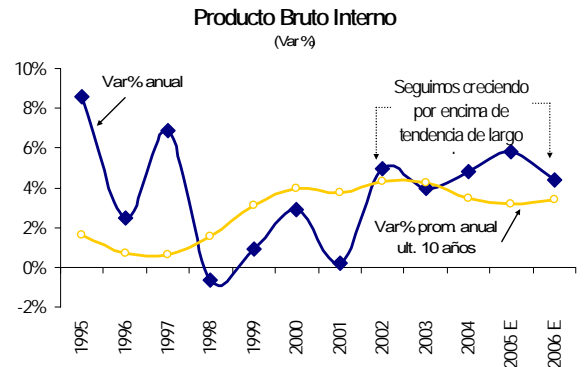


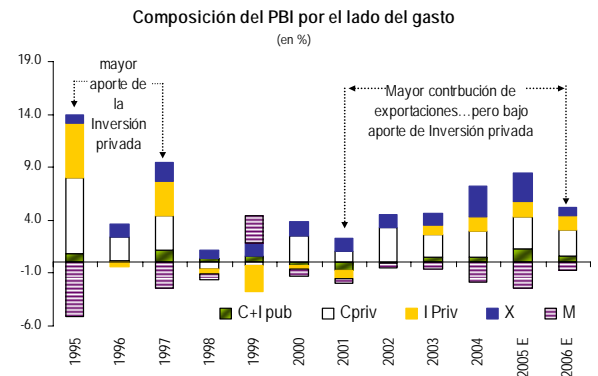
## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2006

### RESUMEN EJECUTIVO

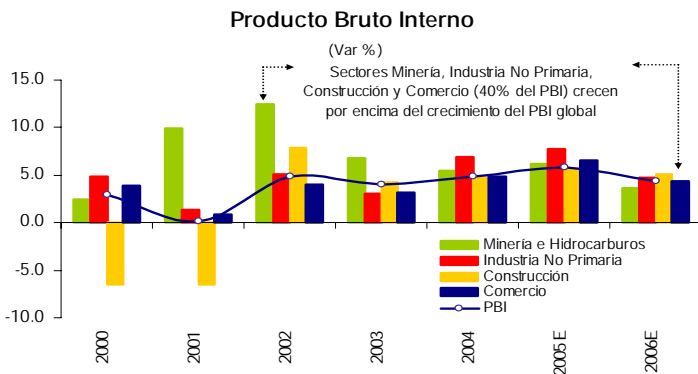
- Preveamos que la **actividad económica** se expandiría 5.8% durante el 2005 y 4.4% en el 2006 como consecuencia de un mayor dinamismo de las exportaciones y la demanda interna, respectivamente.
- Algunos hechos del **crecimiento económico** que deben destacarse son:
  - ⇒ En los últimos cuatro años, con excepción del 2003, la economía ha crecido por encima de su promedio de largo plazo, lo cual no se veía desde la mitad de la década de los noventa.
  - ⇒ Las exportaciones han aumentando su contribución al crecimiento mientras que la inversión privada ha reducido su aporte, situación que debe revertirse para lograr tasas de crecimiento sostenidas a mediano y largo plazo.
  - ⇒ El mayor aporte del sector externo se observa en el aumento del coeficiente de apertura en 13% del PBI desde 1995.
  - ⇒ Por el lado sectorial, la minería, la construcción, el comercio y la industria no primaria (40% del PBI) han crecido por encima del promedio desde el 2002.



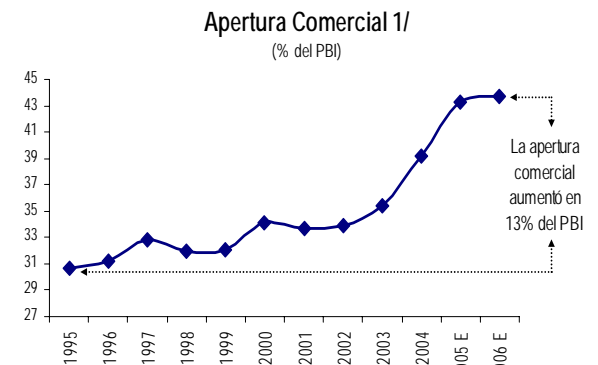
Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS



Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS



1/ Exportaciones + Importaciones de Bienes y Servicios. Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

- El **sector externo** continuaría sólido, lo cual que se reflejaría en la obtención en el 2006, por segundo año consecutivo, de un superávit en la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos. Dicho logro obedece principalmente al importante superávit comercial que alcanzaríamos gracias al gran dinamismo de nuestras exportaciones, a pesar que las mismas se desacelerarían en el 2006 por un menor crecimiento de los precios de nuestros principales commodities.
- Las **cuentas del sector fiscal** no presentan mayores riesgos en los próximos 15 meses, por ello prevemos que en el 2005 se alcance un déficit fiscal de 0.8% del PBI, menor al previsto por el gobierno en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) y para el 2006 sería de 1% del PBI en línea con el MMM. Los riesgos en las cuentas fiscales son de mediano plazo si no se efectúa una revisión exhaustiva de la calidad del gasto público y del carácter temporal de parte de los ingresos públicos.
- Por el **lado monetario**, en lo que resta del 2005 el BCR enfrenta el dilema de una inflación por debajo de su meta oficial y una ampliación del diferencial de tasas de interés referenciales entre la Fed y el BCR, lo que ha generado presiones devaluatorias de la moneda local en el corto plazo y desaceleraría y eventualmente detendría el proceso de desdolarización de la economía. Para el 2006 si bien estimamos que la inflación se acelere ligeramente, con la información que disponemos al momento de hacer estas proyecciones, prevemos que esta se ubique alrededor de 2.2%.
- Un hecho que hemos tomado en cuenta en nuestras proyecciones es que el 2006 es un **año electoral** no sólo en el Perú sino en toda la región, por lo que no estaremos ajenos a episodios de incertidumbre y volatilidad en las variables de corto plazo como el tipo de cambio. Asimismo, tal contexto afecta las expectativas de los agentes de diversas formas. Precisamente, una de los principales motivos por los cuales se desaceleraría en crecimiento económico viene ligado a la incertidumbre en los agentes respecto del futuro político del país. Así, por un lado los inversionistas se mostrarían cautos para iniciar nuevos proyectos y por el otro los consumidores postergarían sus decisiones de compra de bienes duraderos.
- Los **principales riesgos** que podrían afectar el entorno sobre el cual se realizaron las proyecciones serían **por el lado internacional**, una desaceleración brusca en el crecimiento económico de los EE.UU., como consecuencia del "estallido" de la burbuja inmobiliaria que se viene gestando y/o una devaluación súbita del Dólar producto de ajustes en el mercado dado los desequilibrios fiscales y externos que mantiene; junto con los riesgos inherentes a una alta cotización del petróleo. **Por el lado local**, los principales riesgos son que surja en medio de la contienda electoral un candidato con posibilidades de triunfo cuyos planes de política económica constituyan un retroceso a lo avanzado hasta el momento y la probabilidad de que no se concrete la firma del Tratado de Libre Comercio con EE.UU., lo cual afectaría nuestra senda de crecimiento potencial futura y dificultaría la obtención del grado de inversión.

## PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>1/</sup>	2006 <sup>1/</sup>
<b>Sector Real (Var%)</b>										
Producto Bruto Interno	6.8	-0.7	0.9	2.9	0.2	4.9	4.0	4.8	5.8	4.4
VAB Sectores Primarios	5.5	-1.0	12.5	5.9	2.6	7.1	2.9	3.1	4.1	3.6
VAB Sectores No Primarios	6.9	-0.7	-0.9	2.2	-0.3	4.5	4.1	5.1	6.3	4.5
<b>Demanda Interna</b>										
Consumo privado	4.5	-0.9	-0.4	3.6	1.4	4.6	3.1	3.4	4.3	3.7
Inversión bruta fija privada	16.0	-2.4	-15.2	-1.7	-4.7	-0.1	5.6	9.0	9.3	8.0
<b>PBI (millones de US\$)</b>										
PBI (millones de US\$)	59,067	56,642	51,391	53,142	53,688	56,539	60,795	68,670	76,571	80,879
Población (millones)	24,681	25,104	25,525	25,939	26,347	26,749	27,148	27,547	27,932	28,323
PBI per cápita (miles de US\$)	2,393	2,256	2,013	2,049	2,038	2,114	2,239	2,493	2,741	2,856
<b>Precios y tipo de cambio</b>										
Inflación anual	6.5	6.0	3.7	3.7	-0.1	1.5	2.5	3.5	1.5	2.2
TC promedio (S/.xUS\$)	2.66	2.93	3.38	3.49	3.51	3.52	3.48	3.41	3.28	3.32
TC fin (S/.xUS\$)	2.73	3.16	3.51	3.53	3.45	3.52	3.46	3.28	3.32	3.31
<b>Sector Externo (millones de US\$)</b>										
Balanza en cuenta corriente	-3,367	-3,321	-1,465	-1,526	-1,144	-1,063	-935	-10	616	685
(% del PBI)	- 5.7	- 5.9	- 2.9	- 2.9	- 2.1	- 1.9	- 1.5	- 0.0	0.8	0.8
Balanza Comercial	-1,678	-2,437	-655	-411	-195	292	836	2,793	4,034	3,548
Exportaciones de bienes	6,825	5,757	6,088	6,955	7,026	7,714	9,091	12,617	16,008	16,701
Importaciones de bienes	-8,503	-8,194	-6,743	-7,366	-7,221	-7,422	-8,255	-9,824	11,974	13,153
Flujo de RIN del BCRP	1,629	-986	-780	-224	433	985	596	2,437	1,600	1,300
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>										
Resultado Económico del SPNF	0.1	-1.0	-3.2	-3.3	-2.5	-2.3	-1.7	-1.1	-0.8	-1.0

<sup>1/</sup>Proyección. Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

## CONTENIDO

<b>PANORAMA INTERNACIONAL</b> .....	<b>3</b>
<b>ECONOMÍA PERUANA</b> .....	<b>5</b>
1. Tipo de Cambio .....	5
2. Nivel de Precios.....	6
3. Demanda y Oferta Global.....	7
4. Producción Sectorial.....	7
4.1. Sector Agropecuario.....	7
4.2. Sector Pesca.....	8
4.3. Sector Minería e Hidrocarburos .....	9
4.4. Sector Manufactura .....	10
4.5. Sector Construcción.....	11
4.6. Sector Comercio.....	12
5. Sector Externo.....	12
5.1. Términos de intercambio.....	12
5.2. Balanza Comercial .....	13
5.3. Exportaciones.....	13
5.4. Importaciones.....	15
5.5. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos.....	16
6. Sector Fiscal.....	17
6.1. Déficit Fiscal.....	17
6.2. Financiamiento del Déficit .....	19
7. Sector Monetario .....	20
<b>BALANCE DE RIESGOS</b> .....	<b>21</b>

## PANORAMA INTERNACIONAL

Según el último World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el 2000 de 178 países, 20 registraron tasas negativas y 41 crecieron a tasas menores a 2%, mientras que en el 2004 sólo 6 países registraron caídas en su PBI y en el 2005 y 2006 el FMI prevé que sólo 3 y 2 países respectivamente tendrán tasas negativas de crecimiento. En otras palabras estamos hablando de un crecimiento generalizado a nivel mundial, a pesar de los riesgos que se ciernen sobre la economía global para los próximos años como el impacto del alto precio del petróleo, el ajuste de los desequilibrios en EE.UU., el ciclo alcista de tasas, etc.

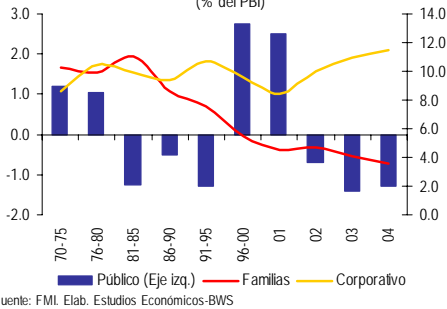
Según el FMI durante el 2004 la economía mundial creció 5.1%, siendo los motores del crecimiento China, que contribuyó con el 25% del crecimiento global, y EE.UU cuyo aporte fue de 17%, ambos medidos por su participación en el PBI mundial valuado según la paridad del poder de compra. Si bien para el 2005 y 2006 se prevé menores tasas de crecimiento, en estos países, su contribución conjunta al dinamismo global se mantiene por encima del 40%.

