

REVISIÓN DE PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2006

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

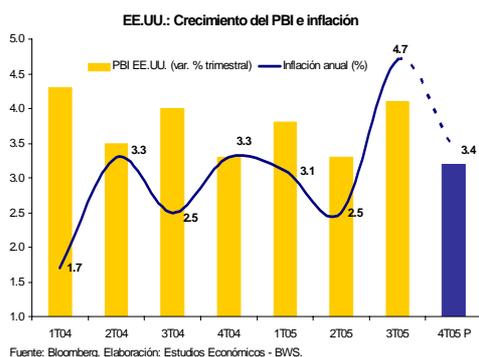
| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 ¹¹ | 2006 ¹¹ |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|--------------------|
| Sector Real (Var%) | | | | | | | | | | |
| Producto Bruto Interno | 6.8 | -0.7 | 0.9 | 2.9 | 0.2 | 4.9 | 4.0 | 4.8 | 6.0 | 4.4 |
| VAB Sectores Primarios | 5.5 | -1.0 | 12.5 | 5.9 | 2.6 | 7.1 | 2.9 | 3.1 | 5.0 | 3.2 |
| VAB Sectores No Primarios | 6.9 | -0.7 | -0.9 | 2.2 | -0.3 | 4.5 | 4.1 | 5.1 | 6.3 | 4.7 |
| Demanda Interna | 7.0 | -1.0 | -3.1 | 2.3 | -0.6 | 4.2 | 3.5 | 3.9 | 5.7 | 4.4 |
| Consumo privado | 4.5 | -0.9 | -0.4 | 3.6 | 1.4 | 4.6 | 3.1 | 3.4 | 4.5 | 3.8 |
| Inversión bruta fija privada | 16.0 | -2.4 | -15.2 | -1.7 | -4.7 | -0.1 | 5.6 | 9.0 | 11.1 | 5.9 |
| PBI (millones de US\$) | 59,067 | 56,642 | 51,391 | 53,142 | 53,688 | 56,539 | 60,795 | 68,670 | 76,459 | 78,685 |
| 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 | 2,737 | 2,778 |
| Precios y tipo de cambio | | | | | | | | | | |
| Inflación anual | 6.5 | 6.0 | 3.7 | 3.7 | -0.1 | 1.5 | 2.5 | 3.5 | 1.5 | 2.7 |
| TC promedio (S/.xUS\$) | 2.66 | 2.93 | 3.38 | 3.49 | 3.51 | 3.52 | 3.48 | 3.41 | 3.30 | 3.42 |
| TC fin (S/.xUS\$) | 2.73 | 3.16 | 3.51 | 3.53 | 3.45 | 3.52 | 3.46 | 3.28 | 3.42 | 3.39 |
| Sector Externo (millones de US\$) | | | | | | | | | | |
| Balanza en cuenta corriente | -3,367 | -3,321 | -1,465 | -1,526 | -1,144 | -1,063 | -935 | -10 | 836 | 545 |
| (% del PBI) | - 5.7 | - 5.9 | - 2.9 | - 2.9 | - 2.1 | - 1.9 | - 1.5 | - 0.0 | 1.1 | 0.7 |
| Balanza Comercial | -1,678 | -2,437 | -655 | -411 | -195 | 292 | 836 | 2,793 | 4,490 | 4,849 |
| Exportaciones de bienes | 6,825 | 5,757 | 6,088 | 6,955 | 7,026 | 7,714 | 9,091 | 12,617 | 16,553 | 18,095 |
| Importaciones de bienes | -8,503 | -8,194 | -6,743 | -7,366 | -7,221 | -7,422 | -8,255 | -9,824 | -12,063 | -13,246 |
| Flujo de RIN del BCRP | 1,629 | -986 | -780 | -224 | 433 | 985 | 596 | 2,437 | 1,665 | 1,300 |
| Sector Fiscal (% del PBI) | | | | | | | | | | |
| Resultado Económico del SPNF | 0.1 | -1.0 | -3.2 | -3.3 | -2.5 | -2.3 | -1.7 | -1.1 | -0.2 | -0.8 |

¹¹ Proyección. Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

PANORAMA INTERNACIONAL

La economía mundial habría crecido 4.3% en el 2005, consolidando la expansión que registra desde el 2002. Si bien el crecimiento mundial mostraría una desaceleración en el 2006, ésta sería menor a lo previsto meses atrás, en parte debido a que el ciclo alcista de las tasas de interés internacionales culminaría antes de lo esperado. Así, prevemos que la Fed elevaría su tasa en 25pbs en las dos primeras reuniones del año (31 de enero y 28 de marzo) alcanzando 4.75%, para luego ir evaluando el impacto de dicho nivel sobre la economía estadounidense. En línea con lo anterior, durante el 2006, la economía norteamericana se expandiría 3.4%, mientras que Europa lo haría en 2% y Asia, excluyendo Japón, crecería 6.5%, apenas inferior al 6.6% del 2005.

