^{6/}	13.0

1/ Clasificaciones otorgadas por Fitch Ratings y Standard & Poor's
 2/ Información disponible para el 2004
 3/ (Pasivos internacionales de corto plazo + Depósitos en dólares de no residentes a un año) / RIN
 4/ Del sistema financiero
 5/ para el año 2003
 6/ Las operaciones financieras son realizadas o en moneda nacional o indexadas.

La economía peruana registra méritos innegables en términos macroeconómicos, que puede ser simplificado en tres indicadores durante los últimos cuatro años: un crecimiento anual de 5,3% en (el más alto de la Región); una inflación promedio de 2,2%; y, un déficit fiscal que pasó de 3,3% del PBI en el 2000 a 0,3%. Estos resultados permitieron un upgrade de las principales agencias clasificadoras en el 2004, y dada la tendencia de los números y el mejoramiento del contexto político, se viene discutiendo la posibilidad de que el Perú alcance el grado de inversión en el corto plazo. ¿Es ello posible? Actualmente Perú recibe la clasificación BB por parte de Standard & Poor's y Fitch Ratings. La nomenclatura otorgada, nos ubica dos espacios por debajo de la clasificación BBB-, a partir del cual se considera grado de inversión. En la Región, Chile y México son dos países representativos que ostentan esta ubicación.

¿Qué elementos habría que observar para definir la probabilidad de nuevos upgrades?

Existen dos elementos a tener en cuenta: cualitativos y cuantitativos. Los primeros son importantes, al reflejar los condicionantes político e institucional para la toma de decisiones económicas de un país, tales como: la tradición democrática; la presencia y/o ausencia de golpes de estado; revueltas ocasionadas por movimientos populares masivos en contra de las políticas económicas; escenarios electorales que alteran el desempeño de las variables económicas; falta de representatividad del estado; grado de fragmentación social; grado de corrupción; historial de moratorias previas; entre otros. Respecto a las segundas, las clasificadoras toman en cuenta tres tipos de indicadores: fiscales, externos y de vulnerabilidad, los mismos que se someten a un análisis en dos planos: horizontal, que observa el avance histórico (tendencias) que nuestros indicadores vienen experimentando; y, vertical, donde se coteja los avances del país respecto a los demás. Siguiendo esta línea, podemos observar que respecto a Colombia, país con similar clasificación, nos encontramos todavía rezagados en algunos ratios de vulnerabilidad, aunque despuntamos en aspectos fiscales. Mientras que respecto a los países que son grado de inversión, quedamos aún nítidamente rezagados. En el recuadro tomamos como ejemplo además de México y Chile, a Rusia, que nos sirve como referente de un país que entró en default hacia finales de la década pasada y consiguió recuperarse de manera extraordinaria, poniendo en marcha un conjunto de reformas estructurales.

¿Ahora bien, que deberá hacer el próximo gobierno para lograr el grado de inversión?

El camino es único. Deberá potenciar aquellos elementos que permitan un mayor crecimiento del país a largo plazo y que redunde en la mejora paulatina de los sectores de menores ingresos de forma tal que las mejoras macro tengan estabilidad política. Para ello, será necesario: (i) fortalecer las políticas fiscales (e.g. con una Ley de Responsabilidad Fiscal que funcione de verdad) y la política monetaria; (ii) fomentar una economía más abierta al comercio internacional, que permita ampliar los mercados, incentivar la competencia y mejorar la productividad de los factores de producción; (iii) eliminación de distorsiones en los mercados debido a la intervención innecesaria del estado así como la potenciación de un rol regulador que aliente la competencia y no la destruya; (iv) mejorar la calidad del gasto mediante una reforma del estado que permita un acercamiento de éste a la sociedad, a través de la prestación de servicios fundamentales como seguridad, justicia y los de carácter social, a fin de brindar un soporte real que desarrolle las capacidades de la población, los incorpore a la formalidad y permita contar con mayores recursos tributarios que nuevamente puedan ser gastados eficientemente. Este último punto es vital para que los avances que se vienen logrando en la macroeconomía sean sostenibles en el tiempo y luego, ya correctamente dirigidos, nos convirtamos en una economía sólida. En ese camino, el grado de inversión debiera caer por su propio peso.

