

# REVISIÓN PROYECCIONES 2006 Y PERSPECTIVAS 2007

### RESUMEN EJECUTIVO

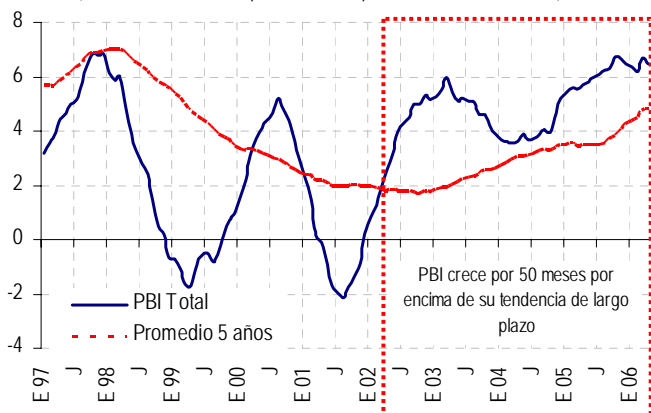
- El 2006 será un año de consolidación del dinamismo de la actividad económica, por lo cual prevemos que a diciembre alcanzaremos 64 meses consecutivos de crecimiento económico. En esa línea, esperamos que la **actividad económica** se expanda 5.7% durante el 2006 y 5.4% en el 2007 como consecuencia, principalmente, de un mayor dinamismo de la demanda interna (7.5% en el 2006 y 5.4% en el 2007), y en especial de la inversión privada (15.3% en el 2006 y 10.5% en el 2007).
- Algunos hechos saltantes del **crecimiento económico** que venimos experimentando y que deben resaltarse son:
  - ⇒ El **PBI acumula a abril del 2006, 50 meses consecutivos de crecimiento por encima de su promedio de largo plazo** (4.7% como promedio anual en los últimos cinco años). Como crecimiento de largo plazo, a nivel sectorial, destacan por su dinamismo, los sectores minería e hidrocarburos (8.7%), construcción (5.4%) y manufactura (5.1%), en este último caso vale la pena resaltar el crecimiento de las ramas no primarias (6%).
  - ⇒ Por el lado del gasto, destacó nitidamente el crecimiento (promedio anual de los últimos cinco años) del volumen de las exportaciones (9.8%), seguido por la inversión privada (6%) y el consumo privado (3.6%).
  - ⇒ El resultado del dinamismo de la actividad económica se vio reflejado en un crecimiento promedio anual del PBI per cápita de 2.5% en términos reales, con lo cual al final del presente año, recién superaremos el nivel de 1975 (ver gráfico).

Cabe destacar que con el PBI per cápita que alcanzaremos en el 2006 (cercano a S/5,700 nuevos soles de 1994) duplicaremos nuevamente (ya en 1975 se hizo) el PBI de 1950, lo cual dice mucho del tiempo perdido en gran parte de los últimos 30 años.

Por ello uno de los desafíos en el futuro, debe ser duplicar el PBI per cápita, siendo necesario que la economía mantenga una alta tasa de crecimiento en forma sostenida. Así, por ejemplo, si la economía crece en promedio anual en 5%, en 20 años se lograría duplicar el PBI per cápita, mientras que si el crecimiento se acelera a 7%, el objetivo se alcanzaría en cerca de 13 años.

### Producto Bruto Interno

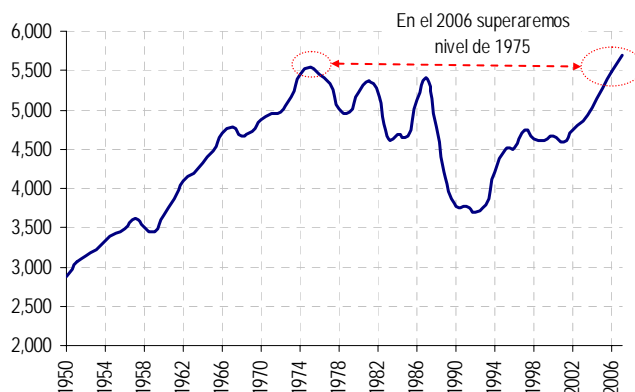
(Var% últ. 12 meses, respecto de similar período de un año anterior)



Fuente: INEI. Elab. Estudios Económicos-BWS

### PBI per cápita

(millones de soles de 1994)



Fuente: BCR. Elab. Estudios Económicos-BWS

## Reporte Macroeconómico

- Durante el 2006, el sector externo, seguiría beneficiándose de las altas cotizaciones internacionales, así, prevemos que los términos de intercambio se eleven en 20.1%, considerando un incremento récord en los precios de exportación de 29%. Con ello las exportaciones superarían los US\$22 mil millones, cifra que más que duplica los niveles de hace tres años. Considerando unas importaciones de casi US\$15 mil millones, el superávit de la balanza comercial se ubicaría en US\$7,384 millones.

Para el 2007, prevemos una ligera corrección en los precios de los *commodities*, con lo cual los precios de exportación caerían 3.7%, sin embargo los mayores volúmenes de cobre provenientes de la ampliación de Cerro Verde contrarrestarían parcialmente este efecto precio, con lo cual se alcanzaría un superávit comercial de US\$6,601 millones.

- El panorama favorable del sector externo así como el dinamismo de la demanda interna viene beneficiando de manera importante las cuentas del sector fiscal, así por ejemplo prevemos que la presión tributaria se eleve, en el 2006, a 14.9% del PBI, el nivel más alto desde 1980. Lo anterior, junto con un crecimiento real del gasto no financiero de 8.9%, permitirá que durante el 2006 se presente un superávit fiscal de 0.2% del PBI, luego de nueve años. Un hecho a destacar, es que dada la buena coyuntura de la caja fiscal, el gobierno no necesitará recurrir al mercado internacional para cubrir sus necesidades de financiamiento, sin embargo es probable que si emita bonos globales como parte de su estrategia de administración de pasivos internacionales.

Para el 2007 prevemos una menor presión tributaria, debido a la obtención de menores ingresos extraordinarios, principalmente vinculados al descenso esperado de los precios de exportación y a la desgravación arancelaria como parte de la implementación del TLC con EE.UU. Mientras que por el lado del gasto se prevé una elevación en los niveles de inversión pública, principalmente en infraestructura, con lo cual esperamos un déficit fiscal de 0.5% del PBI.