Con relación al crecimiento en EE.UU., nuestro principal socio comercial, éste sigue mostrándose sólido, tanto en los sectores de servicios y manufactura como en el laboral. De otro lado, la inflación subyacente se ha mantenido bajo control a lo largo del año. Para el 2006 se prevé una inflación alrededor de 3%, debido a que el menor crecimiento de la demanda interna contrarrestaría la tendencia ligeramente creciente que mostrarían



los precios del petróleo.

Principales Monedas

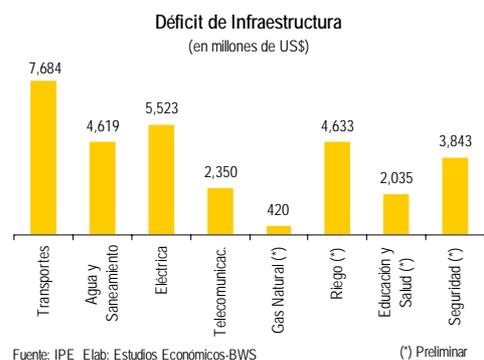
| US\$ x Euro | 2005 | | 2006 | |
|----------------|---------|--------|---------|--------|
| Promedio | \$1.24 | 0.5% | \$1.22 | -1.2% |
| Fin de período | \$1.19 | -12.5% | \$1.27 | 7.1% |
| Yen x US\$ | 2005 | | 2006 | |
| Promedio | JPY 111 | 2.8% | JPY 115 | 3.6% |
| Fin de período | JPY 120 | 17.2% | JPY 108 | -10.0% |

Fuente: Estudios Económicos-BWS

Finalmente, respecto a la perspectivas del mercado cambiario, prevemos que el dólar se mantendría fuerte en la mayor parte del primer semestre, respecto al Euro y Yen, para luego en el resto del año, debilitarse como consecuencia, principalmente, de: (i) una mejora en el crecimiento de la Zona Euro y Japón, (ii) la agudización de los déficit fiscales y de cuenta corriente en EE.UU, debido a los mayores gastos en reconstrucción de las zonas devastadas por la actividad de huracanes del año anterior; y (iii) el menor diferencial entre las tasas de interés de la Fed y el BCE ante la culminación del ciclo alcista de la Fed y el previsto incremento de tasas del BCE. Así, nuestras previsiones apuntan para el 2006, un nivel promedio del Euro en US\$1.22, cerrando el año en US\$1.27.

ECONOMÍA PERUANA

La economía peruana atravesará un año atípico durante el 2006, caracterizado por un proceso electoral que incidirá -como es usual- en una mayor volatilidad de las variables financieras y en una desaceleración de las decisiones de inversión y consumo de bienes duraderos, durante el primer semestre del año. En ese sentido, nuestras proyecciones tienen como supuesto principal que el nuevo gobierno mantenga la disciplina fiscal y monetaria, que le han permitido a la economía peruana alcanzar un crecimiento sostenido en los últimos años. Asimismo, prevemos que el gobierno entrante retome las reformas estructurales inconclusas -como la entrega en concesión al sector privado de infraestructura pública- e inicie el proceso de reformas de segunda generación -reforma del Estado, modernización del Poder Judicial, mejoras en los organismos reguladores- que nos permitan empezar a ganar en competitividad, más aún si tomamos en cuenta el importante desafío que representa la -esperamos- próxima suscripción de un TLC con EE.UU.



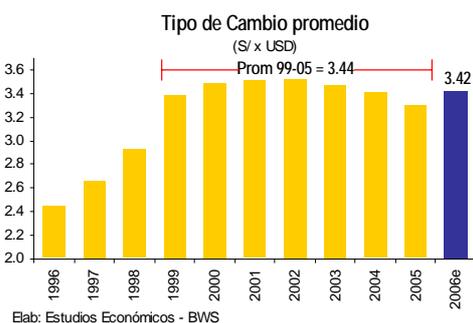
A continuación, detallaremos nuestras previsiones macroeconómicas para el 2006.