En **EE.UU**, los temas a tomar en cuenta en los próximos meses son:

- Los **desequilibrios en las cuentas públicas, privadas y externas**:
  - ⇒ Un alto déficit fiscal<sup>1</sup> producto de los mayores gastos militares y los recortes impositivos. Asimismo, hay que tomar en cuenta que a raíz de los desastres

<sup>1</sup> El FMI estima un déficit fiscal del gobierno general de 3.3% del PBI para el 2005 y de 3.4% del PBI para el 2006.

EE.UU.: Tasa de Ahorro (% del PBI)



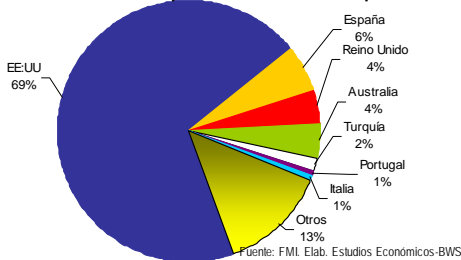
Fuente: FMI. Elab. Estudios Económicos-BWS

ocasionados por el paso del huracán Katrina, el gasto público se elevará adicionalmente en US\$62.3 billones, principalmente en los años fiscales 2006 y 2007<sup>2</sup>.

- ⇒ El sector privado ha tenido un comportamiento divergente. Mientras que las familias han reducido su nivel de ahorro en las últimas dos décadas, las empresas lo han incrementado sustancialmente. Es más, desde el 2000, la caída en el ahorro de las familias (-1.2% del PBI) fue más que contrarrestado por el aumento en el ahorro empresarial (4% del PBI).
- ⇒ Producto de lo anterior, y junto con una balanza comercial deficitaria, la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos experimentaría un déficit de 6.1% en el 2005 y 2006, superior al 5.7% registrado en el 2004, reforzando su posición de principal importador neto de capital del mundo.

- El **impulso fiscal** que se generará por la reconstrucción de las zonas devastadas por el huracán Katrina.
- El **incremento de tasas de interés** de referencia de la Reserva Federal (Fed), las mismas que asumimos alcanzarán 4% a fines del 2005 y 4.5% a fines del 2006.
- La **divisa estadounidense** continuaría fortaleciéndose frente al Euro durante el 1S06 por la ampliación del diferencial de tasas entre EE.UU y la zona Euro. Sin embargo, prevemos que se debilite durante el 2S06 por el inicio de incrementos de tasas de interés del Banco Central Europeo (BCE) frente a una Fed manteniendo su tasa, y por la publicación de las cifras fiscales que consideren la reconstrucción de Nueva Orleans. En ese sentido esperamos que la cotización del Euro en función del Dólar se ubique en términos promedio en US\$1.25 tanto en el 2005 como en el 2006.
- El **rápido crecimiento de los precios de las viviendas** producto de la demanda generada en las familias a raíz de los bajos niveles de tasas de largo plazo ha generado la aparición de una "burbuja inmobiliaria" en cerca de 18 estados de EE.UU. Lo anterior constituye todo un riesgo, pues su colapso puede causar severos daños en el sistema financiero e incluso desestabilizar la economía, como sucedió hace más de una década en Japón.

2004: Países Importadores Netos de Capital



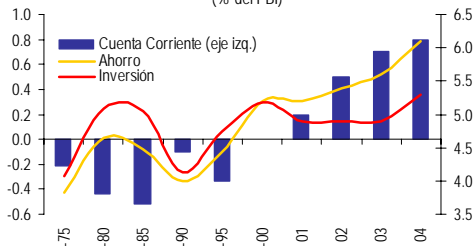
Fuente: FMI. Elab. Estudios Económicos-BWS

Por su parte la **zona Euro** registraría en el 2006 una tasa de crecimiento (2%) ligeramente superior a la del 2005 (1.6%), producto de una recuperación en la demanda interna (de 1.3% en el 2005 a 2% en el 2006) lo que junto con una inflación moderada alrededor de 1.6% permitiría al BCE elevar su tasas de interés de referencia en el 2S06, reduciendo de esta forma el diferencial respecto de la tasa de la Fed y fortaleciendo el Euro respecto al Dólar.

La realización de elecciones en Italia, Francia y Holanda generará un aumento en el gasto público, por lo que el déficit fiscal de la zona Euro cerraría alrededor de 3% del PBI para el 2006, con cinco países superando el límite de 3% : Francia, Alemania, Grecia, Italia y Portugal.

Respecto al desempeño de los **países emergentes**, destacarían nuevamente el dinamismo de los países asiáticos, principalmente China y la India, con tasas de crecimiento de 9% y 6.5% respectivamente. Cabe señalar que a diferencia de los países desarrollados que vienen experimentando desde los 70's una tendencia decreciente en sus tasas de ahorro e inversión, los países emergentes y aquellos productores de petróleo han experimentado desde mediados

Países Emergentes<sup>1/</sup>: Ahorro, Inversión y Cuenta Corriente (% del PBI)

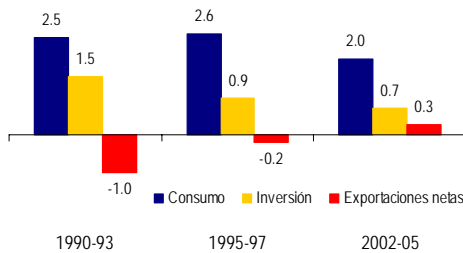


<sup>1/</sup> Incluye países productores de petróleo.  
Fuente: FMI. Elab. Estudios Económicos-BWS

<sup>2</sup> El costo total del desastre se estima en US\$100 billones de los cuales entre US\$15 y US\$30 billones serán cubierto por las compañías aseguradoras

de los 90's un aumento de las mismas, incrementando de esta forma su participación en el ahorro e inversión global de 15% en 1970 a 30% en el 2004.

**América Latina: Contribución al Crecimiento**  
(en puntos porcentuales, promedio anual)



Fuente: FMI. Elab. Estudios Económicos-BWS

En cuanto a la **región latinoamericana** enfrentará en el 2006 varios procesos electorales (Perú en abril; Colombia en mayo; México en julio, Brasil y Ecuador en octubre; y Venezuela en diciembre) que podrían traer cierta volatilidad a la región. Sin embargo, hay que destacar que la región latinoamericana se encuentra en mejor posición macroeconómica que en el pasado, con un crecimiento más sólido, bajas tasas de inflación, bajos déficit fiscal, superávit en balanza comercial y niveles de riesgos país en mínimos históricos.

Finalmente, no podemos dejar de mencionar que se mantiene como riesgo para la economía global los altos precios del petróleo, los mismos que podrían alcanzar niveles de US\$70 en el invierno del hemisferio norte (diciembre 2005-marzo 2006).

## ECONOMÍA PERUANA

A continuación, detallaremos nuestras previsiones macroeconómicas para los próximos 15 meses.

### 1. Tipo de Cambio

#### TIPO DE CAMBIO

	2004	2005 E	2006 E
<b>Tipo de Cambio Nominal</b> (Nuevos Soles x Dólar)			
Promedio del Periodo	3.41	3.28	3.32
Fin del Periodo	3.28	3.32	3.31
<i>(Variaciones porcentuales)</i>			
Depreciación Promedio	-1.8	-3.8	1.0
Depreciación Acumulada	-5.2	1.0	-0.3
<i>(en términos promedio)</i>			
<b>Tipo de Cambio Real</b>	1.9	1.2	3.6
<b>Inflación Externa Multilateral</b>	7.7	7.0	4.7

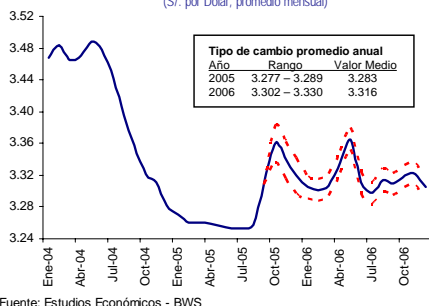
Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

Durante el próximo año prevemos una menor presión apreciatoria sobre el Nuevo Sol luego de dos años de importante fortalecimiento. No obstante, ello no significaría necesariamente la formación de expectativas devaluatorias, debido a que los fundamentos de la economía peruana continuarían sólidos. En ese sentido, las principales razones podrían contrarrestar la apreciación de la moneda local serían:

- ❑ El diferencial de tasas referenciales entre la Fed y el BCR, que producirían un efecto "fly to quality", al atraer capitales hacia el exterior al ser superiores que los rendimientos expresados en soles, principalmente en plazos cortos. La mayor o menor salida de capitales estará en función de la ampliación o reducción de dicho diferencial.
- ❑ Una mayor demanda de dólares por parte de inversionistas institucionales, que han encontrado en las subastas de instrumentos estructurados<sup>3</sup>, una manera de diversificar sus portafolios beneficiándose de los mayores rendimientos en el mercado internacional al estar limitados de ejercer inversión en el exterior directamente.
- ❑ El aumento de las posiciones de cambios de corporaciones y bancos, propio de la incertidumbre que usualmente caracteriza a la víspera de los procesos de elecciones, sobretodo teniendo en cuenta el comportamiento especulativo que pudiera presentarse al registrarse varios procesos electorales en la región.

Consideramos que estos factores ejercerían principalmente su influencia durante el 1S06, generando una moderada presión al alza sobre el tipo de cambio, para luego de conocido el resultado de las elecciones presidenciales, corrija su tendencia y experimente en el 2S06, una reducción en sus niveles, prevaleciendo de esta manera los fundamentos, antes que los factores especulativos.

**Tipo de Cambio**  
(S/. por Dólar, promedio mensual)



Fuente: Estudios Económicos - BWS

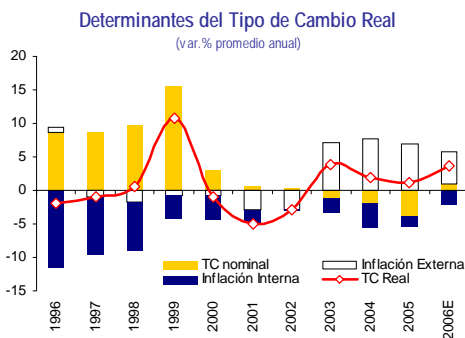
<sup>3</sup> Instrumentos emitidos en el mercado local, pero con rendimientos asociados a instrumentos en el mercado exterior.

Sin embargo, como viene ocurriendo en los últimos años, **el determinante final del precio de la divisa continuará en función de la política de intervenciones del BCR**. En un escenario como el descrito creemos que la participación del ente emisor se reduciría moderadamente en el año 2006<sup>4</sup>, sobretodo en el 1S06, pues por un lado, el BCR ha acumulado una importante cantidad de divisas para hacer frente a la volatilidad que podría caracterizar el proceso electoral, y de otro lado, por las razones anteriormente expuestas, cabe esperar una mayor demanda de dólares por parte del sector privado.

En función de los factores explicados, nuestras previsiones para el **tipo de cambio nominal** del año 2006 apuntan a que el **nivel promedio oscile entre S/3.302 y S/3.330**, con un valor medio de S/3.316 por Dólar para el próximo año, ligeramente superior al S/3.283 (valor medio de un rango de entre S/3.277 y S/3.289) esperado para el 2005. Tomando en cuenta los valores medios de nuestro rango de proyección, la devaluación promedio del 2006 sería 1.1%.

Por el contrario, prevemos **que el Nuevo Sol se depreciaría en promedio 1.4% con respecto del Euro**, debido a la debilidad que experimentaría el Dólar respecto de la moneda europea una vez que cesen las alzas de las tasas de interés internacionales (esperamos que a partir del 2S06) y cobren mayor relevancia factores de riesgo estructural como los abultados déficit fiscal y externo de los EE.UU.

Para el año 2006 esperamos que **las divisas de nuestros principales socios comerciales continúen apreciándose** respecto del Dólar (principalmente las divisas asiáticas<sup>5</sup>, y en menor medida el Euro), efecto que sería compensado parcialmente por una moderada depreciación de las divisas de la región, que corregirían respecto de la significativa apreciación registrada en el 2005, bajo un escenario de mayor percepción de riesgo como consecuencia de los procesos electorales que se darán en la región. Así, el tipo de cambio real multilateral promedio del 2006 se elevaría en 3.7%, tras un aumento de 1.1% durante el año 2005.



Fuente: BCRP Proyecciones Estudios Económicos - BWS

## 2. Nivel de Precios

Para el año 2006 prevemos que las presiones a la baja de los precios se moderarían ligeramente, alcanzando, de esta manera, una tasa de inflación alrededor de 2.2%, luego de que el 2005 se ubique alrededor del límite inferior del rango meta del BCR (1.5%-3.5%).