IV. Artículo

Algunas consideraciones de política monetaria: ¿se puede reforzarla aún más?

Dependiendo del horizonte temporal que se considere, la política monetaria puede tener impactos, permanentes o transitorios, sobre diversas variables económicas. La identificación de estos efectos y de los mecanismos a través de los cuales se transmiten los impulsos monetarios al resto de la economía, en particular sobre la inflación y el producto, es crucial para definir los objetivos, factibles, que una sociedad debe asignar al banco central.

¿Qué puede hacer la política monetaria en el largo plazo?

En el largo plazo, los desarrollos teóricos y la evidencia empírica muestran que la política monetaria sólo tiene efectos permanentes sobre variables nominales. Por ejemplo, la relación positiva que existe entre inflación y crecimiento del dinero, en el largo plazo, se encuentra ampliamente documentada^{1/}. Asimismo, diversos autores señalan los costos que generan los periodos de inflación alta y volátil, lo que reduce el bienestar de la población, afectando con mayor fuerza a los sectores de bajos ingresos. Por ello, se considera que el objetivo primordial que deben perseguir los bancos centrales es mantener un entorno de precios estables, el cual, además, es propicio para el desarrollo de las actividades productivas y el crecimiento sostenido.

El plan implementado para reducir la inflación durante los años 90 proporciona un ejemplo de la relación directa entre expansión del dinero y la variación de los precios en el largo plazo. Cabe recordar que entre agosto de 1990 e inicios de la presente década, el BCRP implementó un esquema de control de agregados monetarios, principalmente de la base monetaria, como estrategia para reducir gradualmente la tasa de inflación hasta niveles de un dígito^{2/}. Se esperaba que la disminución del ritmo de crecimiento del dinero ayudara a anclar las expectativas inflacionarias y a alcanzar una tasa de inflación baja y estable en el mediano plazo. Efectivamente, en este periodo se observa que la desaceleración de base monetaria coincide con una convergencia de la inflación hacia niveles entre 3 y 4 por ciento (ver Gráfico).

¿Y en el corto plazo existe un rol estabilizador?

En el corto plazo, debido a algún tipo de rigidez en la economía, de carácter nominal o real, se encuentra que la política monetaria tiene efectos transitorios sobre la actividad económica, por lo que puede ser empleada para reducir las fluctuaciones del producto. Estas oscilaciones recurrentes, que se manifiestan como periodos de auge seguidos por periodos de recesión, aumentan la incertidumbre que enfrentan los agentes económicos y, por lo tanto, reducen su bienestar, en particular durante los periodos de crisis. Ello da espacio para la implementación de una política monetaria anticíclica, la cual induce una evolución de la demanda agregada compatible con el objetivo de estabilidad de precios.

Desde un punto de vista más riguroso, determinar si existe espacio para las políticas de estabilización es un tema complejo y difícil de zanjar. Por ejemplo, Lucas (1987) encuentra que el beneficio derivado de estabilizar el consumo en torno a su media es pequeño. En general, los desarrollos teóricos consideran que las políticas de estabilización generan beneficios sustanciales si la función de bienestar social o la de oferta agregada es claramente no lineal^{3/}.

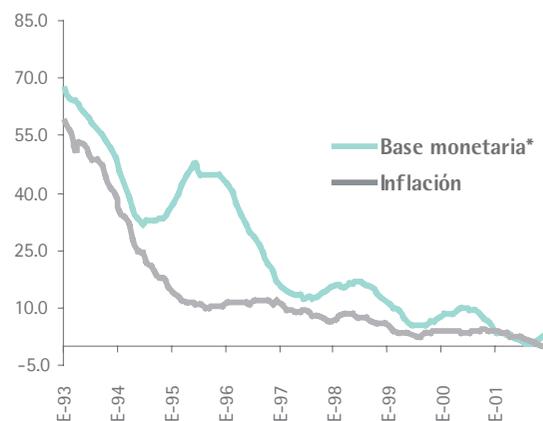
Más allá de esta discusión, el diseño de políticas monetarias anticíclicas es una práctica extendida. Así, vemos como diversos bancos centrales implementan estrategias de ajustes sistemáticos en sus tasas de interés para, en el corto plazo, contrarrestar los impactos que tienen sobre la economía los choques financieros, reales y externos, y, en un horizonte mayor, mantener el objetivo de estabilidad de precios.