- Por el lado monetario, en lo que resta del 2006 y el 2007, el ente emisor no enfrentará mayores presiones inflacionarias, por lo que prevemos que la inflación se ubique en 2.5% en cada año. Asimismo, esperamos que el BCR mantenga una postura compradora de moneda extranjera con el fin de compensar su mayor oferta, producto de los flujos de divisas provenientes del superávit de la balanza comercial, lo que podría ser complementado por una posición similar del Banco de la Nación. En esa línea apuntamos a que el tipo de cambio promedio se ubique en S/.3.28 en el 2006 y S/.3.26 en el 2007. Finalmente, creemos que el BCR mantendría la orientación de la política monetaria, desacelerando por un lado el crecimiento de emisión y por el otro introduciendo cambios marginales a su tasa de referencia.

### PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>1)</sup>	2007 <sup>2)</sup>
<b>Sector Real (Var%)</b>										
Producto Bruto Interno	-0.7	0.9	3.0	0.2	5.2	4.0	5.2	6.4	5.7	5.4
VAB Sectores Primarios	-1.0	12.5	5.9	2.6	7.1	2.9	4.1	5.5	1.3	4.1
VAB Sectores No Primarios	-0.7	-0.9	2.2	-0.3	4.5	4.1	5.3	6.3	6.7	5.9
Demanda Interna	-0.9	-3.1	2.3	-0.6	4.4	3.5	4.4	5.5	7.5	5.4
Consumo privado	-0.9	-0.4	3.7	1.5	4.6	3.2	3.5	4.7	5.0	4.4
Inversión bruta fija privada	-2.4	-15.2	-1.7	-4.7	-0.1	5.6	9.1	13.9	15.3	10.5
PBI (millones de US\$)	56,775	51,551	53,347	53,943	57,042	61,547	69,716	79,348	86,247	93,952
Población (millones) <sup>2)</sup>	24,389	24,806	25,221	25,631	26,034	26,431	26,825	27,219	27,619	28,024
PBI per cápita (miles de US\$)	2,328	2,078	2,115	2,105	2,191	2,329	2,599	2,915	3,123	3,353
<b>% del PBI</b>										
Consumo Privado	71.4	70.4	71.2	72.3	71.8	70.6	68.4	66.1	64.8	63.9
Inversión Bruta Interna	23.6	21.1	20.2	18.7	18.9	18.7	18.9	18.5	19.7	20.4
Exportaciones Bienes y Servicios	13.3	14.8	16.0	15.8	16.4	17.7	20.7	24.5	28.7	27.2
<b>Precios y tipo de cambio</b>										
Inflación anual	6.0	3.7	3.7	-0.1	1.5	2.5	3.5	1.5	2.5	2.5
TC promedio (S/.xUS\$)	2.93	3.38	3.49	3.51	3.52	3.48	3.41	3.30	3.28	3.26
TC fin (S/.xUS\$)	3.16	3.51	3.53	3.45	3.52	3.46	3.28	3.43	3.25	3.25
<b>Sector Externo (millones de US\$)</b>										
Balanza en cuenta corriente	-3,321	-1,465	-1,526	-1,144	-1,063	-935	-10	1,030	770	-3
(% del PBI)	- 5.8	- 2.8	- 2.9	- 2.1	- 1.9	- 1.5	- 0.0	1.3	0.9	0.0
Balanza Comercial	-2,437	-655	-411	-195	292	836	2,793	5,163	7,384	6,601
Exportaciones de bienes	5,757	6,088	6,955	7,026	7,714	9,091	12,617	17,247	22,324	22,855
Importaciones de bienes	-8,194	-6,743	-7,366	-7,221	-7,422	-8,255	-9,824	-12,084	-14,940	-16,254
Flujo de RIN del BCRP	-986	-780	-224	433	985	596	2,437	1,466	2,000	1,500
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>										
Resultado Económico del SPNF	-1.0	-3.2	-3.3	-2.5	-2.3	-1.7	-1.1	-0.3	0.2	-0.5

<sup>1)</sup> Proyección.

<sup>2)</sup> Estimación tomando en consideración resultados del Censo 2005 y tasa de crecimiento de la población utilizada por el BCR

Fuente: INEI, BCR y Estudios Económicos-BWS

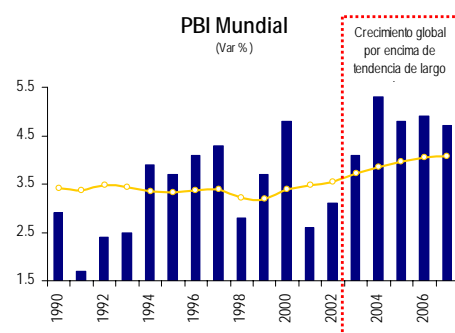
# Reporte Macroeconómico

## 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.....	8
4.1. Sector Agropecuario.....	8
4.2. Sector Pesca.....	9
4.3. Sector Minería e Hidrocarburos.....	9
4.4. Sector Manufactura.....	10
4.5. Sector Construcción.....	11
4.6. Sector Comercio.....	11
5. Sector Externo.....	12
5.1. Términos de intercambio.....	12
5.2. Balanza Comercial.....	12
5.3. Exportaciones.....	13
5.4. Importaciones.....	14
5.5. Balanza en Cuenta Corriente y Balanza de Pagos.....	14
6. Sector Fiscal.....	15
6.1. Déficit Fiscal.....	15
7. Sector Monetario.....	17
<b>BALANCE DE RIESGOS</b> .....	<b>18</b>
<b>ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD</b> .....	<b>18</b>

## PANORAMA INTERNACIONAL

### El mundo atraviesa un período de notable expansión económica...



Fuente: FMI. Elab. Estudios Económicos-BWS

Es evidente que el desempeño económico global en lo que va del 2006 se ha fortalecido, por lo que existe un relativo consenso respecto a que la fase expansiva por la que atraviesa la economía mundial se consolidaría en el presente año. Ello ha quedado confirmado luego de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) elevara significativamente su proyección de crecimiento del PBI mundial para el 2006, de 4.3% a 4.9%.