Los principales factores detrás de la evolución de la inflación durante el 2006 son:

- ❑ Las **mejores condiciones climáticas** esperadas, las mismas que se reflejarían en un incremento de la superficie sembrada y considerando mejoras en productividad, se reportaría condiciones de sobreoferta en cultivos tales como el arroz y la papa, mientras que en otros, como el azúcar, los precios se mantendrían presionados a la baja producto de mayores importaciones y a partir del 2006, de menores aranceles.
- ❑ La **mayor competencia** en el mercado interno, principalmente en sectores de consumo masivo, como el de cervezas, supermercados y centros comerciales, lo que junto con los crecientes costos provenientes del incremento de los precios de los combustibles así como por la reversión de las expectativas apreciatorias provocarían una merma de los márgenes comerciales en general.

<sup>4</sup> Consideramos que inclusive podría llegar a vender divisas si la volatilidad se incrementa mucho y a un ritmo acelerado.

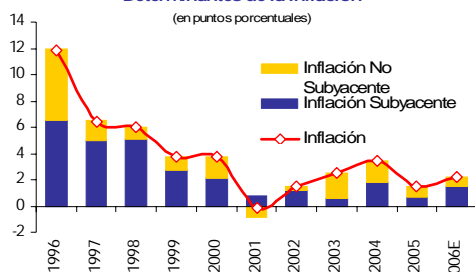
<sup>5</sup> Los supuestos son una apreciación de 4% del Yen (103 yenes por US\$, en promedio), y una apreciación del Yuan (-3.1%).

### PRECIOS (Variaciones porcentuales)

	2004	2005 E	2006 E
<b>Inflación Promedio</b>	3.7	1.6	2.1
<b>Inflación Anual</b>	3.5	1.5	2.2
<i>Subyacente</i>	2.6	0.9	2.1
<i>No Subyacente</i>	5.2	2.6	2.3
Alimentos con precios volátiles	1.9	2.7	1.8
Combustibles	17.8	10.3	5.6
Servicio de transporte	3.5	1.3	1.9
Servicios Públicos	6.2	-1.1	1.6

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

**Determinantes de la Inflación**



Fuente: BCRPy Estudios Económicos - BWS

## OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(variación porcentual real)

	2004	2005 E	2006 E
<b>Oferta Global</b>	5.6	6.7	4.3
PBI	4.8	5.8	4.4
Importaciones	10.4	12.6	4.1
<b>Demanda Global</b>	5.6	6.7	4.3
Demanda Interna	3.9	5.6	4.5
Consumo privado	3.4	4.3	3.7
Consumo público	4.1	9.5	4.5
Inversión Bruta Interna:	5.8	8.9	7.5
Inversión Bruta Fija	8.5	10.2	7.5
-Privada	9.0	9.3	8.0
-Pública	5.5	15.0	5.0
Exportaciones	14.7	12.5	3.6

Nota: PBI Nominal

En millones de S/.      S/. 234,261    S/. 251,383    S/. 268,196

En millones de US\$    \$68,670      \$76,571      \$80,879

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

## PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual real)

Sector Económico	2004	2005 E	2006 E
Agropecuario	-1.1	4.1	4.1
Pesca	30.5	-0.1	1.8
Minería e Hidrocarburos	5.4	6.2	3.6
Minería metálica	5.3	4.5	3.3
Petróleo y gas	7.1	26.2	5.9
Manufactura	6.7	6.1	4.3
Primaria	5.9	-0.1	2.5
No primaria	6.9	7.7	4.7
Construcción	4.7	5.7	5.1
Comercio	4.8	6.5	4.4
Otros servicios	4.7	5.9	4.4
<b>VAB</b>	<b>4.6</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>
Impuestos	6.4	5.3	4.9
<b>PBI</b>	<b>4.8</b>	<b>5.8</b>	<b>4.4</b>
VAB primario	3.1	4.1	3.6
VAB No primario	5.1	6.3	4.5

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

- Los combustibles continuarían presionados por los aún elevados precios que se esperan para el petróleo a nivel internacional<sup>6</sup>, afectando también los costos del sector transporte. Este efecto sería atenuado en parte por posibles nuevas reducciones en el ISC a los combustibles (lo que tendría efectos fiscales) así como por el margen de maniobra del Fondo de Estabilización de precios de los combustibles.

## 3. Demanda y Oferta Global

Durante el 2006 el Producto Bruto Interno (PBI) se expandiría 4.4%, tasa inferior a la que registraría el 2005 (5.8%). A diferencia del 2004 y 2005, años en los cuales las exportaciones fueron el principal combustible de la economía (14.7% y 12.5%, respectivamente) durante el 2006 la demanda interna (4.5%) se constituiría en el principal determinante del crecimiento.

El crecimiento de la demanda interna en el 2006 estaría impulsado, principalmente, por:

- El dinamismo de la **inversión privada** (8.0%), la cual mostraría un menor ritmo de crecimiento frente al 2005 explicado por la incertidumbre propia del periodo electoral. No obstante, el hecho de que la tasa de crecimiento de la inversión sea mayor que la del producto reflejaría la confianza de los inversionistas en el país, sustentada en la estabilidad macroeconómica, y en las oportunidades de inversión, en particular, en el sector minero. El inicio de la ejecución de varios proyectos de gran envergadura como la construcción de la planta de sulfuros de la minera Cerro Verde, la modernización de la fundición de Ilo de la empresa Southern Perú y la fase de exportación del proyecto de gas de Camisea sustentarían el crecimiento.
- La expansión del **consumo privado** (3.7%) basado en el crecimiento de los créditos personales; el gradual incremento de los niveles de empleo, especialmente en provincias; y en la ligera mejora de los ingresos de los trabajadores.

## 4. Producción Sectorial

El Valor Agregado Bruto (VAB)<sup>7</sup> registraría un crecimiento de 5.8% en el 2005, la tasa de expansión más alta desde 1997 y mayor al 4.7% estimado previamente, impulsado básicamente por los sectores no primarios vinculados a la demanda interna -que aportarían 5 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del año-, destacando en particular Servicios, Comercio y Manufactura.

Para el 2006 proyectamos un crecimiento del VAB de 4.3%, lo que representaría una desaceleración respecto al 2005, explicado principalmente por un menor ritmo de crecimiento de los sectores no primarios (4.5%) como consecuencia de la desaceleración de la demanda interna y de las exportaciones. Los sectores no primarios aportarían en conjunto 3.6p.p. a la expansión del VAB en el 2006, liderados por los sectores Construcción y Manufactura No Primaria.

### 4.1. Sector Agropecuario

La producción agropecuaria crecería 4.1% en el 2005, tasa mayor al 3.9% estimado originalmente. Este mayor dinamismo estaría explicado básicamente por un crecimiento de la

<sup>6</sup> Nuestra proyección del precio promedio del petróleo es US\$58.5 por barril para 2005 y de US\$64.4 para el 2006.

<sup>7</sup> El VAB mide la evolución de la actividad económica sin considerar los impuestos.

## Superficie Sembrada (en hectáreas)

Principales Cultivos	Campaña Agrícola 1/		Variación
	2004-2005	2005-2006	
Arroz	338,222	351,945	4.1%
Maíz Amarillo Duro	288,449	300,406	4.1%
Papa	264,763	274,310	3.6%
Maíz Amiláceo	211,618	212,125	0.2%
Trigo	132,625	146,815	10.7%
Algodón	93,980	104,259	10.9%
Yuca	95,510	100,906	5.6%
<b>Total</b>	<b>1,930,882</b>	<b>2,009,501</b>	<b>4.1%</b>

1/ Cifras estimadas

Fuente: MINAG, Elaboración: Estudios. Económicos-BWS

producción agrícola de 4.9%, por encima del 4.5% estimado inicialmente. La revisión se sustenta en las mejores condiciones climáticas durante la campaña ago'04-jul'05, luego del año seco registrado en la campaña anterior, lo cual se tradujo en un incremento de las siembras durante el 2S04, principalmente en cultivos tales como arroz, papa, maíz amarillo duro y algodón, lo que impactó positivamente en la producción agrícola.

Por su parte, la producción pecuaria se aceleraría en el segundo semestre y cerraría el 2005 con una expansión de 3.1%, cifra similar al 3.0% estimado inicialmente.

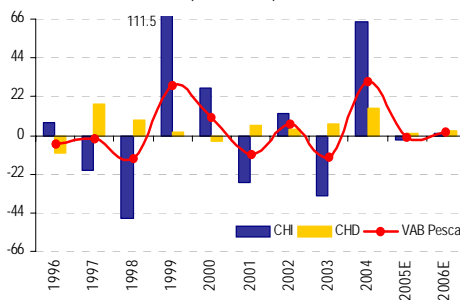
**Para el 2006 estimamos un crecimiento de 4.1% del sector agropecuario, sustentado principalmente en el dinamismo de la producción agrícola (4.7%)** ante las favorables condiciones climáticas previstas.

A nivel de cultivos, el dinamismo agrícola estaría sustentado en las mayores siembras de algodón, maíz amarillo duro, papa y arroz. En los dos primeros casos el aumento de las áreas sembradas estaría explicado por la mayor demanda de la industria textil y avícola, respectivamente.

Asimismo, los cultivos ligados a la agroexportación continuarían con su comportamiento positivo sustentado en su alta productividad y por la mayor penetración en los mercados externos. En términos de importancia destacaría la mayor producción de espárragos, mango y uva así como páprika, palta, alcachofa, entre otros. En el caso del espárrago, la mayor producción obedecería a un aumento de la productividad, mientras que en el caso del mango y de la uva al paulatino incremento de las áreas sembradas, en el primer caso por la sustitución de cultivos de limón en Lambayeque y, en el segundo, por la expectativa del ingreso de la uva directamente a China, luego que se suscribiera un protocolo fitosanitario con dicho país para el ingreso de dicho producto.

**La producción pecuaria exhibiría una expansión de 3.3%** explicada principalmente por un aumento de la oferta avícola ante el incremento de la demanda. Cabe mencionar que la mejora en los ingresos se está extendiendo hasta la población de los estratos "C" y "D", que realiza sus compras en los mercados tradicionales, canal que representa cerca del 80% de las ventas totales del sector avícola. Asimismo, se espera un progresivo incremento de las exportaciones al mercado asiático, considerando que se ha logrado la autorización sanitaria de Japón para que ingresen los productos avícolas peruanos.

## VAB del sector Pesca (Var. % reales)



Fuente: INEI y Estudios Económicos-BWS

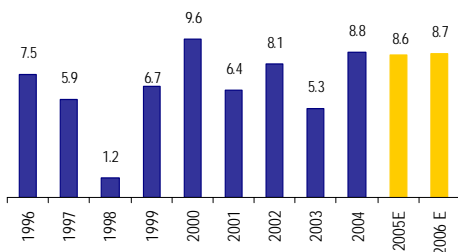
## 4.2. Sector Pesca

El sector Pesca mostraría una caída de 0.1% durante el 2005, contracción menor al 1% estimado previamente. Esta mejora estaría sustentada en un ligero aumento en los niveles de captura de anchoveta lo que sería parcialmente compensado por un menor desembarque de especies para Consumo Humano Directo (CHD).

Los desembarques de anchoveta ascenderían a 8.6 millones de TM durante el 2005, menor en 2.5% a los 8.8 millones de TM del 2004, el nivel más alto desde el año 2000. Cabe anotar que esperamos que durante la segunda campaña pesquera del año (octubre-diciembre) se obtenga un nivel de capturas similar a la de la campaña anterior (2.8 millones de TM) debido a la presencia de condiciones oceanográficas favorables y al no haber indicios de la presencia del Fenómeno del Niño en el corto plazo.



**Desembarques de Anchoqueta**  
(en millones de TM)



Fuente: Produce y Estudios Económicos-BWS

Para el 2006 prevemos una expansión del sector Pesca de 1.8% sustentado tanto en las mayores capturas de **anchoveta** como de especies para CHD. En ese sentido, estimamos un nivel de capturas de 8.65 millones de TM, nivel similar a la del presente año, pues a pesar del importante esfuerzo pesquero de los últimos dos años, la biomasa de anchoveta –estimada en 12 millones de TM- no se habría visto afectada. Asimismo, asumimos la presencia de condiciones oceanográficas normales, similares a la de este año puesto que hasta el momento el ENFEN<sup>8</sup> ha señalado que no se observan indicadores del Fenómeno del Niño.