^{1/} Un resumen de las relaciones monetarias de largo plazo se encuentra en McCandless y Weber (1995).

^{2/} Ver Rodríguez y Velarde (1992), Calvo y Vegh (1999) y Memoria anual del BCRP de 1991.

^{3/} Las políticas de estabilización también pueden inducir beneficios indirectos. Por ejemplo, cuando la economía es más estable, la inversión puede ser más alta, lo que debería elevar el producto en el largo plazo. Ver Meltzer (1988).

Base monetaria e inflación: 1993-2001



* Media móvil 12 meses de la variación porcentual interanual

Fuente: BCRP

Inflación: 2002-2006
(Var. % acum, últ. 12 meses)



Fuente: INEI

En la experiencia peruana se observa que, una vez alcanzados los niveles de inflación considerados consistentes con la estabilidad de precios hacia inicios de la presente década, el Banco Central comenzó un proceso de cambios que permitieran mejorar la transparencia de la política monetaria y reforzar la credibilidad con el compromiso antiinflacionario^{4/}. De esta forma, se abrió espacio para poder emplear la política monetaria como un instrumento estabilizador.

Este proceso de mayor apertura devino en la adopción del esquema de Metas de Inflación (MI) en enero de 2002, bajo el cual se estableció una meta de mediano plazo de 2,5 por ciento^{5/}. El nuevo régimen enfatizó el compromiso del Banco Central con el objetivo de estabilidad de precios, incrementó la transparencia de sus acciones (se empezaron a publicar los Reportes de Inflación y las proyecciones macroeconómicas condicionadas al stance de la política monetaria) y proporcionó un ancla nominal clara y fácil de entender para el público (la propia meta). Con estos elementos, el BCR estableció un escenario más favorable para rescatar el rol estabilizador de la política monetaria en el corto plazo, con acciones consistentes con el objetivo de estabilidad de precios para no afectar desfavorablemente las expectativas de inflación del público^{6/}.

¿Cuáles son los desafíos que enfrenta el BCR?

Los logros alcanzados por el Banco Central en los últimos años han sido notables, los que se sintetizan en una inflación baja y estable, compatible con el concepto de estabilidad de precios. En gran medida, el éxito antiinflacionario del BCR se explica por la credibilidad y reputación que ha ido construyendo. En este proceso, ha sido fundamental el adecuado marco institucional que le asigna como objetivo único mantener la estabilidad monetaria (Artículo 84 de la Constitución) y le concede autonomía en el ejercicio de sus funciones (Ley Orgánica). Asimismo, el esquema de MI ha fortalecido la credibilidad del Banco Central, al establecer mecanismos que han aumentado la transparencia de la política monetaria y la rendición de cuentas.

A pesar del éxito obtenido en el control de la inflación, se observa que la dolarización ha permanecido en niveles elevados, lo que genera un conjunto de efectos no deseados que complican el manejo monetario. En primer lugar, la dolarización induce una mayor vulnerabilidad de la economía ante movimientos bruscos en el tipo de cambio (debido al "efecto de hoja de balance"). Ello explica, en parte, la sensibilidad del Banco Central a la evolución de esta variable, lo que, a su vez, reduce la independencia operativa en el manejo de los instrumentos monetarios. Asimismo, el alto grado de dolarización limita el poder de la política monetaria para reducir las fluctuaciones del producto, debido a que, en este contexto, algunos de los canales de transmisión monetaria se ven interrumpidos.