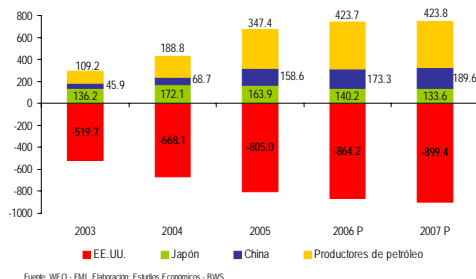
Esta evolución favorable de la economía global respondería a varios factores, destacando:

- i) la fortaleza de la demanda interna en EE.UU (en particular el consumo privado),
- ii) la sustancial expansión del consumo y la inversión en China, India y el resto de Asia,
- iii) el fuerte impulso que han generado las políticas monetarias expansivas en las principales economías -las cuales actualmente están revirtiéndose-, y
- iv) la amplia liquidez internacional, derivada en parte de lo anterior y además del enorme ahorro externo acumulado por un gran número de economías en vías de desarrollo, en particular del Medio Oriente, América Latina y Asia; liquidez que, en busca de retornos mayores a los ofrecidos por los mercados monetarios, ha financiado el crecimiento en economías tanto

## Reporte Macroeconómico

### Desequilibrio global en balanza de pagos: financiamiento del déficit externo de EE.UU.

(Saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos, US\$ miles de millones)



economías tanto industrializadas como emergentes.

### ... sin embargo, persisten elementos de riesgo...

El fuerte ritmo de crecimiento se ha traducido en presiones inflacionarias cada vez más notorias en los principales bloques económicos, ante lo cual los bancos centrales han proseguido con el ciclo alcista de sus tasas de interés referenciales. Sin embargo, existe el temor de que un mayor ajuste monetario afecte, más de lo previsto, el ritmo de actividad a escala global.

De otro lado, los enormes desequilibrios en balanza de pagos -en particular el déficit externo de EE.UU.- continúan alimentando el temor a una drástica corrección de los mismos vía una significativa depreciación del Dólar. Ello alimentaría las expectativas de una desaceleración global más pronunciada, afectando los precios de activos financieros y reales (inmuebles).

### Scotiabank: Proyecciones de tipos de cambio

(Cifras a fin de período)

Tipo de cambio	2004	2005	2006 P	2007 P
Dólares x Euro	1.37	1.18	1.30	1.35
Yenes x Dólar	102	117	105	95
Dólares x Libra	1.93	1.72	1.85	1.88
USD Canadienses x Dólar	1.21	1.16	1.06	1.04
Yuanes x Dólar	8.28	8.07	7.70	7.30

Fuente: Scotiabank. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

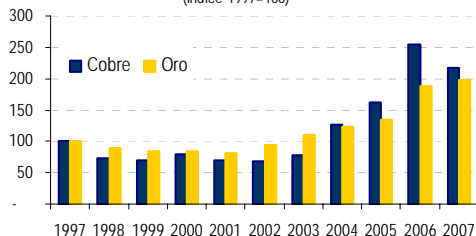
Por otra parte, la incertidumbre relativa al comportamiento de los precios del petróleo se mantendrá en el mediano plazo, ante las tensiones geopolíticas provenientes de Medio Oriente, la creciente demanda por hidrocarburos a escala global y las restricciones que seguirá enfrentando la oferta mundial de refinados de crudo. Así, se estima que el precio del petróleo de la variedad WTI no descendería por debajo de US\$ 60 por barril en los próximos años.

### Las economías de la región seguirían beneficiándose del escenario actual

América Latina continuaría beneficiándose de una fuerte demanda externa, que se traduciría en un sostenido crecimiento de sus exportaciones (los precios de las materias primas, aunque corregirían, se mantendrían elevados). Al mismo tiempo, considerando que el ciclo alcista de tasas de interés de referencia a escala global finalice en los próximos meses, la rentabilidad de las inversiones en la región -tanto de corto como de largo plazo- seguiría siendo atractiva, motivando el ingreso neto de capitales. De este modo, se puede prever que los países de la región continúen mejorando sus indicadores externos en el 2006 y 2007, en términos de reservas internacionales y deuda externa. Asimismo, dicha entrada de capitales podría traducirse en nuevas presiones de apreciación sobre las monedas regionales.

### Precios Nominales Promedio del Cobre y Oro

(Índice 1997=100)



Fuente: Coshilco y Consejo Mundial del Oro (WGC). Elab. Estudios Económicos-BWS.

Sin embargo, al igual que la mayoría de bloques económicos a nivel mundial, América Latina experimentaría un menor dinamismo en el 2007. Aunque ello respondería en parte a la fase de desaceleración económica global, también obedecería al lento progreso en reformas estructurales que se traduzcan en una mayor competitividad frente a regiones como el Sudeste Asiático o Europa del Este, así como a un menor dinamismo en la inversión privada -debido al contexto electoral por el que atraviesa la región en el presente año-. En este sentido, pese a que los niveles de riesgo país en la región se ubican cerca de aquellos correspondientes a economías con "grado de inversión", ello reflejaría la amplia liquidez internacional, de modo que aún es necesaria una sostenida mejora en los indicadores económicos a fin de que se alcance tal nivel de calidad crediticia.

Grado de inversión					
Moody's		S&P		Fitch	
Baa1	Chile, México, Tailandia	BBB+	Tailandia, Polonia	BBB+	Tailandia, Polonia
Baa2	Rusia, Túnez	BBB	México, Rusia, Túnez	BBB	Rusia, Túnez
Baa3	El Salvador, Croacia	BBB-	Rumania	BBB-	México, Croacia
Grado especulativo					
Moody's		S&P		Fitch	
Ba1	CR, Pan., Rumanía 1/	BB+	El Salvador, India	BB+	Pan., El Salvador 1/
Ba2	Colombia, Guatemala	BB	Bra., Col., Perú, Pan. 1/	BB	Col., CR, Perú 1/
Ba3	Brasil, Perú	BB-	Guatemala, Turquía	BB-	Bra., Venezuela 1/

1/ Bra. = Brasil; Col. = Colombia; Pan. = Panamá; CR = Costa Rica.

Fuente: Scotiabank. Elaboración: Estudios Económicos - BWS.

## ECONOMÍA PERUANA

Pasada la incertidumbre electoral, la evolución de los indicadores económicos vuelve a estar determinada, sobretodo, en el corto plazo, por los fundamentos y la expectativa de las políticas que, en materia económica, aplicará el nuevo gobierno elegido democráticamente el pasado 4 de junio. Resultará inédito, en la historia económica peruana, que el próximo gobierno reciba una economía con un sólido equilibrio macroeconómico, el cual está obligado a mantener y reforzar. En esa línea, confiamos en que se retomarán las reformas estructurales inconclusas y se implementen otras que permitan que los sectores de menores ingresos de la población puedan sentir los beneficios del crecimiento económico.