La pesca para **Consumo Humano Directo** sustentaría su dinamismo principalmente en las mayores capturas para el rubro de **congelados** (pota y langostinos). Por su parte, los niveles de desembarque de las especies jurel y caballa, destinadas principalmente a la **industria de enlatados**, mostrarían una recuperación luego de la tendencia descendente registrada en los últimos dos años. No obstante, esta recuperación dependerá de que no siga la escalada en el precio del petróleo, uno de los principales limitantes para un mayor esfuerzo pesquero por parte de la flota nacional.

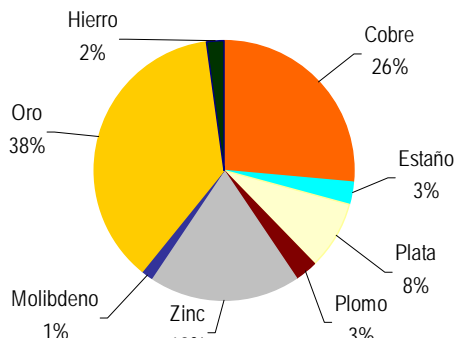
### 4.3. Sector Minería e Hidrocarburos

El sector **Minería e Hidrocarburos** crecería 6.2% durante el 2005 impulsado por la expansión de 26.2% en la extracción de hidrocarburos y por el incremento de 4.5% en la producción minera metálica. Sin embargo, **para el 2006 estimamos una expansión de 3.6%** debido a la desaceleración de la producción de hidrocarburos (5.9%), una vez diluido el efecto inicial de Camisea, así como por un menor dinamismo de la producción minera (3.3%).

El sub-sector minero crecería 4.5% en el 2005, superior a nuestro estimado anterior de 2.5%, sustentado principalmente en una mayor producción de oro (10.1%) y, en menor medida, por el importante crecimiento de la producción de molibdeno (30%).

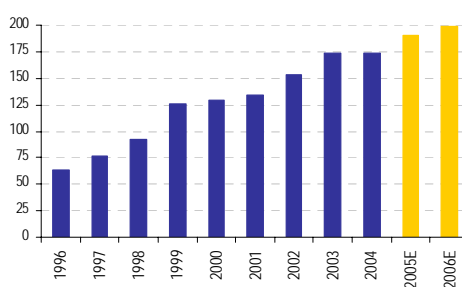
**Durante el 2006 el sub-sector minero registraría un crecimiento de 3.3%** sustentado en la mayor producción de oro y cobre, minerales que en conjunto aportan cerca de las dos terceras partes del valor de la producción minera. Seguidamente detallamos el sustento de nuestros estimados:

**Estructura del PBI Minero**



Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-BWS

**Producción de Oro**  
(en TM)



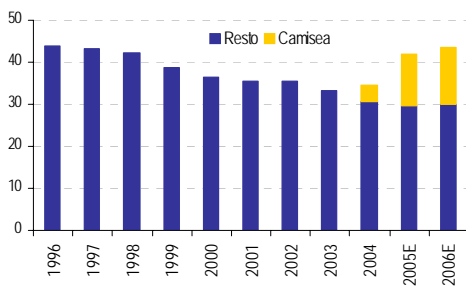
Fuente: MEM y Estudios Económicos-BWS

❑ La **producción de oro** crecería 4.5% debido, principalmente, a la mayor producción de Alto Chicama, mina que demandó una inversión de US\$340 millones. Cabe anotar que el mayor ritmo de producción durante el 2005 se debió a que se explotó la parte con las mejores leyes de mineral, mientras que a partir del 2006 se estima que dicha ley se establezca en niveles de 1.3 gramos de oro por tonelada. En el caso de Minera Yanacocha prevemos que mantenga su nivel de producción en 3 millones de onzas

❑ La **producción de cobre** mostraría un aumento de 2.4% liderada por el aumento en la producción de Sociedad Minera Cerro Verde, empresa que viene invirtiendo US\$850 millones en un proyecto de expansión, que le permitirá aumentar su producción de 90,000 TM a cerca de 300,000 TM, convirtiéndose en el segundo mayor productor. Por su parte, estimamos que los niveles de producción de Southern Perú se mantengan en niveles similares a los del 2005 pues se prevé que la ampliación de la Fundición de Ilo se concluya a fines del 2006.

<sup>8</sup> Comité Multisectorial Encargado del Estudio del Fenómeno "El Niño" (ENFEN).

**Producción de Hidrocarburos Líquidos**  
(en miles de barriles)



Fuente: Perupetro y Estudios Económicos-BWS

**Producción Manufacturera**  
(variación porcentual)

	2004	2005 E	2006 E
<b>Manufactura Total</b>	6.7	6.1	4.3
Manufactura Primaria	5.9	-0.1	2.5
Manufactura No Primaria	6.9	7.7	4.7
<b>Principales Ramas</b>			
Alimentos y Bebidas	5.4	5.0	4.4
Textiles	18.4	6.2	3.7
Prendas de Vestir	6.1	4.4	3.5
Papel	13.7	20.5	8.7
Edición e Impresión	8.6	14.0	6.7
Refinación de Petróleo	-0.4	0.5	0.8
Químicos	6.5	13.5	5.2
Caucho y Plástico	3.0	4.6	3.9
Minerales No Metálicos	11.2	11.7	7.4
Metales Comunes	1.7	-0.4	2.2
Productos Metálicos	-0.7	7.9	3.9

Fuente: Produce y Estudios Económicos - BWS

El sub-sector hidrocarburos registraría un aumento de 26.2% en el 2005, sustentado en el primer año completo de operaciones de Camisea, lo que viene incidiendo positivamente en la producción de gas e hidrocarburos líquidos. **Para el 2006 estimamos un crecimiento de 5.9%**, lo que representaría una significativa desaceleración respecto al 2005, pues asumimos sólo una gradual expansión del consumo de gas en la capital. Cabe anotar que actualmente el 95% de la oferta de gas natural es destinada a la generación de energía eléctrica. En ese sentido, estimamos que el cambio de matriz energética será una labor de mediano y largo plazo, por lo que creemos que la demanda de gas proveniente de los sectores industrial, residencial y transporte aumentaría gradualmente. Cabe anotar que a la fecha son 44 empresas y 718 hogares los que ya utilizan gas natural.

## 4.4. Sector Manufactura

El sector Manufactura registraría un crecimiento de 6.1% en el 2005, por encima del 4.8% estimado inicialmente, como resultado de un dinamismo mayor al esperado de la Manufactura No Primaria (7.7% versus 5.7%), y a pesar de la contracción de 0.1% de la Primaria.

En el 2005, la evolución positiva de la Manufactura No Primaria estaría sustentada principalmente en el dinamismo de la demanda interna y, en menor medida, por la expansión de las exportaciones. A nivel desagregado, destacarían las ramas de Alimentos y Bebidas, Textil, Confecciones, Papel, Edición e Impresión, Químicos y Minerales No Metálicos, que en conjunto aportarían 5.4 puntos porcentuales al crecimiento del Sector Manufactura.

**Durante el 2006 el sector Manufactura se expandiría en 4.3%**, sustentado en la tendencia positiva de la Manufactura No Primaria (4.7%) y en la recuperación de la Manufactura Primaria (2.5%). En caso de la **No Primaria**, la desaceleración estaría explicada por el menor ritmo de expansión de la demanda interna asociada al período electoral y a las perspectivas de un menor crecimiento de la economía mundial, lo que afectaría el dinamismo de las exportaciones. A continuación presentamos las perspectivas de las principales industrias:

- ❑ La rama de **Alimentos y Bebidas** contribuiría con 0.9p.p. a la expansión del sector en el 2006, liderada por la mayor producción de la industria láctea, farinácea y de cerveza, continuando con la tendencia positiva prevista para el presente año gracias al incremento del consumo privado que se prolongaría durante el próximo año pero a un menor ritmo.
- ❑ La **rama de Productos Químicos** registraría una desaceleración luego del repunte exhibido en el 2005. Prevemos un menor ritmo de crecimiento en la producción de sustancias químicas básicas, que se destinan principalmente al mercado externo, ante la prevista desaceleración de la economía mundial. Sin embargo, esperamos que se mantenga el dinamismo de la industria de productos de aseo personal y limpieza, que vienen desplazando paulatinamente a las importaciones. Por último, esperamos que el dinamismo de la minería y construcción continúen incidiendo positivamente en los niveles de actividad de las industrias de explosivos y pintura, respectivamente.
- ❑ La **rama de Papel y Productos de Papel y Cartón** registraría un aporte de 0.3p.p. al crecimiento del sector, como resultado del incremento de la demanda de papel y la paulatina sustitución de importaciones, de la mayor demanda de cajas de cartón corrugado asociada al crecimiento de las agro-exportaciones y del aumento en la producción de

**Crecimiento Industrial Estimado**

	2005	2006
Más de 8%	Lácteos, Molinería, Cerveza, Papel, Envases de Cartón, Impresión, Sustancias Químicas Básicas, Vidrio, Pisos y Revestimientos Cerámicos	Azúcar Refinada, Cerveza, Papel, Impresión, Minerales no metálicos
Entre 4% y 8%	Farináceos, Oleaginosos, Cárnicos, Textiles, Prendas de Vestir, Productos de Aseo Personal y Limpieza, Pinturas, Plásticos, Cemento, Siderúrgico	Lácteos, Cárnicos, Farináceos, Gaseosas, Textiles, Prendas de Vestir, Químicos, Pinturas, Aseo Personal y Limpieza, Caucho, Plástico, Sderúrgico
Entre 0% y 4%	Gaseosas, Alimentos Balanceados, Edición, Farmacéuticos, Caucho	Edición, Refinación de Metales, Refinación de Petróleo, Farmacéutico, Oleaginosos
Menor a 0%	Harina de Pescado, Azúcar Refinada, Tabaco, Calzado, Refinación de Metales, Muebles, Joyería	Tabaco

Fuente: Estudios Económicos-BWS

pañales desechables debido a la mayor penetración del producto en los estratos de bajos ingresos y, en menor medida, por el aumento de las exportaciones.

- La **rama de Minerales No Metálicos** aportaría 0.5p.p. al crecimiento del sector, prosiguiendo con la tendencia positiva de los últimos dos años. Cabe mencionar que la producción de mayólicas y azulejos se ha visto impulsada por el dinamismo en la edificación de viviendas, lo que ha beneficiado a la industria. Asimismo, la llegada del gas de Camisea a Lima ha permitido que los dos grupos más importantes del sector –Trébol Celima Roca y Cerámica San Lorenzo - accedan a esta fuente energética más económica, con el consiguiente incremento de su competitividad. Actualmente la industria exporta cerca del 15% de su producción pero se prevé se incremente paulatinamente, con la inauguración de la nueva planta de San Lorenzo en diciembre del 2005

La **Manufactura Primaria** revertiría durante el 2006 la caída que prevemos en el presente año, gracias a la recuperación de la producción de azúcar refinada ante la mayor disponibilidad de caña de azúcar. Cabe anotar que en dicho resultado no estamos incluyendo la refinación de los líquidos de gas natural (GLP, nafta virgen, diesel y turbo jet) provenientes de Camisea, puesto que aún el INEI no los ha incluido dentro del cálculo oficial del sector y del PBI.

## 4.5. Sector Construcción

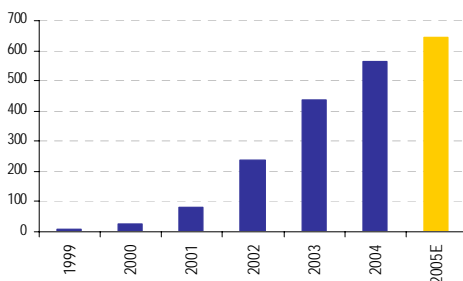
El sector construcción mostraría una expansión de 5.7% durante el 2005, ritmo superior al 5.1% estimado previamente, gracias a un dinamismo por encima de lo esperado de la actividad edificadora del sector privado, que más que contrarrestó la acentuada caída de la inversión pública en infraestructura. Un indicador de este dinamismo se refleja en el crecimiento de 6.8% en el consumo interno de cemento (a 4.3 millones de TM). Cabe anotar que, adicional a la edificación de viviendas, vienen cobrando cada vez mayor importancia las obras de infraestructura dirigidas a los sectores minero y comercial, y estimamos que a partir del 2006 cobre auge la construcción de carreteras concesionadas al sector privado.