1. Tipo de Cambio

Nuestra percepción sobre comportamiento del Nuevo Sol para el año 2006 apunta a una mayor depreciación con respecto al Dólar que la esperada inicialmente (de 1.0% a 3.7% promedio anual). A pesar de ello, el tipo de cambio nominal se ubicaría en promedio (S/.3.42) en un nivel similar al promedio de los últimos 7 años.

Como lo advertimos en nuestro reporte anterior, debemos tomar en cuenta que el año 2006 es un año electoral, no sólo en Perú sino en toda la región, por lo que no estaremos ajenos a episodios de incertidumbre y volatilidad de variables, como el tipo de cambio, que continuarían afectando las expectativas de los agentes, sobretudo si las preferencias electorales se inclinan hacia propuestas en materia económica que nos alejen de la senda de crecimiento que experimentamos en los últimos años.

Esta influencia se ejercería principalmente durante el 1S06, no descartándose que en escenarios de volatilidad el tipo de cambio alcance valores puntuales de entre S/.3.45 y S/.3.50, asociados a una mayor percepción de riesgo país. Cabe destacar que el BCR ha acumulado una importante cantidad de divisas durante los últimos 2 años (casi US\$3,000 millones), justamente para evitar una excesiva volatilidad cambiaria, por lo que, en línea con el accionar



TIPO DE CAMBIO

| | 2004 | 2005 E | 2006 E |
|---|------|--------|--------|
| Tipo de Cambio Nominal (Nuevos Soles x Dólar) | | | |
| Promedio del Periodo | 3.41 | 3.30 | 3.42 |
| Fin del Periodo | 3.28 | 3.42 | 3.39 |
| <i>(Variaciones porcentuales)</i> | | | |
| Depreciación Promedio | -1.8 | -3.4 | 3.7 |
| Depreciación Acumulada | -5.2 | 4.1 | -0.7 |
| <i>(en términos promedio, var %)</i> | | | |
| Tipo de Cambio Real | 1.9 | 1.0 | 5.1 |
| Inflación Externa Multilateral | 7.7 | 6.3 | 3.7 |

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

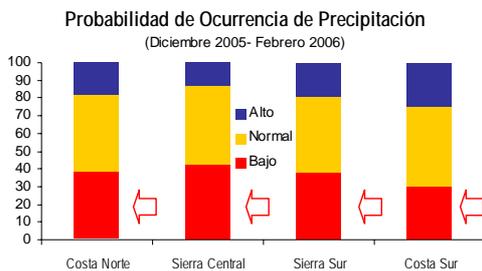
del ente emisor, consideramos poco probable que el precio del Dólar llegue nuevamente al máximo histórico de S/3.633¹. Para el 2006 consideramos que las intervenciones del BCRP tendrán dos escenarios diferenciados. Una postura vendedora de divisas durante el 1S06 para atenuar la volatilidad cambiaria, y una postura compradora durante el 2S06 con el fin de compensar la mayor oferta de dólares producto de la revisión al alza de nuestro estimado de superávit comercial.

Al margen del factor político, una razón fundamental que continuaría presionando el Dólar hacia el alza es el diferencial entre tasas de interés favorables a los rendimientos en moneda extranjera. Ello afectaría el proceso de desdolarización financiera pudiendo incluso revertirse moderadamente. Sin embargo, como comentamos en la sección 7 de este reporte, el ente emisor buscaría, por lo menos, mantener el diferencial de tasas con la Fed.

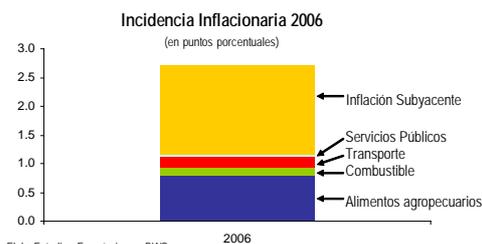
Como resultado de la depreciación del Nuevo Sol, hemos revisado al alza nuestra proyección de tipo de cambio real, de 3.6% a 5.1%, impacto que sería compensado por un menor aumento de la inflación externa multilateral (reducimos nuestro pronóstico de 4.7% a 3.7%), favoreciendo la competitividad del sector exportador.