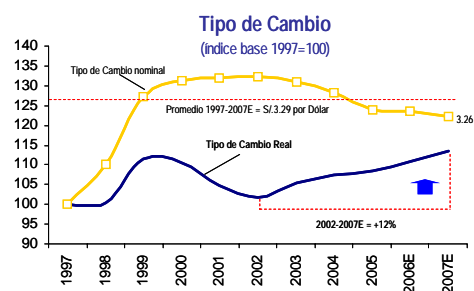
Bajo este escenario de política económica y considerando que se firme el TLC con los EE.UU, les presentamos la revisión de nuestras proyecciones 2006 y las perspectivas para el 2007.

### 1. Tipo de Cambio

#### TIPO DE CAMBIO

	2005	2006 E	2007 E
<b>Tipo de Cambio Nominal</b> (Nuevos Soles x Dólar)			
Promedio del Periodo	3.30	3.28	3.26
Fin del Periodo	3.43	3.25	3.25
<i>(Variaciones porcentuales)</i>			
Depreciación Promedio	-3.4	-0.4	-0.8
Depreciación Acumulada	4.5	-5.3	0.1
<i>(en términos promedio)</i>			
<b>Tipo de Cambio Real</b>	0.7	2.4	2.3

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS



Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

El comportamiento del Nuevo Sol durante el 1S06 no fue ajeno a los episodios de incertidumbre y volatilidad que caracterizan usualmente a los procesos electorales, situación que advertimos en nuestro Reporte Macroeconómico anterior. Sin embargo, tal volatilidad fue, en la práctica, menor a la prevista, principalmente por la postura de la política monetaria del BCR, que, desde diciembre del 2005 dejó de estimular la economía incrementando su tasa de referencia hasta en seis oportunidades consecutivas, llevándola de 3.0% a 4.5%. Al mismo tiempo, lo anterior permitió mantener los diferenciales respecto de los rendimientos de moneda extranjera, lo que conjuntamente con la intervención directa (venta de dólares) del ente emisor, permitió evitar un comportamiento más volátil en el mercado de cambios, y por tanto, la reversión del proceso de desdolarización financiera.

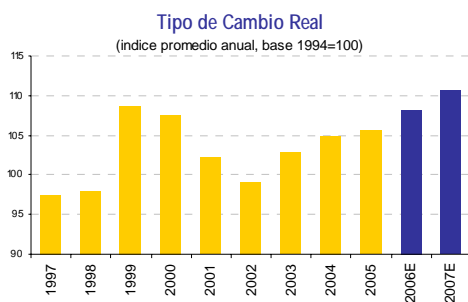
En línea con lo que previmos, durante el 1S06, el BCR asumió una posición neta vendedora (US\$294 millones) principalmente, a través de la operaciones *forwards*, mientras que para el 2S06 esperamos que el BCR asuma una postura compradora con el fin de compensar la mayor oferta de dólares producto de la revisión al alza de nuestro estimado de superávit comercial. La participación del ente emisor sería complementada por la posición compradora del Banco de la Nación, que desde el 2T06 viene adelantando el financiamiento de sus necesidades para el pago de la deuda externa tomando ventaja de la mayor disponibilidad de soles con que cuenta el Tesoro Público, a raíz del récord de recaudación y del bajo nivel del tipo de cambio.

En base al escenario descrito, esperamos una apreciación nominal de 0.4%, en términos promedio, lo que sería consistente con un **tipo de cambio** de S/3.28 en promedio para el año, ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 7 años.

Por su parte, la apreciación nominal esperada nos ha llevado a revisar a la baja nuestra estimación de **tipo de cambio real**, cuya variación ha pasado de 5.1% a 2.4%, manteniéndose en terreno positivo, reflejando la solidez de la posición competitiva del sector exportador, pues ésta alcanzaría su mejor nivel en 15 años.



## Reporte Macroeconómico



Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

Para el 2007, consideramos que en promedio el Nuevo Sol registraría un comportamiento relativamente estable, en medio de un contexto internacional volátil por la expectativa de nuevos incrementos de las tasas de interés mundiales, lo que conjuntamente con una corrección de los elevados precios alcanzados por los *commodities* mantendrían a los mercados financieros bajo presión, influyendo en un moderado aumento de la percepción de riesgo país. En este contexto, y a pesar del deterioro de los términos de intercambio (-7.9%), esperamos que el Nuevo Sol continúe apreciándose (0.8%) respecto del Dólar norteamericano, pues los aún favorables flujos provenientes del comercio exterior serían compensados por la participación tanto del Banco Central como del Banco de la Nación en el mercado de cambios.

No obstante, en términos reales, el sector exportador continuaría ganando competitividad durante el año 2007, al preverse un aumento de 2.3% en el tipo de cambio real promedio.

## 2. Nivel de Precios

**PRECIOS**  
(Variaciones porcentuales)

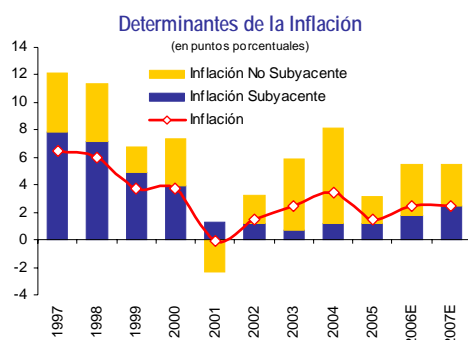
	2005	2006 E	2007 E
<b>Inflación Promedio</b>	1.6	2.4	2.4
<b>Inflación Anual</b>	1.5	2.5	2.5
<i>Subyacente</i>	1.2	1.8	2.5
<i>No Subyacente</i>	1.9	3.7	3.0
Alimentos con precios volátiles	1.6	7.0	3.0
Combustibles	6.9	5.0	2.5
Servicio de transporte	1.3	2.5	3.0
Servicios Públicos	-1.7	-3.0	0.5

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

Nuestras previsiones en torno al comportamiento de los precios han sido revisadas ligeramente hacia la baja, debido a una trayectoria relativamente estable del componente estructural de los precios (subyacente), y en menor medida por la menor depreciación esperada. Así, estimamos que la **inflación** se encuentre próxima al punto medio del rango objetivo del BCR, 2.5%, con lo cual se cumpliría por quinto año consecutivo con el esquema de metas de inflación que el ente emisor mantiene desde el año 2002.