Durante el 2006 el sector construcción crecería 5.1%, tasa menor al estimado para el presente año. Dicho comportamiento estaría sustentado en un menor ritmo de crecimiento de la demanda de cemento para la edificación de viviendas, lo que sería parcialmente compensado por la mayor inversión pública y privada en obras de infraestructura. Así el **consumo interno de cemento** desaceleraría su crecimiento a 4.7% como consecuencia de la menor demanda proveniente del segmento de la autoconstrucción, que tradicionalmente se contrae durante el ciclo electoral. De otro lado, esperamos que continúe la tendencia positiva del programa Mivivienda, para lo cual asumimos que algunos de los mecanismos que se vienen evaluando permitirán dotar de fondos al mismo.

La inversión privada en obras de infraestructura será otro de los elementos que contribuyan a la expansión del sector en el 2006, principalmente el sector minero donde se tiene previsto la finalización de las obras de modernización de la Fundición de Ilo de Southern Peru así como la culminación de las obras de ampliación de la planta de sulfuros de Cerro Verde. De la misma manera, prevemos que continúe el dinamismo en la construcción de supermercados y centros comerciales tanto en Lima como en provincias, y que se reactive la edificación de oficinas.

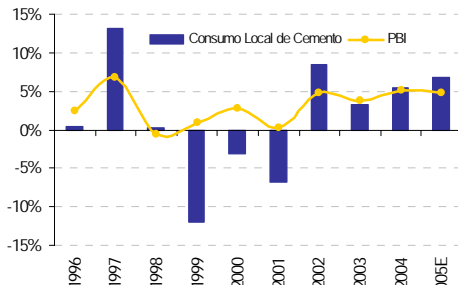
En lo que se refiere a la **inversión pública en infraestructura**, estimamos para el 2006 una recuperación luego de la caída estimada para el 2005.

**Créditos Mivivienda**  
(en millones de nuevos soles)



Fuente: MIVIVIENDA y Estudios Económicos-BWS

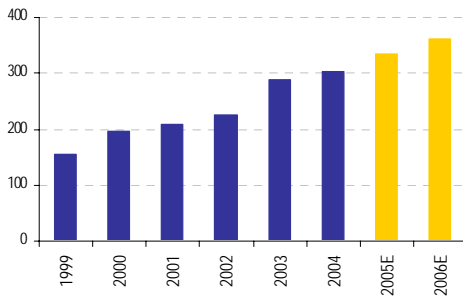
**PBI y Consumo Local de Cemento**  
(Var%)



Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

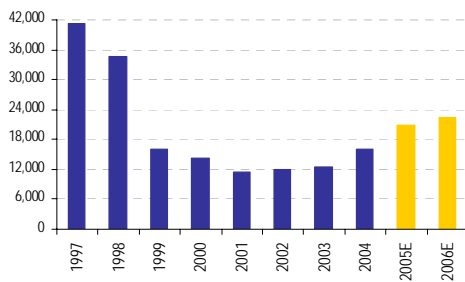
## 4.6. Sector Comercio

Importación de Electrodomésticos  
(en millones de US\$)



Fuente: Sunat y Estudios Económicos-BWS

Venta de Vehículos Nuevos  
(en unidades)



Fuente: Araper, Estudios Económicos-BWS

El **sector comercio** registraría una expansión, en el 2005, de 6.5% debido principalmente al aumento de las importaciones, al mayor abastecimiento de productos agrícolas y a una mayor presencia de los productos manufacturados en los canales de comercialización. Mientras que en el 2006 crecería a un ritmo de 4.4%.

Dos indicadores de la evolución del sector son la venta de electrodomésticos y la de vehículos nuevos, los mismos que vienen con un dinamismo interesante en el 2005 y 2006.

- En lo que se refiere a las ventas de **electrodomésticos**, prevemos que en el 2005 alcance un crecimiento mayor al 10%, respecto a los cerca de US\$400 millones facturados en el 2004 y en línea con los US\$300 millones en importaciones, impulsado por la mejora en el poder adquisitivo de la población, la mayor oferta crediticia, el incremento de los puntos de venta en Lima y provincias y la caída en los precios promedio producto de la innovación tecnológica. El mayor dinamismo estaría concentrado en la línea marrón que registraría un crecimiento de alrededor de 15% como resultado de la mayor penetración de productos con tecnología digital como televisores con pantalla LCD y plasma, Home Theater, DVDs, cámaras fotográficas, adquiridos principalmente por los estratos "A" y "B". **Para el 2006, la incertidumbre del periodo electoral haría que el dinamismo sufra una ligera desaceleración a un ritmo de 8%.**
- Por su parte, las **ventas de vehículos nuevos** superarían las 20,000 unidades durante el 2005, lo que representaría un aumento cercano al 30% respecto al 2004. Esta positiva evolución estaría sustentada en la mejora en los niveles de ingreso de la población, en el mayor acceso al crédito vehicular y a las mayores ventas de camiones y ómnibus dirigidas al sector minero y de transporte interprovincial, respectivamente. Es importante resaltar que las importaciones de vehículos nuevos vienen ganando participación respecto a los usados, estimándose al cierre de año una participación cercana al 50% comparado con el 37% del año 2004. Para el 2006, si bien esperamos que los factores que han impulsado las ventas durante el presente año continúen, estos tendrían un menor ritmo pues normalmente los periodos electorales tienden a contraer el gasto en bienes de consumo duradero, alcanzando un crecimiento de alrededor 8%.

## 5. Sector Externo

Nuestras previsiones de Balanza Comercial para el año 2006 apuntan a un resultado superavitario, por quinto año consecutivo, en alrededor de US\$3,548 millones. Tal resultado, inferior a los US\$4,034 millones que se registrarían en el presente año, sería consecuencia de un moderado descenso de los términos de intercambio y de un mayor volumen de importaciones.

### 5.1. Términos de intercambio

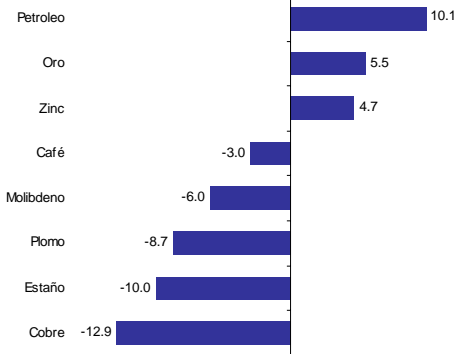
Los **términos de intercambio** corregirían hacia la baja durante el año 2006, con un descenso de 5.5%, luego de que en el 2005 alcancen su nivel más alto de los últimos siete años. El efecto negativo de los precios del comercio exterior obedecerían a factores como:

Términos de Intercambio  
(Var%)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Principales precios internacionales 2006  
(var % promedio anual)



Elaboración: Estudios Económicos - BWS

- ❑ **Precios de Exportación:** Prevemos un leve descenso (-0.3%) luego del importante repunte de 15.2% previsto para el presente año y de casi 40% desde el 2004, principalmente por la relativa fortaleza de los precios de los metales, que a excepción del cobre y el estaño, podrían continuar presionados al alza por la sostenida demanda proveniente de China (principalmente zinc) y por la debilidad que estructuralmente debería caracterizar al Dólar norteamericano a nivel mundial.
- ❑ **Precios de Importación:** Para el 2006 esperamos un aumento de 5.5% como extensión del 8.2% que registrarían durante el presente año, comportamiento explicado por principalmente por las presiones alcistas sobre el precio del petróleo en el mercado internacional (esperamos un precio promedio de US\$64.4 por barril para el 2006 versus US\$58.5 del 2005), situación que se sustenta en la estrechez de la oferta en la refinación de petróleo, en la sostenida demanda proveniente de China, y la inestable situación política en el Medio Oriente<sup>9</sup>.

## 5.2. Balanza Comercial

Balanza Comercial

	Millones de US\$			Variación porcentual		
	2004	2005E	2006E	2004	2005E	2006E
<b>Exportaciones</b>	<b>12,617</b>	<b>16,008</b>	<b>16,701</b>	<b>-18.3</b>	<b>26.9</b>	<b>4.3</b>
<b>Tradicionales</b>	<b>9,028</b>	<b>11,627</b>	<b>11,878</b>	<b>42.0</b>	<b>28.8</b>	<b>2.2</b>
Mineros	6,953	8,717	8,700	48.3	25.4	-0.2
Petróleo y derivados	646	1,188	1,413	4.0	84.0	18.9
Agrícolas	325	407	411	45.1	25.0	1.2
Pesqueros	1,104	1,315	1,353	34.4	19.1	2.9
<b>No tradicionales</b>	<b>3,476</b>	<b>4,250</b>	<b>4,690</b>	<b>32.6</b>	<b>22.3</b>	<b>10.4</b>
Otros	113	132	133	-0.7	16.3	1.2
<b>Importaciones</b>	<b>9,824</b>	<b>11,974</b>	<b>13,153</b>	<b>19.0</b>	<b>21.9</b>	<b>9.8</b>
Bienes de Consumo	1,973	2,284	2,451	6.8	15.8	7.3
Bienes de capital	2,365	2,908	3,156	19.2	23.0	8.5
Insumos	5,356	6,651	7,409	23.4	24.2	11.4
Otros	130	131	138	57.6	1.2	4.7
<b>Balanza Comercial</b>	<b>2,793</b>	<b>4,034</b>	<b>3,548</b>	<b>-61.2</b>	<b>44.4</b>	<b>-12.0</b>

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

La Balanza Comercial registraría un superávit récord de US\$4,034 millones durante el 2005, superior en 43.5% respecto al año anterior, como resultado de un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones (26.9%) respecto de las importaciones (21.9%), en un contexto de mayor apertura de la economía peruana. Para el 2006 proyectamos un superávit de US\$3,548 millones, menor en 12.0% respecto al estimado para el presente año, pues el deterioro de los términos de intercambio determinaría un efecto precio negativo en las exportaciones. Cabe destacar que en el 2006 se alcanzaría el quinto año de superávit comercial consecutivo, constituyéndose en el ciclo mas largo de superávits de los últimos 30 años.

## 5.3. Exportaciones

### Tradicionales

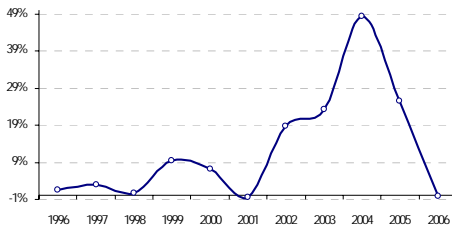
Durante el 2005 las exportaciones tradicionales ascenderían a US\$11,627 millones, superior en 28.8% en relación al año anterior, lideradas por el aumento de las exportaciones mineras (25.4%) y petroleras (84%). Es importante resaltar que de acuerdo a nuestros estimados el "efecto precio" alcanzaría a US\$1,651 millones, explicando cerca de dos terceras partes del aumento, sustentado básicamente en las mayores cotizaciones del cobre, molibdeno, petróleo, oro y café. Para el 2006 estimamos un crecimiento de 2.2% explicado principalmente por la desaceleración del ritmo de expansión de las exportaciones mineras (-0.2%) y agrícola (1.2%). Cabe anotar que para el 2006 proyectamos un "efecto precio" negativo en US\$176 millones debido a la caída en la cotización del cobre –desde sus actuales niveles récord- y del estaño, lo que sería parcialmente contrarrestado por el incremento en la cotización del oro.

Un dato interesante a resaltar es que el destacable crecimiento de las exportaciones en el periodo 2001-2006 (138%) se sustenta en un crecimiento de 51.2% del volumen exportado y de 56.8% en los precios internacionales.

A nivel de sectores, las exportaciones mineras en el 2005 aumentarían 25.4% respecto al 2004, sustentado básicamente en las mayores exportaciones de molibdeno, cobre y oro. En el

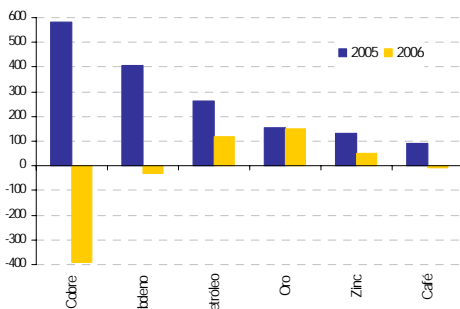
<sup>9</sup> Para mayores detalles ver nuestro Reporte de Commodities publicado el 10 de octubre del 2005.