Así, el gran reto que enfrenta el BCR es la dolarización, fenómeno que ha demostrado ser altamente persistente, lo que sugiere que si bien mantener una inflación baja y estable es un requisito necesario para su reducción, no es una condición suficiente. Al parecer, este hecho ha sido reconocido por el BCR, por lo que ha venido implementando medidas para enfrentar directamente la dolarización. Por ejemplo, la obligatoriedad de establecer los precios en soles (sin que ello implique que no se pueda seguir haciéndolo en dólares) y la reducción de la remuneración al encaje en moneda extranjera.

^{4/} Mishkin y Savastano (2000) han argumentado que la política monetaria del BCR durante los 90 fue poco transparente y muy discrecional, por lo que y que su éxito antiinflacionario dependió crucialmente de las preferencias y habilidades de las personas que dirigieron la institución en esa década.

^{5/} Al interior del Banco Central, el debate acerca de la conveniencia de adoptar un régimen de Metas de Inflación se inicia en la segunda mitad de la década de los 90's. Ver Perea et al. (1996) y Perea y Soto (1997).

^{6/} Una de las ventajas del esquema de Metas de Inflación es que permite flexibilidad para estabilizar sin que ello imprima un sesgo inflacionario a la política monetaria. En este sentido, Bernake y Mishkin (1997) consideran que este régimen concede "discrecionalidad restringida", debido a que las autoridades monetarias pueden reaccionar a la aparición de nueva información (elemento discrecional) pero sujetas al cumplimiento de la meta (elemento de regla).

De otro lado, el desarrollo de instrumentos financieros en soles y de cobertura cambiaria deberían contribuir a reducir la dolarización financiera. Adicionalmente, las acciones de política que eleven los costos relativos de operar en dólares y que induzcan al público a internalizar los efectos negativos que la dolarización puede ocasionar a la sociedad, ayudarían a este propósito. En esta línea se encuentra la disposición de la SBS de elevar las provisiones para los préstamos con exposición al riesgo cambiario. Aquí también se podría considerar una reducción gradual de la cobertura del Fondo de Seguro de Depósitos para los depósitos en dólares. Por el lado del BCR, permitir una mayor flotación del tipo de cambio reduciría el “seguro cambiario” que proveen las intervenciones excesivas en el mercado interbancario de moneda extranjera.

Finalmente, se debe reconocer que la dolarización es un fenómeno que refleja desconfianza (de manera explícita o subyacente) respecto de las políticas económicas. En este sentido, medidas que contribuyan a reforzar la institucionalidad e independencia del BCR, incrementarían aún más su credibilidad y reputación antiinflacionaria. Algunas de las medidas que podrían debatirse al respecto serían:

- Designación de los Directores por periodos superiores al de la administración política. Ello reduciría la incertidumbre acerca de continuidad a la política monetaria, la que requiere de periodos largos para operar.
- Renovación parcial del Directorio. Ello también daría continuidad a la política monetaria, asegurando cambios graduales.
- Evitar la designación de miembros del Directorio que sean parte del Ejecutivo. Ello reforzaría la autonomía. Sin embargo, dada la importancia de la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, sería deseable la participación de un representante de alto nivel del ejecutivo, aunque sería sin derecho a voto.
- Incluir una definición explícita del nivel de inflación compatible con la estabilidad monetaria. Cabe mencionar que el marco legal en el que opera el BCR no señala este nivel ni quién debe hacerlo. En la práctica, el BCR lo ha venido fijando al establecer la meta de inflación. La ventaja sería que se limitaría la discrecionalidad de las autoridades monetarias del momento. La desventaja residiría en que iría en contra del carácter general que típicamente tienen los marcos legales.

Bibliografía

Bernanke, B. y F. Mishkin (1997): “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”. NBER Working Paper 5893.

Calvo, G. y C. Vegh (1999): “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”. NBER Working Papers 6925.

Lucas, R. (1987): “Models of Business Cycles”. Oxford: Basil Blackwell.

McCandless, G. T. Jr. & W. E. Weber (1995): “Some Monetary Facts”. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19, N° 3.