Con respecto a los precios de los alimentos, prevemos un incremento de 7% para este año, debido principalmente a un incremento mayor al esperado de algunos precios, principalmente durante el 1T06, período en el cual el pollo, la papa y el azúcar concentraron el 60% del incremento de la inflación<sup>1</sup>. No obstante, los factores detrás de estas alzas, han iniciado un proceso de reversión de alzas durante los últimos 2 meses, producto de la normalización de las condiciones climáticas, que han permitido un mayor abastecimiento de estos productos.

Los servicios públicos registrarían un descenso en sus tarifas, principalmente de las eléctricas influenciadas por el impacto del gas de Camisea en la generación de energía. A ello se agregaría el impacto de la aplicación del factor de productividad en el sector telecomunicaciones.



Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

Para el año 2007, estimamos que la inflación se ubicaría alrededor del punto medio del rango objetivo (2.5%), incidiendo esta vez, básicamente, un menor aumento de los precios de los alimentos (3.0%) que el que se registraría el 2006, bajo un escenario de condiciones climatológicas normales<sup>2</sup> y una cierta aceleración de la inflación subyacente, que reaccionaría con cierto rezago a las políticas de estímulo monetario de meses atrás.

<sup>1</sup> Para mayor detalle ver Enfoque de la Semana: "La inflación hasta abril: Del efecto "pollo" al "efecto azúcar"". Reporte Semanal N°18 del 3/05/06 Departamento de Estudios Económicos - BWS.

<sup>2</sup> Bajo la información disponible a la fecha no se encuentran evidencias que las condiciones climatológicas para el próximo año tengan características de "año seco". Tampoco encontramos señales de la presencia del Fenómeno de El Niño.

## OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

(variación porcentual real)

	2005	2006E	2007E
<b>Oferta Global</b>	6.9	6.6	5.5
PBI	6.4	5.7	5.4
Importaciones	9.9	11.6	6.1
<b>Demanda Global</b>	6.9	6.6	5.5
Demanda Interna	5.5	7.5	5.4
Consumo privado	4.7	5.0	4.4
Consumo público	9.2	8.0	6.0
Inversión Bruta Fija	13.4	14.9	10.5
-Privada	13.9	15.3	10.5
-Pública	12.3	12.7	10.3
Exportaciones	13.9	2.3	6.1

**Nota: PBI Nominal**

	2005	2006E	2007E
En millones de S/.	S/. 261,691	S/. 283,408	S/. 306,096
En millones de US\$	\$79,415	\$86,247	\$93,952

Fuente: INEI, BCR y Estudios Económicos - BWS

## 3. Demanda y Oferta Global

Durante el 2006, la demanda interna registraría una expansión de 7.5%, sustentado básicamente en el crecimiento de la **inversión privada** (15.3%), producto tanto de la continuación de importantes proyectos iniciados en el 2005, como por el hecho de que el impacto del ciclo electoral sobre las expectativas de los inversionistas habría sido menor al esperado. Por su parte, la aceleración de la **inversión pública** (12.7%) estaría sustentada en la mayor disponibilidad de la caja fiscal que sería ejecutada, principalmente, por los gobiernos regionales con los recursos provenientes del canon.

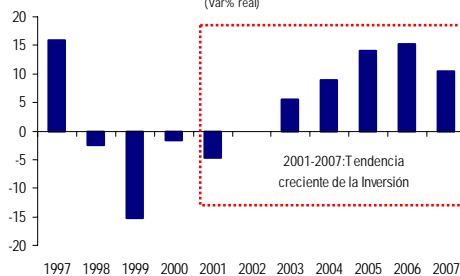
De otro lado, el **consumo privado** -que representa las dos terceras partes del PBI- mostraría un crecimiento de 5% gracias al gradual aumento en los niveles de empleo e ingreso, al sostenido incremento de la confianza de los consumidores y al mayor ritmo de expansión del crédito. A nivel desagregado, el gasto en alimentos continuaría exhibiendo un ritmo de crecimiento mayor al promedio<sup>3</sup>. Es importante resaltar que el mayor dinamismo del consumo privado se reflejaría tanto en la mayor producción de la rama manufacturera de alimentos y bebidas así como al aumento de las importaciones de bienes de consumo. Por su parte, el **consumo público** (8.0%) aceleraría su ritmo de expansión producto del incremento de las remuneraciones en los sectores Educación, Salud e Interior así como de los mayores gastos en bienes y servicios de parte de los gobiernos regionales y los costos asociados a los procesos electorales (presidencial, regional y municipal).

En lo que se refiere a las **exportaciones**, éstas mostrarían una significativa desaceleración respecto al 2005 puesto que prevemos un menor volumen exportado de harina de pescado, zinc y oro. Lo anterior sería más que compensado con el incremento de los precios de exportación (ver sección de términos de intercambio). Asimismo, continuaría la evolución positiva de la exportación de servicios, en particular de servicios turísticos.

**Para el 2007** prevemos un crecimiento de la demanda interna de 5.4%, como consecuencia de la continuación de la evolución positiva de la inversión privada, impulsada por el TLC con EE.UU. y porque los aún altos precios de los *commodities* y el esperado menor ruido político permitirían iniciar varios de los megaproyectos mineros que actualmente están etapa de evaluación. De la misma manera estimamos que continúe la fase expansiva del consumo y la inversión pública apoyadas en la prevista mejora de los ingresos fiscales. Así, el consumo privado crecería 4.4% mostrando una ligera desaceleración respecto al 2005, debido a la alta base de comparación pues entre el 2004 y el 2006 acumularía un incremento de 13.8%. Finalmente, la aceleración del ritmo de expansión de las exportaciones estaría asociada a los mayores embarques de productos mineros tras la conclusión de las obras de ampliación de la capacidad productiva de Sociedad Minera Cerro Verde.

### Inversión Bruta Fija Privada

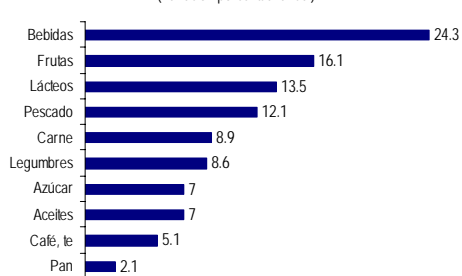
(Var% real)



Fuente: BCRP y Estudios Económicos-BWS

### Gasto en Alimentos durante el 2005

(variación porcentual anual)



Fuente: INEI-Encuesta Nacional de Hogares Elaboración: Estudios Económicos-BWS

<sup>3</sup> Durante el 2005 el gasto en alimentos mostró un aumento de 6.2% en valores corrientes según información de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) elaborada por el INEI.