**Exportaciones Tradicionales Mineras**  
(Var %)



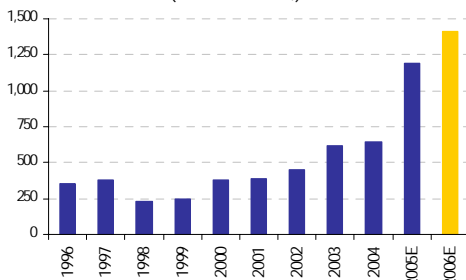
Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

**Exportaciones Tradicionales: Efecto Precio**  
(Millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-BWS

**Exportaciones Petroleras**  
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-BWS

**Exportaciones No Tradicionales**  
(En millones de US\$)

	2004	2005 E	2006 E
Agropecuarios	799	996	1,122
Pesqueros	277	339	369
Textiles	1,092	1,257	1,348
Maderas y Papeles	214	256	279
Químicos	415	556	638
Minerales no metálicos	94	117	142
Sidero-metalúrgico y Joyería	392	465	508
Metal-mecánicos	135	197	212
Otros	58	66	72
<b>No Tradicionales</b>	<b>3,476</b>	<b>4,250</b>	<b>4,690</b>

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

caso del molibdeno (157.7%), tercer mineral más importante de exportación, su evolución se explica tanto por mayores precios –se duplicaría respecto al 2004- como por los mayores volúmenes exportados ante la mayor demanda, en particular, de la industria siderúrgica china. De otro lado, las mayores ventas de oro (17.2%) estarían sustentadas principalmente en el aumento del volumen exportado ante el inicio de operaciones de la mina Alto Chicama y, en menor medida por el alza en la cotización. **Para el 2006, estimamos una drástica desaceleración en el ritmo de expansión de las exportaciones mineras (-0.2%),** debido principalmente al menor precio promedio esperado en el caso del cobre, estaño, plomo y molibdeno. El oro volvería a ser el principal mineral de exportación, beneficiado no sólo por el aporte de Alto Chicama, en su primer año completo de operaciones, sino también del incremento esperado en su cotización como consecuencia de mayor demanda especulativa ante los mayores riesgos inflacionarios asociados a los altos precios del petróleo.

Las **exportaciones petroleras** alcanzarían US\$1,188 millones en el 2005, monto superior en 84% a las registradas el año anterior. Este comportamiento estaría explicado por el alza del precio del crudo y sus derivados en el mercado internacional así como por los mayores volúmenes exportados de GLP y nafta virgen, provenientes de Camisea. Para el 2006 estimamos un crecimiento adicional de 18.9% que se explicaría principalmente por el alza en el precio promedio de exportación prevista.

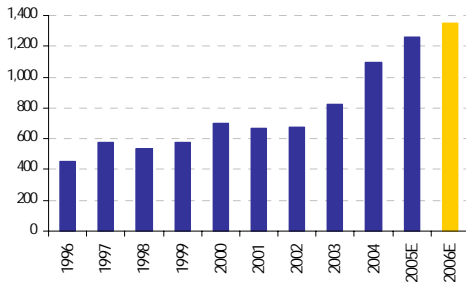
Las **exportaciones pesqueras tradicionales** crecerían en el 2005 en 19.1%, debido principalmente a los mayores ventas al exterior de harina de pescado (US\$1,174 millones). Mientras que para el **2006 estimamos un valor de exportaciones pesqueras de US\$1,353 millones,** mayor en 2.9% a las estimadas para el 2005, asociada a la ligera mejora que esperamos en los volúmenes de exportación.

## No Tradicionales

Durante el 2005 las exportaciones no tradicionales ascenderían a US\$4,250 millones, lo que representaría un crecimiento de 22.3%. Esta evolución estaría sustentada en un alza generalizada en todos los sectores, lideradas por las mayores ventas al exterior de productos agroindustriales (24.8%), químicos (34.0%) y minerales no metálicos (24.9%). Para el 2006 estimamos una expansión de 10.4%, liderada por los mismos rubros de exportación, aunque la tasa de crecimiento sería menor pues prevemos una desaceleración de la economía de EE.UU., nuestro principal mercado de exportación.

- Las **exportaciones agroindustriales** registrarían un crecimiento de 24.8% durante el 2005 gracias al incremento del volumen exportado, la mayor penetración en los mercados externos y el alza en los precios promedios de exportación asociado a la expansión de la economía mundial. En el caso del espárrago, el principal producto de exportación agrícola no tradicional, sus ventas al exterior superarían los US\$250 millones durante el 2005 y continuarían con su tendencia positiva en el 2006, gracias a que los altos rendimientos alcanzados (11TM/ha) le han permitido ganarse un lugar en mercados tan competitivos como EE.UU. (frescos) y España (conservas). En el caso de la páprika, conservaría el segundo lugar alcanzado en el 2004, con exportaciones que superarían los US\$80 millones durante el 2005, siendo sus principales mercados de destino España, EE.UU. y México. En el 2006 el volumen exportado aumentaría pues se tiene planeado ampliar el área sembrada en la costa norte, pues actualmente el cultivo se concentra en la costa sur.

**Exportaciones Textiles**  
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-BWS

- Las **exportaciones de textiles y confecciones** mostrarían un aumento de 15.1% durante el 2005, debido principalmente a las mayores ventas de prendas de vestir elaboradas en base a algodón a EE.UU. Cabe anotar que durante la primera mitad del año las exportaciones han mostrado un desempeño mejor al esperado, tomando en consideración que se esperaba una mayor desaceleración explicada por la eliminación de cuotas al comercio mundial de textiles a fines del 2004. Para el 2006 esperamos un menor ritmo de crecimiento (7.2%) puesto que prevemos una expansión de la oferta textil china que podría afectar los nichos de mercado en el cual competimos, así como por la incertidumbre en torno a la firma de un TLC con EE.UU. o la renovación del ATPDEA.
- Las **exportaciones químicas** registrarían un aumento de 34% en el 2005, impulsadas por el dinamismo en las ventas de productos cosméticos que tienen como principal mercado de exportación a EE.UU. y los países de la Comunidad Andina. (CAN). Para el 2006 estimamos una desaceleración en la tasa de crecimiento (14.8%) debido a la desaceleración de la economía mundial, incluyendo EE.UU. y Latinoamérica, los principales mercados de destino de las exportaciones químicas.

**Importaciones**  
(En millones de US\$)

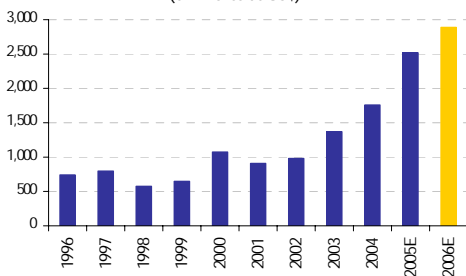
	2004	2005 E	2006 E
<b>Bienes de Consumo</b>	<b>1,973</b>	<b>2,284</b>	<b>2,451</b>
No Duraderos	1,136	1,358	1,473
Duraderos	837	926	978
<b>Insumos</b>	<b>5,356</b>	<b>6,651</b>	<b>7,409</b>
Combustibles	1,754	2,514	2,894
Materias Primas Agro	348	391	435
Materias Primas Industria	3,254	3,746	4,079
<b>Bienes de Capital</b>	<b>2,365</b>	<b>2,908</b>	<b>3,156</b>
Materiales de construcción	191	291	327
Para la agricultura	29	36	39
Para la industria	1,655	1,980	2,169
Equipos de transporte	490	601	621
Otros	130	131	138
<b>TOTAL</b>	<b>9,824</b>	<b>11,974</b>	<b>13,153</b>

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

## 5.4. Importaciones

Durante el 2005 las importaciones aumentarían 21.9% respecto al 2004, dinamismo explicado principalmente por las mayores compras de combustibles, bienes de capital para la industria y bienes de consumo no duraderos. **Para el 2006 esperamos que las importaciones alcancen un valor de US\$13,153 millones, con una tasa de expansión de 9.8%.**

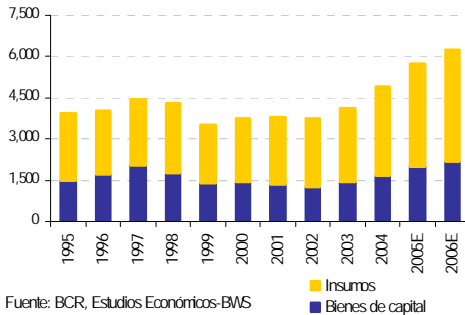
**Importaciones de Combustibles**  
(en millones de US\$)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-BWS

- Las **importaciones de bienes de consumo** registrarían un incremento de 15.8% en el 2005 como resultado del importante incremento del consumo privado y de la expansión del crédito dirigido a las personas. A nivel desagregado destacarían las mayores compras de los bienes de consumo no duraderos (19.6%), en particular medicamentos, productos de aseo personal, prendas de vestir, calzado y alimentos. De otro lado, las importaciones de bienes duraderos mostrarían una expansión de 10.6% sustentado en el ya comentado dinamismo en las ventas de vehículos y electrodomésticos. Para el **2006** estimamos que las importaciones de bienes de consumo experimenten un menor ritmo de crecimiento (7.3%) asociado a un menor dinamismo de la demanda interna. Así estimamos que la menor expansión de las importaciones de bienes de consumo no duradero (8.5%) estaría explicada, además, por la caída en las compras de alimentos al incrementarse la oferta local de azúcar y arroz, mientras que el período electoral disminuiría, temporalmente, el dinamismo de las importaciones de bienes de consumo duraderos (5.7%).
- Las **importaciones de insumos** mostrarían un crecimiento de 24.2% durante el 2005, debido principalmente a las mayores compras de combustibles. Asimismo, estimamos un aumento de 15.1% de las importaciones de insumos para la industria, en particular aquellos utilizados en la elaboración de productos químicos, plásticos, papel, alimentos y en la actividad minera. Para el **2006** estimamos una importante desaceleración en la importación de insumos (11.4%) asociado al menor ritmo de incremento en las compras de combustibles (15.1%). De otro lado, estimamos una desaceleración en las compras de insumos destinadas a la industria pero que se mantenga el dinamismo en las importaciones de insumos destinados a la minería.

Importaciones de para la Industria  
(en millones de US\$)



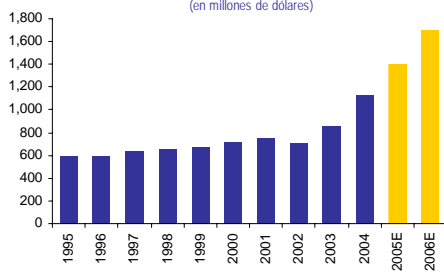
Fuente: BCR, Estudios Económicos-BWS

BALANZA DE PAGOS  
(en millones de dólares)

	2004	2005 E	2006 E
<b>Balanza Comercial</b>	2,793	4,034	3,548
Exportaciones	12,617	16,008	16,701
Importaciones	9,824	11,974	13,153
<b>Balanza en Cuenta Corriente</b>	-10	616	685
% del PBI	0.0	0.8	0.8
<b>Cuenta Financiera</b>	2,447	984	615
Sector Público	988	-1,000	-250
Sector Privado	1,348	2,140	865
<b>Saldo de BP (Flujo de RIN)</b>	2,437	1,600	1,300
Saldo de RIN	12,631	14,231	15,531

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

Remesas del Exterior  
(en millones de dólares)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

- Las **importaciones de bienes de capital** reportarían un crecimiento de 23% en el 2005 asociada al previsto dinamismo de la inversión privada. Para el 2006 estimamos que continúe esta tendencia positiva, aunque a un menor ritmo (8.5%) debido a que la desaceleración de la economía mundial crearía un escenario menos propicio para la expansión de la inversión, a lo que se sumaría el compás de espera que adoptan los inversionistas durante el período electoral. Al margen de lo anterior prevemos que continúe el dinamismo en la demanda de maquinarias y equipos para el sector minero, que se vería beneficiado de los aún altos precios de los metales, así como los demandados por el sector construcción, debido a la ejecución de importantes obras de infraestructura vial y minera previstas para el 2006.

## 5.5. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos

La **Balanza en Cuenta Corriente** arrojaría un saldo superavitario en el año 2006, por segundo año consecutivo (0.8% del PBI), producto del superávit comercial previsto y los mayores ingresos por remesas provenientes del exterior (US\$2000 millones), lo que sería compensado en parte por las mayores utilidades de empresas extranjeras en nuestro país. Este resultado es consecuencia del mayor acceso al mercado internacional (situación que se consolidaría con la firma de diversos acuerdos comerciales), del ciclo alcista de precios internacionales de las materias primas, y de la creciente exportación de mano de obra ante el insuficiente aumento de las oportunidades de empleo formal al interior del país.