2. Nivel de Precios

La revisión de nuestras proyecciones de inflación para el año 2006 tiene como eje central el cambio en las condiciones climáticas (escasez de lluvias), lo que llevaría a la inflación a ubicarse en el tramo superior de la banda objetivo (entre 2.5% y 3.5%)², apuntando hacia 2.7%. No obstante, ello no afectaría que por quinto año consecutivo se cumpla con el esquema de metas de inflación que el ente emisor mantiene desde el año 2002.



Fuente: Senamhi (20/12/05) Elab: Estudios Económicos - BWS



Elab: Estudios Económicos - BWS

- ❑ Los cambios en la percepción de las condiciones climáticas obedecen a cierto retraso en las lluvias, lo que hace prever, según el Ministerio de Agricultura, que el año 2006 podría ser un "año seco". Según los pronósticos de Senamhi la ocurrencia de lluvias se ubicaría por debajo de sus niveles normales, lo que conjuntamente con los bajos niveles de almacenamiento de agua en los reservorios del norte del país, afectarían la cosecha para el próximo año, presionando los precios de algunos alimentos, como arroz y papa, al alza.
- ❑ En menor medida, se prevé también cierta recuperación de las tarifas de transporte, principalmente aéreo e interprovincial, como consecuencia de los mayores costos que enfrenta el sector (combustibles³ y tipo de cambio), lo que sería posible por la relativa recuperación del ingreso de la población. Finalmente, cabe agregar un moderado incremento de la inflación subyacente, impulsada por la política monetaria expansiva de los meses previos y por el efecto *pass through* que el tipo de cambio tendría sobre los precios de los bienes transables durante los próximos meses.

¹ Valor alcanzado el 31/05/01, vísperas de la segunda vuelta electoral.

² Nuestra proyección inicial fue de 2.2% para el 2006, con condiciones climáticas favorables.

³ Los precios internos de los combustibles crecieron 7% en el 2005 y lo harían 4% en el 2006. Cabe destacar que recientemente el gobierno amplió por 180 días la vigencia del Fondo de Estabilización de precios de los combustibles.

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(variación porcentual real)

| | 2004 | 2005 E | 2006 E |
|-------------------------|------|--------|--------|
| Oferta Global | 5.6 | 7.1 | 4.5 |
| PBI | 4.8 | 6.0 | 4.4 |
| Importaciones | 10.4 | 13.2 | 4.9 |
| Demanda Global | 5.6 | 7.1 | 4.5 |
| Demanda Interna | 3.9 | 5.7 | 4.4 |
| Consumo privado | 3.4 | 4.5 | 3.8 |
| Consumo público | 4.1 | 8.4 | 6.6 |
| Inversión Bruta Interna | 5.8 | 9.1 | 5.6 |
| Inversión Bruta Fija | 8.5 | 10.9 | 5.9 |
| -Privada | 9.0 | 11.1 | 5.9 |
| -Pública | 5.5 | 10.1 | 6.2 |
| Exportaciones | 14.7 | 13.7 | 4.8 |

Nota: PBI Nominal

En millones de S/. 234,261 S/. 252,085 S/. 268,945

En millones de US\$ \$68,670 \$76,459 \$78,685

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

3. Demanda y Oferta Global

Durante el 2006 la **demanda interna** se expandiría en 4.4%, ligeramente por debajo del 4.5% estimado inicialmente. Este ajuste estaría explicado por un crecimiento de la **inversión privada** menor al esperado originalmente (5.9% vs. 8.0%), como consecuencia de un mayor ruido político, asociado al proceso electoral de abril. Si bien es cierto que las inversiones en marcha (Cerro Verde, Southern, Bayóvar, Camisea, etc) no se verían mayormente afectadas, **la incertidumbre política sí ocasiona la postergación de las decisiones de inversión privada y de consumo en bienes duraderos**. Cabe anotar que este proceso incidiría en un menor ritmo de crecimiento durante el 1S06. Lo anterior sería parcialmente contrarrestado por un mayor dinamismo del **consumo y la inversión pública**.

4. Producción Sectorial

Para el 2006 mantenemos nuestro estimado de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) en 4.4%. Sin embargo, a **nivel del Valor Agregado Bruto (VAB) prevemos una menor contribución de los sectores primarios**, asociada principalmente a una desaceleración de la producción agropecuaria, así como una ligera mejora en el ritmo de crecimiento de sectores vinculados a la demanda interna como Construcción y Manufactura.