## Reporte Macroeconómico

### PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual real)

Sector Económico	2005	2006E	2007E
Agropecuario	4.8	3.3	3.4
Pesca	1.2	-4.7	7.2
Minería e Hidrocarburos	8.1	0.5	4.6
Manufactura	6.5	5.1	5.3
Construcción	8.4	8.5	6.2
Comercio	5.2	6.4	5.8
Otros servicios	6.4	6.3	5.9
<b>VAB</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>
Impuestos	8.5	7.3	4.4
<b>PBI</b>	<b>6.4</b>	<b>5.7</b>	<b>5.4</b>
VAB primario	5.5	1.3	4.1
VAB No primario	6.3	6.7	5.9

Fuente: INEI, BCR y Estudios Económicos - BWS

## 4. Producción Sectorial

Durante el 2006 el **Valor Agregado Bruto (VAB)**<sup>4</sup> mostraría un crecimiento de 5.5%, debido principalmente al mayor dinamismo de los sectores no primarios (6.7%) vinculados a la demanda interna, los cuales aportarían 5.2 puntos porcentuales (p.p.) al incremento del VAB. Por su parte el **Producto Bruto Interno (PBI)** se expandiría en 5.7%, puesto que estimamos un incremento de 7.3% en los impuestos, explicado por la mayor recaudación por concepto de IGV, tanto interno como el aplicado a las importaciones.

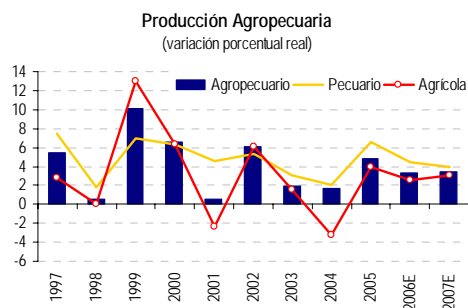
Para el 2007 estimamos un crecimiento de 5.5% del VAB, aunque a diferencia del 2006 prevemos un mayor dinamismo de los sectores primarios (4.1%) sustentado en la recuperación del sector pesquero y en la aceleración del ritmo de la producción minera. Por su parte, la expansión de los sectores no primarios (5.9%) sería explicada por el sostenido crecimiento de la demanda interna, lo que incidiría principalmente en los sectores construcción y manufactura. Finalmente, el PBI registraría un crecimiento de 5.4%, ligeramente menor al del VAB, puesto que estimamos una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la recaudación asociado principalmente al menor arancel promedio vinculado a la esperada entrada en vigencia del TLC con EE.UU.

### 4.1. Sector Agropecuario

El **sector agropecuario** registraría un crecimiento de 3.3% en el 2006. La producción agrícola, crecería 2.5%, tasa menor al 4% del 2005, debido básicamente a que la sequía registrada al inicio del período de siembras de la campaña agrícola agosto2005-julio2006<sup>5</sup>, originó una caída en la producción de los cultivos procedentes de la sierra durante el 1S06.

En los **cultivos tradicionales**, prevemos una evolución positiva liderada por las mayores cosechas de café y caña de azúcar, contrarrestado parcialmente por la menor producción de papa. Mientras que en los **cultivos no tradicionales**, continuaría la tendencia ascendente en la producción de espárragos, uvas, paltas, y, en menor medida, mangos y aceituna.

Para el 2007, prevemos que el sector agropecuario registre un crecimiento de 3.4% producto tanto del dinamismo de la producción agrícola (3%) como de la producción pecuaria (4%). En el primer caso, el estimado supone la presencia de condiciones climáticas normales, lo que permitiría la recuperación de la producción de la papa y la caña de azúcar. En cuanto a los cultivos no tradicionales esperamos una moderada aceleración en su ritmo de crecimiento, pues la esperada ratificación del TLC con EE.UU. permitirá un gradual incremento de la inversión en el campo, en la medida que se tenga la certeza del horizonte de recuperación de la inversión.



Fuente: MINAG Elaboración: Estudios Económicos-BWS

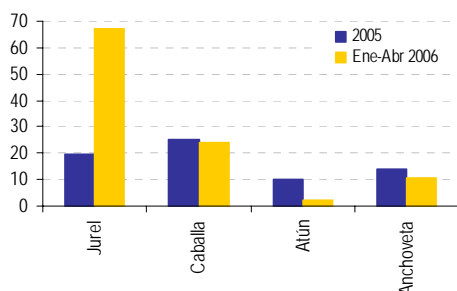
<sup>4</sup> El Valor Agregado Bruto (VAB) mide la evolución de la actividad productiva sin considerar los impuestos.

<sup>5</sup> Entre agosto y noviembre las áreas sembradas disminuyeron en 62,604 hectáreas (-6.1%) respecto a similar período de la campaña 2004-2005.



## Reporte Macroeconómico

Desembarque para Industria de Enlatados  
(en miles de TM)



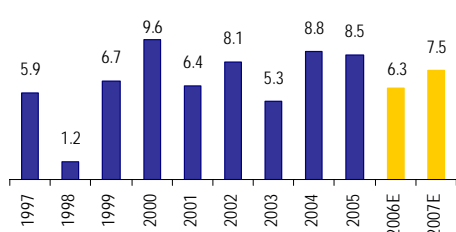
Fuente: Produce. Elaboración: Estudios Económicos-BWS

### 4.2. Sector Pesca

El sector Pesca mostraría una caída de 4.7% durante el 2006, sustentado en una menor captura de anchoqueta, lo que sería parcialmente contrarrestado por el mayor desembarque de especies destinadas al Consumo Humano Directo (CHD).

Los desembarques de **anchoqueta** alcanzarían 6.2 millones de TM, menores en 27% a lo registrado en el 2005, como consecuencia de una reducción de la biomasa de esta especie. Por su parte, la pesca para **Consumo Humano Directo** superaría las 850,000 TM como consecuencia de la mayor disponibilidad de especies para la industria de enlatados y, en menor medida para la industria de congelados. Así, el desembarque de especies para la industria de **enlatados** crecería en más de 50% pues estimamos un mayor abastecimiento de jurel y caballa debido a un incremento de su biomasa.