Con respecto a los **flujos de financiamiento**, esperamos flujos negativos del sector público, para el 2005 y el 2006, debido a:

- Las operaciones de reperfilamiento de la deuda externa con el Club de París que han implicado para el 2005 un significativo prepago de la deuda pública externa y que se traduciría en menores pagos de amortizaciones con este acreedor al menos para los próximos 3 años.
- El mayor financiamiento público a través del mercado interno, por medio de la emisión de bonos soberanos, contribuyendo a la desdolarización de la deuda pública.
- La trayectoria decreciente del déficit fiscal

Por el lado privado, los flujos continuarían siendo positivos impulsados por el desarrollo de nuevos proyectos de inversión extranjera y por la reinversión de las mayores utilidades que vienen obteniendo las empresas extranjeras en nuestro país. En menor medida contribuiría la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local, la cual consideramos sería más moderada que la registrada durante el 2005, debido a la mayor percepción de riesgo político. Tales flujos serían compensados parcialmente por un menor ingreso de capitales extranjeros al mercado bursátil (producto de toma de ganancias, incertidumbre por el contexto electoral y mayores rendimientos en plazas extranjeras), por la posibilidad de mayores operaciones estructuradas (que le permitirían a los inversionistas institucionales obtener sobre la base de instrumentos emitidos en el mercado local rendimientos asociados a instrumentos en el exterior), y por los flujos de corto plazo que podrían emigrar hacia plazas internacionales atraídos por la tendencia alcista prevista para las tasas de interés internacionales.

Con relación a la inversión extranjera, la misma se concentraría en:



Inversión Extranjera por Sector Económico 1/ (en millones de dólares)

	2004	2005 E	2006 E
Hidrocarburos	920	446	569
Minería	785	1132	901
Energía	239	171	312
Industria	235	226	292
Servicios	213	190	423
Otros sectores	-160	887	-348
<b>Financiamiento Externo Bruto</b>	<b>2,232</b>	<b>3,052</b>	<b>2,149</b>

\* Incluye inversión extranjera directa, préstamos externos y

reversión de utilidades

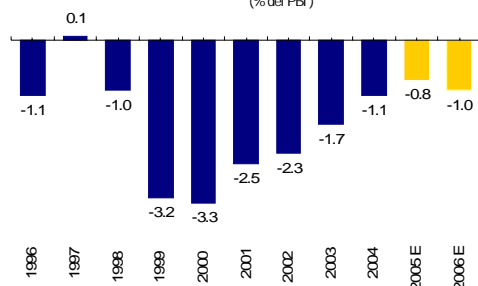
Fuente: BCRP, publicaciones y anuncios.

Elab. Estudios Económicos - BWS

- En el sector minero (30% del total), principalmente por la culminación de la construcción de la planta de tratamiento de sulfuros de Cerro Verde, las inversiones en adecuación ambiental de Southern Perú, las inversiones en exploraciones de Yanacocha, y el desarrollo de proyectos mineros como los de Minas Conga, Bayóvar y Río Blanco.
- El sector hidrocarburos (25% del total), gracias a las inversiones en Camisea (fase transporte y distribución), así como a las inversiones en exploración y explotación petrolera (durante el 2005 se suscribirían 17 contratos de exploración de hidrocarburos, cifra que supera el récord de 14 contratos formados en 1998).
- En el sector energético (15% del total), por la construcción de hasta 4 plantas a gas, así como la ampliación de Etevensa adecuando su planta a operaciones de ciclo combinado.
- El sector comercio y servicios (25% del total) destaca la expansión de los grupos Falabella y Ripley en provincias, el posible ingreso de la cadena chilena Parque Arauco, las inversiones vinculadas a América Móvil, las inversiones en el aeropuerto Jorge Chavez, el ingreso de Aerolíneas Argentinas, las inversiones en concesiones viales y la construcción de la carretera transoceánica, entre otros.

De esta manera, el saldo de la Balanza de Pagos arrojaría un aumento de US\$1,300 millones en el 2006, inferior a los US\$1,600 millones que se alcanzarían durante el 2005.

Déficit Fiscal (% del PBI)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

## 6. Sector Fiscal

La política fiscal requerirá durante el año 2006 de hacer un uso más eficiente de los mayores recursos para atender las demandas sociales, y mantener simultáneamente el equilibrio fiscal, en una coyuntura electoral. En tal sentido el próximo gobierno enfrentará el gran reto de hacer un Estado más eficiente en términos de funcionamiento y más eficaz en términos de brindar mejores servicios a la población más necesitada, complementando así los esfuerzos por afianzar la sostenibilidad fiscal realizados durante el último quinquenio.

### 6.1. Déficit Fiscal

Durante el año 2006 el sector público tendría que hacer esfuerzos para cumplir la meta oficial<sup>10</sup> (1.0% del PBI), a diferencia de lo que sucedería en el 2005 cuando la cumpliría holgadamente (apuntamos a un déficit equivalente al 0.8% del PBI, inferior a la meta de 1% del PBI), afianzando la trayectoria decreciente del mismo por quinto año consecutivo.

**Con relación a los ingresos del sector público**<sup>11</sup>, apuntamos a que la presión fiscal alcance un nivel equivalente al 15.4% del PBI y la presión tributaria el 13.4% del PBI, situación que contrasta con el significativo aumento de los ingresos que se obtendrían en el año 2005, cuya presión sería la más alta de los últimos en ocho años (13.6% del PBI). Entre los principales factores que explicarían la trayectoria de los ingresos en el 2006 se encuentran:

- **Impuesto a la renta.**- Un aumento más moderado (3.1% en términos reales<sup>12</sup>) impulsados por los mayores pagos a cuenta, principalmente por parte de empresas (3era categoría), debido a mayores utilidades obtenidas y de coeficientes de cálculo, y en el caso de las personas (5ta categoría), por la distribución de dividendos más elevados, por las acciones

<sup>10</sup> Consignada en MMM 2006-2008. No obstante la misma ha sufrido un relajamiento en el tiempo, pues en el MMM del 2004 apuntaban a una meta para el 2006 de 0.5% del PBI y en el MMM del año 2005 elevaron dicha meta a 0.9% del PBI.

<sup>11</sup> Se consideran los ingresos del gobierno central.

<sup>12</sup> Menor al incremento de 19% que se registraría durante el 2005.

SECTOR PÚBLICO (en % del PBI)

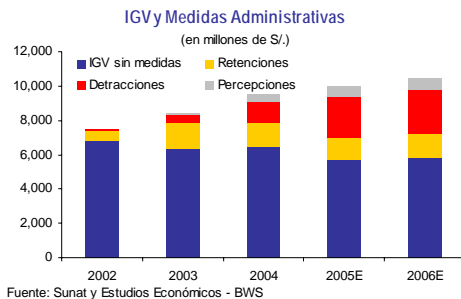
	2004	2005 E	2006 E
<b>Gobierno Central</b>			
Presión Fiscal 1/	15.1	15.6	15.4
Presión Tributaria	13.3	13.6	13.4
<b>Gasto No Financiero</b>			
Corriente	14.6	14.8	15.0
Capital	12.8	13.0	13.1
	1.8	1.8	1.9
Resultado Primario (en millones de dólares)	0.6	1.0	0.5
Intereses	411	778	441
Otras Entidades SPNF	1.9	1.9	1.9
Déficit Fiscal SPNF (en millones de dólares)	0.2	0.1	0.4
	-1.1	-0.8	-1.0
	-722	-590	-782

<sup>1/</sup> Ingresos Corrientes / PBI

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

de fiscalización por parte de Sunat, y por los incrementos de sueldos tanto en el sector público como privado. Estos factores serían contrarrestados en parte por los menores ingresos por regularizaciones previstos luego de que el año 2005 se obtuvieron ingresos extraordinarios.

- **IGV.-** Un aumento de 6.3% en términos reales, producto del dinamismo de la actividad económica (por séptimo año consecutivo), de las mayores inversiones, y de los aún elevados precios del comercio exterior (principalmente de los productos mineros). Asimismo, influirían el mantenimiento de la tasa de 19% (IGV+IPM) y la ampliación de la base tributaria, mediante la incorporación de mayores productos al sistema de detracciones y percepciones.
- **ISC.-** No registraría mayores cambios pues la aplicación de menores tasas serían compensados por el mayor valor importado de combustibles. No obstante, existe el riesgo de ingresos menores a los previstos, pues de acuerdo al ministro de economía el gobierno evalúa la posibilidad de reducciones adicionales del ISC a los combustibles.



**Con relación al gasto público**<sup>13</sup>, apuntamos a un aumento de 4.3% en términos reales, impulsado por un aumento de 4.5% en el consumo público y de 5.0% en la inversión pública, en términos reales. Si bien el proyecto de presupuesto presentado por el Ejecutivo al Congreso contempla un incremento de sólo 2.6%, consideramos probable que, al igual como lo sucedido en el presente año, el próximo gobierno solicite créditos suplementarios con el fin de calmar las crecientes demandas sociales que se generarían en el contexto-pre electoral. Sobre esta base, nuestra proyección implicaría que en el año 2006 se volvería a incumplir con la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, por cuarto año consecutivo, reflejando la urgente necesidad de implementar normas de *accountability* o rendición de cuentas, tema que cuenta con el aval del actual ministro de economía.

Los gastos corrientes alcanzarían su nivel más alto de los últimos 15 años (13.1% del PBI), producto de el sostenido aumento de las remuneraciones a los servidores públicos, pagos por pensiones devengadas e incremento de pensiones, mayores transferencias por canon y regalías y gastos sociales, por ejemplo aquellos vinculados al Programa Juntos, A Trabajar Urbano y A Trabajar Rural, previéndose un mayor ritmo de gasto por las presiones sociales propias de un contexto electoral.

Por su parte, los gastos de capital registrarían un moderado aumento (5% en términos reales) ubicándose en un nivel equivalente a 1.9% del PBI, dejando atrás su mínimo histórico (1.8% del PBI). Tal comportamiento estaría impulsado por los programas de inversiones en infraestructura en asociación con el Sector Privado y sería regulado por el Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP).

Como consecuencia de los ingresos y gastos previstos para el año 2006, el gobierno central obtendría un **resultado primario** superavitario, por cuarto año consecutivo, equivalente al 0.5% del PBI, menor al 1.0% que se obtendría en el 2005, reflejando por un lado cierto relajamiento ante las mayores demandas sociales y por otro la necesidad de elevar el nivel de ahorro público en otras entidades (gobiernos locales y empresas públicas, principalmente).

<sup>13</sup> Se considera el gasto no financiero del gobierno central.

## FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO (en millones de dólares)

	2004	2005 E	2006 E
<b>Usos</b>			
Déficit Fiscal	722	590	782
Amortizaciones	2,068	3,340	1,530
Saldo a Financiar	2,790	3,930	2,313
<b>Fuentes</b>			
- Desembolsos Externo	1,130	969	1,000
- Bonos Globales	1,296	1,150	0
- Bonos Soberanos	558	1,414	1,150
- Otros	-194	397	163

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

## 6.2. Financiamiento del Déficit

Los **requerimientos de financiamiento del Sector Público** alcanzarían a US\$2,300 millones aproximadamente el próximo año, con lo que se ubicarían en su nivel más bajo desde el año 2001, gracias a las operaciones de reperfilamiento de la deuda pública (Club de París y Programa de Consolidación del Sistema Financiero) realizadas durante el 2005 y que permitirían reducir el pago por concepto de amortizaciones entre los años 2006 y 2008.

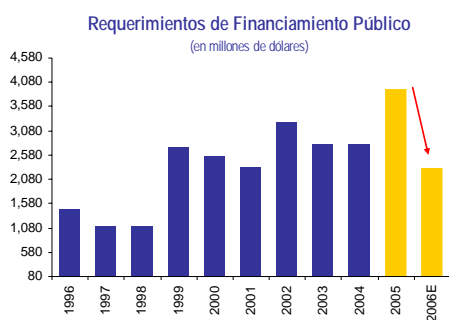
De acuerdo a nuestras proyecciones no habría un mayor riesgo en la obtención de fondos públicos para el próximo año, toda vez que se contarían con cerca de US\$1,000 millones en desembolsos provenientes de organismos multilaterales, que cubrirían el 42% del total requerido, y del Club de París. Cabe destacar que el proyecto de presupuesto para el próximo año no se considera la colocación de bonos globales en el mercado internacional. Estos menores flujos explican el saldo negativo que se registraría en la cuenta financiera del Sector Público en la Balanza de Pagos (ver sección correspondiente).