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variación porcentual real)

| Sector Económico | 2004 | 2005 E | 2006 E |
|-------------------------|------------|------------|------------|
| Agropecuario | -1.1 | 4.7 | 2.9 |
| Pesca | 30.5 | -1.7 | 3.4 |
| Minería e Hidrocarburos | 5.4 | 7.9 | 3.6 |
| Minería metálica | 5.3 | 6.5 | 3.1 |
| Petróleo y gas | 7.1 | 23.6 | 8.2 |
| Manufactura | 6.7 | 6.1 | 4.5 |
| Primaria | 5.9 | 0.2 | 2.9 |
| No primaria | 6.9 | 7.5 | 4.9 |
| Construcción | 4.7 | 8.0 | 6.3 |
| Comercio | 4.8 | 5.9 | 4.3 |
| Otros servicios | 4.7 | 5.8 | 4.5 |
| VAB | 4.6 | 6.0 | 4.4 |
| Impuestos | 6.4 | 6.2 | 4.7 |
| PBI | 4.8 | 6.0 | 4.4 |
| VAB primario | 3.1 | 5.0 | 3.2 |
| VAB No primario | 5.1 | 6.3 | 4.7 |

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Los principales cambios incorporados en la evolución de la producción sectorial son:

- ❑ El **sector agropecuario** crecería 2.9%, menor al 4.1% estimado inicialmente, como resultado del menor ritmo de expansión del subsector agrícola (2.4% vs. 4.7%). Esta revisión está sustentada en el retraso del inicio del período de lluvias, lo que limitaría la disponibilidad de agua para los cultivos, afectando el área sembrada y el rendimiento de los cultivos. Así, en lo que va de la campaña agrícola 2005/06 se registra un retraso en la siembra de 61,000 hectáreas respecto a la campaña anterior, en especial en cultivos como arroz, papa y maíz amarillo duro.
- ❑ El **sector Minería e Hidrocarburos** se expandiría en 3.6%, tasa igual a la estimada previamente. No obstante, prevemos un menor dinamismo de la producción minera (3.1% vs. 3.3%) debido a la menor producción de oro, dado que la mayor extracción en Alto Chicama sería contrarrestada por la menor producción de Minera Yanacocha, empresa que registraría una producción récord de 3.25 millones de onzas durante el 2005. Mientras que la producción de hidrocarburos crecería en mayor medida (8.2% vs. 5.9%), pues prevemos una mayor extracción de hidrocarburos líquidos y que no se repitan las fallas en el ducto de Camisea.
- ❑ El **sector Construcción** registraría un crecimiento de 6.3%, por encima del 5.1% estimado originalmente. La revisión obedece a que esperamos que el consumo interno de cemento alcance 4.7 millones de TM (390 mil TM en promedio mensual), impulsado por la mayor demanda del sector privado para la edificación de viviendas y obras de infraestructura. Cabe anotar que en el 4T05 se habría registrado un promedio mensual de 400,000 TM, por lo que el menor promedio mensual del 2006 obedecería a la menor actividad del sector durante el 1S06, dado que es usual, como mencionamos antes, que la demanda de bienes duraderos, como el cemento, se desacelere durante el período electoral.

Consumo Interno de Cemento

(en millones de TM)



Fuente: INEI, Estudios Económicos-BWS

Balanza Comercial

| | Mill. US\$ | | Var % | |
|--------------------------|---------------|---------------|-------------|------------|
| | 2005E | 2006E | 2005E | 2006E |
| Exportaciones | 16,553 | 18,095 | 31.2 | 9.3 |
| Tradicionales | 12,185 | 13,235 | 35.0 | 8.6 |
| Mineros | 9,116 | 9,865 | 31.1 | 8.2 |
| Petróleo y derivados | 1,372 | 1,537 | 112.3 | 12.0 |
| Agrícolas | 352 | 373 | 8.1 | 6.0 |
| Pesqueros | 1,346 | 1,460 | 21.9 | 8.5 |
| No tradicionales | 4,238 | 4,727 | 21.9 | 11.5 |
| Otros | 131 | 133 | 15.4 | 1.8 |
| Importaciones | 12,064 | 13,246 | 22.8 | 9.8 |
| Bienes de Consumo | 2,278 | 2,445 | 15.5 | 7.3 |
| Bienes de capital | 3,004 | 3,272 | 27.0 | 8.9 |
| Insumos | 6,651 | 7,403 | 24.2 | 11.3 |
| Otros | 131 | 128 | 1.2 | -2.9 |
| Balanza Comercial | 4,489 | 4,849 | 60.7 | 8.0 |