Desembarques de Anchoqueta  
(en millones de TM)



Fuente: Produce y Estudios Económicos-BWS

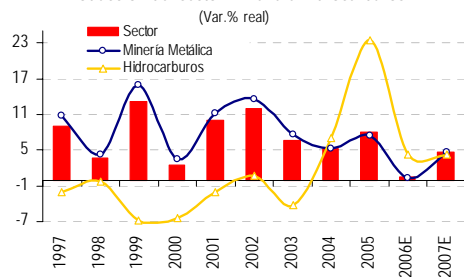
Durante el 2007, el sector Pesca registraría un crecimiento de 7.2%, como resultado de un aumento de alrededor de 20% en las capturas de anchoqueta. Así, esperamos que el desembarque de esta especie alcance los 7.5 millones de TM, nivel similar al promedio de captura de los últimos diez años. Esta proyección asume como supuesto la presencia de condiciones oceanográficas favorables y la no presencia del Fenómeno del Niño. En el caso de las especies para CHD esperamos un nivel de captura similar a la del 2006.

### 4.3. Sector Minería e Hidrocarburos

El sector Minería e Hidrocarburos se expandiría 0.5% durante el 2006. A nivel de subsectores, la **minería metálica** crecería sólo 0.3%, su menor expansión desde 1992, como consecuencia de:

- i) Un modesto incremento en la producción de **cobre** (1.4%), ya que la mayor producción de Cerro Verde sería contrarrestada parcialmente por la caída en la producción de Southern Copper Corp. como resultado de la menor ley de su unidad Toquepala.
- ii) Una caída en la producción de oro y zinc. En el caso del **oro** (caída cercana al 2%) se explica fundamentalmente por menor producción de Minera Yanacocha, que reduciría su producción en 700 mil onzas en el 2006 debido a la menor ley del mineral extraído, lo que sería parcialmente contrarrestado por la mayor producción de Barrick Misquichilca, en su unidad Alto Chicama en cerca de 400 mil onzas. En el caso del **zinc**, resaltaría la anunciada caída de 10% en la producción de Cía. Minera Antamina.

Producción del sector Minería e Hidrocarburos  
(Var. % real)

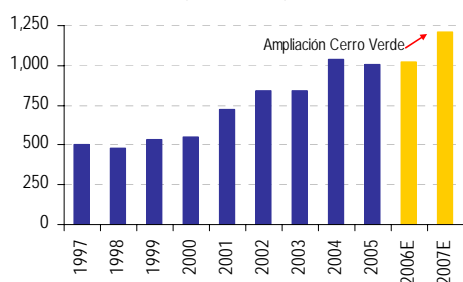


Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

El **subsector hidrocarburos** mostraría una expansión de 4.2% durante el 2006, tasa ostensiblemente menor a la del 2005. Sobresale la mayor extracción de gas natural (7.6%) producto de la gradual sustitución de diesel y petróleos residuales por parte de las empresas del sector industrial, lo que se suma a la demanda proveniente del sector eléctrico, el mayor consumidor de gas del país. Por su parte, el incremento en la producción de hidrocarburos líquidos (3.7%) sería sustentada por la mayor extracción de líquidos asociados al gas de Camisea, en particular por la mayor demanda de GLP, así como por la mayor extracción de

## Reporte Macroeconómico

Producción de Cobre  
(en miles de TM)



Fuente: MEM y Estudios Económicos-BWS

Producción Manufacturera  
(variación porcentual)

	2005	2006E	2007E
<b>Manufactura Total</b>	6.9	5.1	5.3
Manufactura Primaria	4.1	-0.4	4.2
Manufactura No Primaria	7.6	6.4	5.6
<b>Principales Ramas No Primarias</b>			
Alimentos y Bebidas	7.9	5.1	4.3
Textiles	5.6	4.8	5.4
Prendas de Vestir	0.1	3.6	5.1
Papel	22.9	10.2	7.5
Edición e Impresión	14.3	9.3	6.9
Químicos	10.1	6.5	5.9
Caucho y Plástico	7.4	7.3	5.8
Minerales No Metálicos	13.3	11.5	9.0
Hierro y Acero	6.7	7.5	8.9
Productos Metálicos	12.7	11.7	5.3

Fuente: Produce y Estudios Económicos - BWS

Nota: Las variaciones corresponden al Índice de Volumen Físico (IVF)

### Crecimiento Industrial Estimado: 2006

Más de 5%	Azúcar Refinada, Lácteos, Cerveza, Papel, Impresión, Aseo Personal y Limpieza, Pintura, Farmacéutico, Caucho, Plástico, Cemento, Pisos y Mayólicas, Productos Metálicos
Entre 2.5% y 5%	Cárnicos, Oleaginosos, Farináceos, Gaseosas, Textiles, Confecciones, Vidrio
Entre 0% y 2.5%	Edición, Productos de Madera, Refinación de Metales, Refinación de Petróleo
Menor a 0%	Harina de Pescado, Calzado

Fuente: Estudios Económicos-BWS

petróleo en los pozos de la costa norte del país gracias a los incentivos de la Ley para la Promoción de la Inversión en Explotación de Recursos y Reservas Marginales.

Durante el 2007, el sector Minería e Hidrocarburos se expandiría 4.6%, debido fundamentalmente a la aceleración del ritmo de crecimiento del subsector minero en 4.6%, como consecuencia de la mayor producción de cobre (18.5%) por la ampliación de la mina Cerro Verde. Mientras que, el subsector hidrocarburos experimentaría un crecimiento de 4.2% durante el 2007, debido básicamente a la esperada mayor producción de Camisea.

### 4.4. Sector Manufactura

El sector **Manufactura** crecería 5.1% durante el 2006. Esta evolución obedece a un mayor dinamismo de las ramas industriales vinculadas a la demanda interna y a pesar de que esperamos una ligera caída de la manufactura primaria, afectada por la caída prevista en la producción de harina de pescado.

Así, la **Manufactura No Primaria** exhibiría una expansión de 6.4% durante el 2006, como consecuencia, principalmente, del mayor dinamismo de las ramas industriales de alimentos y bebidas, minerales no metálicos y textiles.