Meltzer, A. (1998): “Keynes’s Monetary Theory: A Different Interpretation”. Cambridge University Press.

Mishkin, F. y M. Savastano (2000): “Monetary Policy Strategies for Latin America”. NBER Working Papers 7617.

Perea, H.; Quispe, Z. y C. Soto (1996): “Consideraciones para la Aplicación de un Objetivo de Inflación Explicito en el Perú”. Trabajo presentado en el XIII Encuentro de Economistas del Banco Central de Reserva del Perú, noviembre 1996.

Perea, H. y C. Soto (1997): “Consideraciones sobre el Esquema de Objetivo de Inflación Explicito (Inflation Targeting)”. Revista de Estudios Económicos N° 1, Banco Central de Reserva del Perú.

Velarde, J. y M. Rodríguez (1992): “Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico”. CIUP-Consorcio de Investigación Económica.

Situación Perú

Estadísticas Básicas y Proyecciones

Real	(variación %)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Inflación	3,8	-0,1	1,5	2,5	3,5	1,5
Producto Bruto Interno	3,0	0,2	5,2	3,9	5,2	6,4
Demanda Interna	2,3	-0,6	4,4	3,4	4,4	5,5
Consumo Privado	3,7	1,5	4,6	3,1	3,5	4,4
Consumo Público	3,1	-0,9	0,2	3,8	4,1	9,8
Inversión Privada	-1,7	-4,7	-0,5	6,9	9,1	13,9
Inversión Pública	-15,8	-22,5	-4,0	4,0	5,7	12,2

Fiscal	(variación %)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ingresos Ctes. Gob. Central	14,9	14,3	14,2	14,8	14,9	15,7
Gasto No Financ. Gob. Central	15,1	15,0	14,6	14,8	14,4	14,7
Resultado Económico SPNF	-3,3	-2,5	-2,2	-1,7	-1,0	-0,3
Saldo Deuda Pública Externa	35,9	35,4	36,7	37,6	35,8	28,4

Monetario	(datos fin de período-variación % interanual)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Emisión Primaria	6,0	7,9	11,0	10,1	25,3	25,7
Crédito Total Sector Privado	-3,1	-4,5	0,1	-4,5	-0,3	16,3
RIN (Millones de US\$)	8.180	8.613	9.598	10.194	12.631	14.097

Externo	(millones de US\$)					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Exportaciones	6.955	7.026	7.714	9.091	12.67	17.247
Importaciones	7.366	7.221	7.422	8.255	9.824	12.084
Balanza Comercial	-411	-195	292	836	2.793	5.163
Balanza en Cta. Cte.	-1.526	-1.144	-1.063	-935	-10	1.030
BBVA-MAP-PERU (índice)	87,1	89,2	87,6	97,6	99,0	112,6
T. de Cambio Fin de Período	3,53	3,45	3,51	3,47	3,28	3,43

Proyecciones	(variaciones % interanuales)			(miles de millones US\$)			
	2005	2006(p)	2007(p)	2005	2006(p)	2007(p)	
PBI	6,7	5,6	4,7	Exportaciones	17,2	20,8	21,2
Consumo Privado	4,4	4,7	3,8	Importaciones	12,1	14,5	15,5
Inversión Privada	13,7	13,0	8,0	Balanza Comercial	5,2	6,0	5,7
Producción Manufacturera	7,0	6,0	5,0	Balanza Cta. Cte.	1,3	0,4	-0,2
Inflación	1,5	2,5	2,5	Reservas	14,1	15,0	15,5

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17 San Isidro, T: 211-2015

www.bbvabancocontinental.com

Servicio de Estudios Económicos

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latan 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

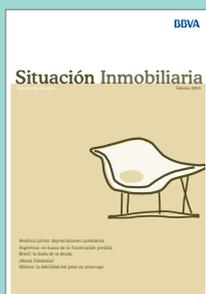
Mexico: Adolfo Albo

Europa: Sonsoles Castillo

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

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.