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

| Promedio anual | 2005 | 2006 |
|----------------------------------|-------------|--------------|
| Términos de Intercambio | 9.9% | -0.4% |
| Índice de precios de importación | 7.5% | 4.8% |
| Índice de precios de exportación | 18.2% | 4.4% |
| <i>De los cuales</i> | | |
| Oro (US\$/oz) | \$445 | \$507 |
| Cobre (US\$/TM) | \$3,676 | \$3,541 |
| Zinc (US\$/TM) | \$1,540 | \$1,652 |
| Plomo (US\$/TM) | \$975 | \$976 |

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

BALANZA DE PAGOS (en millones de dólares)

| | 2004 | 2005 E | 2006 E |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Balanza Comercial | 2,793 | 4,490 | 4,849 |
| Exportaciones | 12,617 | 16,553 | 18,095 |
| Importaciones | 9,824 | 12,063 | 13,246 |
| Balanza en Cuenta Corriente | -10 | 836 | 545 |
| % del PBI | 0.0 | 1.1 | 0.7 |
| Cuenta Financiera | 2,447 | 1,370 | 746 |
| Sector Público | 988 | -1,330 | -250 |
| Sector Privado | 1,348 | 2,774 | 996 |
| Saldo de BP (Flujo de RIN) | 2,437 | 1,665 | 1,300 |
| Saldo de RIN | 12,631 | 14,296 | 15,596 |

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

- El sector **Manufactura** mostraría una expansión de 4.5%, ligeramente superior al 4.3% estimado inicialmente, sustentado en una revisión al alza de la evolución de las ramas no primarias (4.9% vs. 4.7%). Este comportamiento obedece al mayor dinamismo de las industrias vinculadas al mercado de exportación, como resultado de una mejora relativa del panorama económico de la economía mundial para el 2006 y por el positivo desenlace en las negociaciones para un TLC con EE.UU. Esto último beneficiaría básicamente a la industria de confecciones. Asimismo, prevemos una evolución positiva de la industria vinculada al sector construcción en vista del ya comentado mayor dinamismo de este sector.

5. Sector Externo

Hemos revisado al alza nuestra proyección de superávit de **Balanza Comercial** en US\$1,300 millones. Esta significativa mejora estaría sustentada en un aumento del índice de precios de exportación, especialmente de productos mineros, asociado, a su vez, al mejor panorama mundial para el 2006 del que inicialmente habíamos previsto. Así los **términos de intercambio** caerían en menor medida (-0.4% vs -5.5%) producto de las mejores expectativas sobre el comportamiento futuro de los precios de exportación, principalmente oro, cobre y zinc.

Durante el 2006 las exportaciones ascenderían a US\$18,095 millones, superior en US\$1,394 millones a los estimados originalmente, de los cuales US\$1,059 millones (76%) corresponden al **efecto precio** de las exportaciones mineras; destacando los casos del cobre (US\$422 millones) y oro (US\$325 millones).

En el caso de las **exportaciones no tradicionales**, éstas ascenderían a US\$4,727 millones, ligeramente por encima de los US\$4,690 millones estimados inicialmente. En líneas generales, la evolución sectorial se mantendría respecto de nuestras proyecciones anteriores, con excepción de las exportaciones textiles, siderometalúrgicas y joyería, que mostrarían un mayor dinamismo.

Durante el 2006 las **importaciones** ascenderían a US\$13,246 millones, monto superior a los US\$13,153 millones estimados originalmente. Al interior del sector hemos realizado ligeros ajustes, destacando la reducción del monto estimado en la importación de combustibles, producto del menor precio por barril esperado para el petróleo WTI (US\$61.7 vs. US\$64.4). De otro lado, hemos incrementado ligeramente nuestro estimado de importación de bienes de consumo no duradero, dado que la menor producción agrícola propiciaría una mayor importación de alimentos en relación al 2005.

La balanza en **cuenta corriente** para el año 2006 presentaría un superávit de 0.7% del PBI. Si bien al superávit comercial se le agregaría el ingreso de mayores flujos procedentes por remesas, tales factores serían contrarrestados por un mayor saldo deficitario en la balanza de servicios (producto del dinamismo del comercio exterior) y en la renta de factores (producto de las mayores utilidades obtenidas por empresas extranjeras, principalmente de aquellas vinculadas al sector minería e hidrocarburos gracias a los elevados precios internacionales).