Por el lado interno, consideramos que se colocarían el equivalente a US\$1,150 millones en bonos soberanos, monto que si bien es superior a los US\$650 millones contenidos en el Ley de Endeudamiento del Sector Público para el año 2006 y en el MMM 2006-2008, permitirían un manejo más prudente de la caja fiscal sin disminuir de manera significativa el saldo de sus depósitos en el sistema financiero. La capacidad del Estado Peruano de emitir deuda local en montos significativos, a plazos largos y con preferencia en tasas nominales fue puesta a prueba con el financiamiento local del prepago de deuda con el Club de París. De acuerdo al BCR<sup>14</sup> un mayor financiamiento a través de bonos soberanos permitiría al Ejecutivo mantener saldos de depósitos equivalentes al servicio de la deuda externa de un trimestre. En todo caso, cabe cierto margen de discrecionalidad en el monto finalmente colocado, dado que tales instrumentos vienen resultando atractivos no sólo para inversionistas locales sino principalmente extranjeros<sup>15</sup>, toda vez que se mantengan moderadas expectativas de depreciación y el diferencial de rendimientos se mantenga favorable a las inversiones en moneda nacional a plazos largos. El principal riesgo que afectaría esta fuente de financiamiento sería una persistente volatilidad del tipo de cambio y/o de las tasas de interés domésticas.

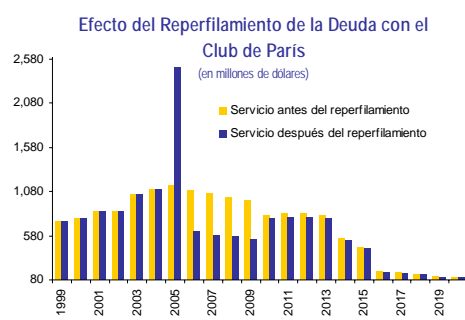
Uno de los principales factores que ha otorgado una mayor holgura al financiamiento del sector público es el reperfilamiento de la deuda pública llevado a cabo en el año 2005. Así, por un lado se prepago deuda por US\$1,555 millones, consiguiéndose no sólo reducir los pagos de amortizaciones e intereses al menos para los próximos tres años con nuestro principal acreedor (el Club de París representaba el 30% de la deuda pública total), sino que permitió también desdolarizar el portafolio de deuda al financiar parte del prepago con la emisión de títulos en moneda nacional, y reducir la dependencia ante variaciones de las tasas de interés internacionales. Si bien el ahorro en términos de valor presente no fue muy significativo (cerca de US\$100 millones según fuentes oficiales) se marcó un importante precedente para gestionar operaciones futuras. De otro lado, también se intercambié deuda por US\$400 millones procedente de los bonos del tesoro público emitidos bajo el Programa de Consolidación del Sistema Financiero, por deuda local expresada en moneda nacional y a tasa nominal.

<sup>14</sup> Reporte de Inflación. Agosto 2005.

<sup>15</sup> Los inversionistas extranjeros empezaron a participar en emisiones soberanas locales a partir de febrero del 2005, habiendo alcanzado hasta agosto del 2005 una participación de 60% en el flujo emitido en los primeros ocho meses del año.



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Si bien para el próximo año no se tienen previstas nuevas operaciones de reperfilamiento, este tipo de políticas contribuye a afianzar la sostenibilidad fiscal a partir de una mayor solvencia del Sector Público en términos de reducción del ratio deuda pública/PBI (que se ha reducido de 45.1% a fines del 2004 a 40.4% a junio del 2005), de un menor riesgo cambiario (el porcentaje de deuda pública expresada en moneda nacional se elevó de 15.5% a fines del 2004 a 20.7% a junio del 2005) y de un menor riesgo de tasa de interés (a setiembre del 2004 el 50% de la deuda externa estaba pactada en tasa fija mientras que hoy en día alcanza 60%). Así el adecuado manejo de las obligaciones del Sector Público se ha traducido en una baja percepción del riesgo país, y por tanto, en una mayor credibilidad de los mercados financieros hacia el Sector Público como agente de crédito. Si bien esta condición es necesaria, aún no es suficiente para pretender alcanzar el "grado de inversión".

## 7. Sector Monetario

La **inflación subyacente**, medida que refleja la trayectoria de largo plazo de la inflación debido al accionar de la política monetaria, se ubicaría alrededor de 2.1% en el 2006, aumentando respecto al 0.9% que se reportaría en el 2005, producto entre otros factores, de un mayor crecimiento de la demanda interna respecto del PBI, a los efectos de la expansión monetaria y a la reversión de las expectativas apreciatorias sobre el Nuevo Sol en la primera parte del 2006.

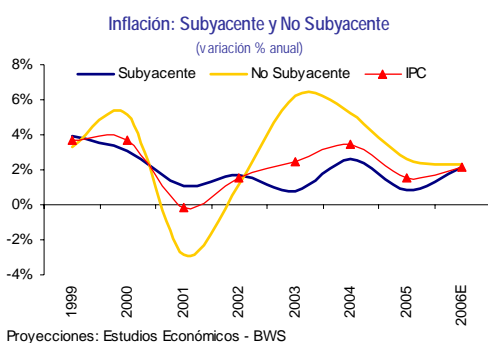
A diferencia del año 2004, cuando la política monetaria tuvo que enfrentar las presiones inflacionarias derivadas de la persistencia de *shocks* de oferta (mayor inflación importada – alimentos y combustibles- y severas condiciones climáticas) durante el año 2005 la política monetaria tuvo que hacer frente a presiones deflacionarias, derivadas de la apreciación del Nuevo Sol, de la reversión de las condiciones climáticas hacia unas más favorables con el consiguiente descenso de alimentos con un importante ponderación en la canasta básica, de reducciones en las tarifas de servicios públicos y de "guerras de precios" en algunos mercados principalmente relacionados al consumo masivo (cerveza y artículos de cuidado personal).

La mayor volatilidad del tipo de cambio a partir de agosto del 2005, el incremento de los precios de los combustibles y de algunas tarifas de servicios públicos contribuirían a que la trayectoria descendente de la inflación, registrada entre abril y setiembre del 2005 revierta durante el 4T05 y así el BCRP alcance su meta de inflación este año.

Para el año 2006, las expectativas de inflación apuntan a una trayectoria ligeramente creciente (ver sección 2 del presente reporte), por lo que los retos tendrían diferente naturaleza. Consideramos que la política monetaria tendría que lidiar durante el año 2006 con dos nuevos dilemas:

- ❑ Los diferenciales de tasas de interés entre soles y dólares, los cuales viene revirtiéndose a favor de los rendimientos en moneda extranjera producto del sostenido ciclo alcista de las tasas de interés internacionales.
- ❑ La desaceleración del proceso de desdolarización financiera que provocaría una mayor ampliación del diferencial de tasas, conjuntamente con una extensión de la volatilidad del tipo de cambio que permita el surgimiento de expectativas depreciatorias del Nuevo Sol.

Considerando los fundamentos económicos, **el stance de la política monetaria debería continuar "neutral"**, pues los factores que presionaban hacia la baja la inflación se vienen diluyendo. Si bien desde este punto de vista no se requerirían de cambios significativos en la



Proyecciones: Estudios Económicos - BWS

tasa de interés referencial, cabe la posibilidad de que al ubicarse la inflación en torno al medio del rango objetivo, el BCRP tengan una mayor holgura para elevar las tasas entre 25pbs y 50pbs, y acortar distancia respecto a las tasas internacionales, con el fin de evitar una mayor volatilidad cambiaria y constituir un efecto señal que evite una mayor dolarización de los portafolios. Adicionalmente el ente emisor podría modificar el encaje en moneda extranjera así como la remuneración de dicho encaje para desincentivar un probable aceleramiento de la dolarización financiera.

Por el lado cambiario, cabe esperar una menor participación del BCRP en el mercado de cambios, pues factores como el diferencial de tasas, la recomposición de portafolios y la demanda especulativa asociada al contexto electoral, explicarían una mayor participación del sector privado en el mercado. Ello implicaría un menor grado de esterilizaciones a través de colocaciones de CDBCRP, por lo que no esperamos mayores presiones sobre las tasas de interés en el mercado monetario por este aspecto.

Cabe advertir que con la elección de un nuevo gobierno el próximo año se elegirá también un nuevo directorio del BCRP.

### BALANCE DE RIESGOS

Las pronósticos presentados en este Reporte Macroeconómico son las que a nuestro juicio tienen una mayor probabilidad de ocurrencia con la información que contamos a la fecha, sin embargo hay que advertir que, sobretodo, en el contexto electoral que se avecina no sólo en el Perú sino en la región, pueden surgir ciertos eventos que podrían afectar el entorno que sirve de base para el presente conjunto de proyecciones:

A nivel internacional:

- ❑ Que se la burbuja inmobiliaria que se viene gestando en los EE.UU “estalle” dando lugar a una crisis bancaria de magnitud, cuyos efectos nocivos se “contagien” al resto de los países, incluido el Perú.
- ❑ Que se produzca una aceleración en la tasa de inflación de EE.UU que provoque un incremento “agresivo” de tasas de interés por parte de la Fed, lo que perjudicaría la cotización de la deuda de los mercados emergentes, especialmente de América Latina.
- ❑ Que se genere alta volatilidad en los mercados regionales por las elecciones en Brasil.
- ❑ La amenaza del virus de la gripe aviar, cuya procedencia en el sudeste asiático podría expandirse a otras regiones del mundo, provocando un severo efecto en el mercado avícola.

A nivel local:

- ❑ Que conforme se acerque el proceso electoral gane popularidad un candidato con un pensamiento económico en contra de la libertad del mercado, lo que podría reflejarse en una devaluación de la moneda y una salida importante de capitales.
- ❑ Que no se apruebe el Tratado de Libre Comercio con los EE.UU.
- ❑ El potencial desarrollo de un fenómeno de El Niño.
- ❑ El impacto de la aplicación del régimen de percepción del IGV a las personas naturales, el mismo que ejercería mayor presión sobre los costos de las empresas así como sobre los precios al consumidor final
- ❑ Que el clima social en contra de la actividad minera vaya incrementándose, provocando la salida de importantes compañías mineras extranjeras.

**Nota:** Este reporte se basa en información de fuentes que consideramos confiables pero no nos hacemos responsables de su exactitud por lo cual si bien se pueden formular estrategias la decisión final es de responsabilidad del lector. Este reporte no es y no debe ser tomado como una cotización o solicitud para realizar operaciones

## Mercado de Capitales

Francisco Sardón de Taboada *Gerente General Adjunto* 211-6810

## Estudios Económicos

Guillermo Díaz Gazani	<i>Gerente</i>	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Macro Real / Externo / América Latina</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Fiscal / Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Rafael Romero Zelada	<i>Minería / Hidrocarburos / Commodities</i>	211-6000 ax. 6558
Miguel Leiva Torres	<i>Telecom / Electricidad / Renta Fija - Variable</i>	211-6000 ax. 6205
Daniel Córdova Espinoza	<i>Manufactura No Primaria / Construcción / Internacional</i>	211-6000 ax. 6661

## BWS Sociedad Agente de Bolsa

Charles Fyfe Alvarado	<i>Director Ejecutivo</i>	211-6695
Sonia Obregón de Espinoza	<i>Gerente Control Interno</i>	211-5911
Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader</i>	211-6562
Jaime Blanco Sánchez	<i>Trader</i>	211-6575
Julio Mavila Raaijen	<i>Trader</i>	211-6576
Liliana García Gonzales	<i>Jefe Comercial</i>	211-5914
Rosa Torres Belon Cannon	<i>Broker</i>	211-5913
Juan Bruno Calle Mendez	<i>Broker</i>	211-5921

## Tesorería

Diana M. Arce Taramona	<i>Gerente</i>	211-6247
Pablo León Prado	<i>Jefe de Cambios</i>	440-4401
Elbia Castillo Calderón	<i>Jefe Money Market e Inversiones</i>	440-9001
Wenceslao Aste Piccone	<i>Trader de Inversiones</i>	440-6460
Nelson Cantuarias Portugal	<i>Moneda Extranjera</i>	
Gladys Huamán Camacho	<i>Moneda Nacional</i>	440-9001
Jorge Villalta Valdez	<i>Trader - Mesa de Cambios</i>	440-6460
Fernando Suito Gozalo	<i>Mesa de Cambios</i>	
Liliana Ordoñez Vega	<i>Mesa de Distribución</i>	
Manuel A. Salcedo Molina	<i>Mesa de Distribución</i>	440-6003



Enrique Spihlmann Denegri	<i>Gerente General</i>	211-6714
Carlos Farro Ruiz	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6726
Claudia Valencia Serpa	<i>Responsable Comercial</i>	211-6050