Con respecto al financiamiento, mantenemos nuestra expectativa de flujos negativos por el lado del sector público, producto principalmente de la preferencia hacia emisiones locales más que en el exterior. Por el lado privado, es previsible un leve aumento producto del efecto marginal

de las mayores utilidades de empresas extranjeras (lo que se compensaría con una menor tasa de reinversión ante la incertidumbre de los agentes por el futuro político del país). De esta manera, el saldo de la balanza de Pagos se mantendría en alrededor de US\$1,300 millones.

6. Sector Fiscal

SECTOR PÚBLICO
(en % del PBI)

| | 2004 | 2005 E | 2006 E |
|------------------------------|------|--------|--------|
| Gobierno Central | | | |
| Presión Fiscal ^{1/} | 15.1 | 15.7 | 15.2 |
| Presión Tributaria | 13.3 | 13.6 | 13.2 |
| Gasto No Financiero | 14.6 | 14.3 | 14.7 |
| Corriente | 12.8 | 12.6 | 13.0 |
| Capital | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| Resultado Primario | 0.6 | 1.5 | 0.6 |
| (en millones de dólares) | 411 | 1,167 | 472 |
| Intereses | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| Otras Entidades SPNF | 0.2 | 0.2 | 0.5 |
| Déficit Fiscal SPNF | -1.1 | -0.2 | -0.8 |
| (en millones de dólares) | -722 | -149 | -634 |

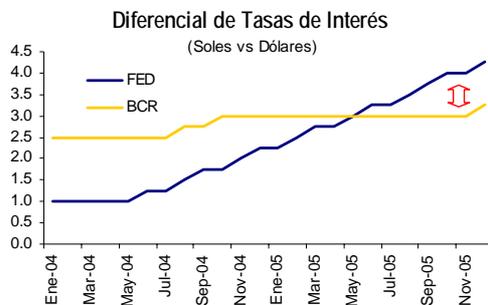
^{1/} Ingresos Corrientes / PBI

Fuente: BCRP-Estudios Económicos - BWS

La revisión de nuestras proyecciones en materia fiscal no arrojan mayores cambios de carácter cuantitativo (el **déficit fiscal** incluso se reduciría de 0.9% del PBI inicialmente previsto a 0.8% del PBI), existiendo altas probabilidades de cumplir la meta fiscal (1% del PBI). No obstante, se perciben mayores presiones de gasto público principalmente relacionadas a gastos corrientes, lo que implicaría en parte el sacrificio de los ya reducidos niveles de inversión pública.

La política de financiar gastos de carácter permanente con ingresos transitorios (1.2% del PBI para el 2005), que incluyen aquellos provenientes del ITF, ITAN y del ciclo alcista de los metales, reflejan la fragilidad estructural de las cuentas fiscales en el mediano plazo, que si bien cuantitativamente no comprometen la viabilidad fiscal del 2006, podrían involucrar aumentos en el déficit fiscal a niveles superiores al 3% del PBI, una vez acabado el favorable entorno internacional. Adicionalmente hay que tener en cuenta que en el 2008 y sobretodo entre el 2012 y 2015 el servicio de la deuda pública externa presenta una elevación importante, que de no tomar acción alguna podría provocar un aumento del déficit del sector público.

7. Sector Monetario



Fuente: BCRP Elab: Estudios económicos - BWS

Desde diciembre del 2005 el BCRP incluyó los cambios en su tasa referencial como herramienta para reducir la volatilidad en el mercado de cambios. Consideramos que mediante incrementos en su tasa referencial el ente emisor buscará mantener y de ser posible reducir el diferencial con respecto a las tasas internacionales (actualmente en 100pbs). Si bien nuestras proyecciones asumen un incremento de las tasas internacionales de al menos 50pbs durante el 2006 (llevando la tasa Fed a 4.75%), consideramos que de haber incrementos mayores, las tasas del BCRP mantendrían la misma tendencia buscando mantener y/o recortar tal diferencial a 75pbs o 50pbs, de tal manera que reduzca la presión devaluatoria sobre el Nuevo Sol y no desincentive el proceso de desdolarización.

BALANCE DE RIESGOS

En términos generales, consideramos que los principales riesgos que podrían alterar la trayectoria de nuestros pronósticos están relacionados a:

A nivel internacional

- Un mayor aumento de los ya abultados déficit "gemelos" en EE.UU, que conjuntamente con el potencial estallido de la "burbuja" inmobiliaria provoquen una reacción negativa de los mercados.
- Que se genere una alta volatilidad producto del proceso electoral por el que atravesará la región durante el año 2006, principalmente si ella se origina en Brasil.
- La amenaza del virus de la gripe aviar, que podría provocar la depresión del sector avícola.

A nivel local

- Que no gane las elecciones un candidato que tenga políticas económicas pro-mercado.
- Que el déficit de lluvias sea mayor al previsto lo que se traduciría en una menor producción agrícola y de energía eléctrica de origen hidráulico, un aumento de las importaciones de alimentos como arroz, azúcar y maíz amarillo duro y una presión al alza sobre sus precios.
- Que no se firme durante el 2006 el Tratado de Libre Comercio (TLC) con EE.UU., por la demora en la aprobación del mismo en los Congresos de Perú o de EE.UU.
- Que las presiones de gasto público continúen distorsionando la asignación de recursos.

Impacto de la incertidumbre electoral en las elecciones del 2002 en Brasil

A manera de ilustración, para tener una idea del impacto de la incertidumbre política, en el siguiente cuadro podemos apreciar el rezago y la duración de un *shock* negativo sobre un conjunto de variables económicas-financieras.

El ejercicio distingue claramente dos subconjuntos de variables (i) aquellas cuyo impacto es recibido con un rezago de dos trimestres, y que perduran hasta tres trimestres, aluden principalmente al nivel de inversión y del PBI; y (ii) aquellas cuyo impacto se anticipan al *shock* (proceso electoral) y que se disipan una vez culminado éste (tipo de cambio y mercado bursátil).

Brasil: Impacto negativo en principales indicadores financieros y económicos ante incertidumbre política del proceso electoral de setiembre del 2002

| | -1T | Período Electoral | +1T | +2T | +3T | +4T |
|--|-----|-------------------|-----|-----|-----|-----|
| Producto Bruto Interno (var. %) | | | | x | x | x |
| Inversión bruta fija (var. %) | | | | x | x | x |
| Tipo de cambio (Var%) | x | x | | | | |
| Bovespa (var. %) | x | x | | | | |
| Riesgo país (fin de período) | x | x | | | | |
| Tasa CD's 90 días (Volatilidad) | x | x | | | | |
| Flujo neto IED (US\$ mill.) | | | | x | x | |
| Flujo neto inversiones de extranjeros en Renta Fija y Variable | | x | | x | | |

Fuente: Bloomberg. Elaboración: Estudios Económicos-BWS

Este ejercicio puede servirnos para darnos una idea del impacto que generaría en el PBI un mayor nivel de incertidumbre en el proceso electoral peruano. Así, de generarse tal situación, el PBI y la inversión se afectarían, de manera importante, entre el 4T06 y el 2T07, el mismo que operaría a través de una postergación de las decisiones de inversión privada.

Finalmente, variables como tipo de cambio, riesgo país, tasas de interés y mercado bursátil tendrían un impacto que duraría el 1S06. En ambos subconjuntos de variables, el ejercicio asume que la incertidumbre se disiparía hacia finales del 1S06, de no ser el caso el impacto negativo podría ser mayor.

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



Enrique Spihlmann Denegri *Gerente General* 211-6695
 Sonia Obregón de Espinoza *Gerente Control Interno* 211-5911
 Aurelio Díaz Pro *Head Trader* 211-6552
 Jaime Blanco Sánchez *Trader* 211-6575
 Julio Mavila Raaijen *Trader* 211-6576
 Liliana García Gonzales *Jefe Comercial* 211-5914
 Rosa Torres Belon Cannon *Broker* 211-5913
 Bruno Calle Méndez *Broker* 211-5921
 Felix Niño *Broker* 211-5912

Tesorería

Luis F. Flores Arbocco *Gerente* 211-6250
 Pablo León Prado *Jefe de Cambios* 440-4401
 Elbia Castillo Calderón *Jefe Money Market e Inversiones* 440-9001
 Wenceslao Aste Piccone *Trader de Inversiones* 440-6460
 Nelson Cantuarias Portugal *Moneda Extranjera*
 Gladys Huamán Camacho *Moneda Nacional* 440-9001
 Jorge Villalta Valdez *Trader - Mesa de Cambios* 440-6460
 Fernando Suito Gonzalo *Mesa de Cambios*
 Liliana Ordoñez Vega *Mesa de Distribución*
 Manuel A. Salcedo Molina *Mesa de Distribución* 440-6003



Diana M. Arce Taramona *Gerente General* 211-6714
 Carlos Farro Ruiz *Gerente de Inversiones* 211-6726