La rama de **Alimentos y Bebidas** (5.1%) destaca por la mayor actividad de bebidas, lácteos y productos farináceos. El incremento en la producción de bebidas estaría explicado por la mayor demanda de cerveza como resultado de la mejora en el poder adquisitivo de la población y en la tendencia decreciente de los precios, lo que ha ocasionado una parcial sustitución con bebidas de mayor graduación alcohólica. Por su parte, la industria láctea sería impulsada por el incremento de los ingresos de la población, la mayor penetración de los derivados lácteos (yogurt, quesos) en áreas geográficas de bajo consumo per cápita y el incremento de las exportaciones. Finalmente, la industria farinácea (trigo y derivados) se vería beneficiada de la mejora del poder adquisitivo de la población, lo que se traduciría en una mayor demanda de harina de trigo por parte de la industria de panadería y pastelería y, en menor medida, de la industria de fideos y galletas, esta última favorecida también por las mayores exportaciones hacia la Comunidad Andina.

La rama de **Productos Minerales No Metálicos** (11.5%) se beneficiaría gracias a su vinculación con el sector construcción. Así, estimamos un importante crecimiento en la producción de cemento, ladrillos, vidrio, pisos y revestimientos cerámicos (mayólicas).

Las ramas de **Textiles** (4.8%) y **Confecciones** (3.6%) basarían su relativo dinamismo, al alza de las exportaciones puesto que la producción dirigida al mercado local reportaría un incremento marginal. Cabe destacar, que dicho crecimiento está supeditado a la aprobación del TLC por parte de los Congresos de Perú y EE.UU. antes de setiembre del 2006.

El sector Manufactura se expandiría 5.3% durante el 2007, tasa de expansión superior a la del 2006, debido principalmente a la recuperación de la Manufactura Primaria (4.2%). Por su parte, la expansión de la Manufactura No Primaria (5.6%) estaría sustentada básicamente en la continuación del dinamismo de las ramas industriales vinculadas a la demanda interna, en particular Alimentos y Bebidas, Minerales no metálicos y Papel. Asimismo, esperamos un

## Reporte Macroeconómico

### Crecimiento Industrial Estimado: 2007

Más de 5%	Harina de Pescado, Azúcar Refinada, Lácteos, Cerveza, Textiles, Confecciones, Papel, Impresión, Químicos, Plástico, Cemento, Acero, Pisos y Mayólicas
Entre 2.5% y 5%	Cárnicos, Oleaginosos, Farináceos, Gaseosas, Productos de Madera, Farmacéutico
Entre 0% y 2.5%	Edición, Refinación de Metales, Refinación de Petróleo

Fuente: Estudios Económicos-BWS

desempeño favorable de la rama textil y de confecciones en la medida que la ratificación del TLC permita incrementar las inversiones en el sector y conseguir una mayor participación dentro del mercado de confecciones estadounidense.

### 4.5. Sector Construcción

Durante el 2006, el sector construcción crecería 8.5%, sustentado en el mayor consumo interno de cemento y en la recuperación de la inversión pública debido a la mayor disponibilidad de la caja fiscal.

El consumo interno de cemento crecería alrededor de 10%, alcanzando un promedio mensual de cerca de 400 mil TM, producto de la demanda del sector privado, en particular para la edificación de viviendas, tanto bajo los programas habitacionales promocionados por el Estado como Mivivienda y Techo Propio como por el segmento de la autoconstrucción.

Es importante resaltar que al cierre del 2005 el programa Mivivienda había otorgado 29,542 préstamos por un monto total equivalente a US\$633 millones. Para el 2006 estimamos que se otorguen aproximadamente 10,000 créditos por un monto superior a los US\$200 millones. Asimismo, esperamos un mayor dinamismo de la construcción de viviendas en provincias, pues actualmente el 70% de los programas habitacionales se concentra en Lima.

Otros demandantes importantes de cemento provendrían de la construcción de centros comerciales, supermercados y tiendas por departamento tanto en Lima como en el interior del país, e inversiones de las empresas del sector minero e hidrocarburos en la ampliación de su capacidad instalada.

En lo que se refiere a la inversión en infraestructura, esperamos un mayor dinamismo a partir del 2006, producto no sólo de la mayor inversión pública programada sino fundamentalmente por el desarrollo de concesiones bajo el mecanismo de Asociación Público Privada (APP). Así, según estimados de la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO) el monto comprometido en el desarrollo de las concesiones en los próximos cinco años asciende a US\$10,260 millones.

En cuanto a la inversión pública del gobierno central, ésta alcanzaría el 2% del PBI durante el 2006 y sería destinada principalmente a la rehabilitación y mejoramiento de las carreteras.

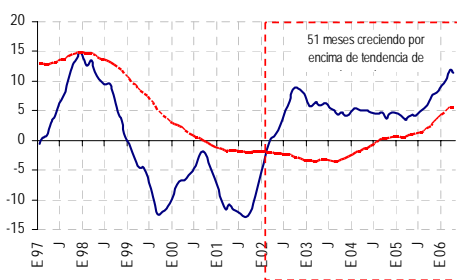
Durante el 2007 el sector construcción se expandiría en 6.2% impulsado principalmente por el dinamismo de la inversión privada, que se reflejaría en un crecimiento de 6% en el consumo interno de cemento. La mayor parte de la inversión privada continuaría siendo destinada a la construcción de viviendas. No obstante, esperamos una cada vez mayor importancia de la inversión privada en obras de infraestructura -a través del mecanismo de APP.

### 4.6. Sector Comercio

El sector Comercio crecería 6.4% durante el 2006 como consecuencia del mayor abastecimiento de productos agrícolas y manufacturados en los canales de comercialización, lo que sería complementado con el importante aumento de las importaciones, en particular de bienes de

#### PBI Construcción

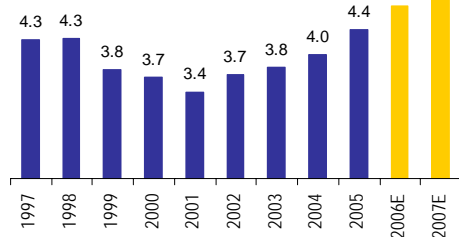
(Var% últ. 12 meses, respecto de similar período de un año anterior)



Fuente: INEI. Elab. Estudios Económicos-BWS

#### Consumo Interno de Cemento

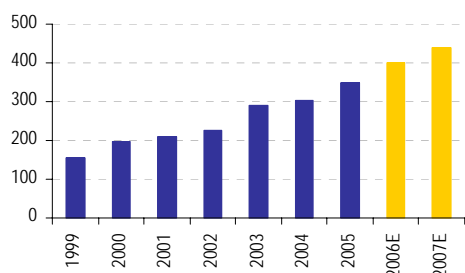
(en millones de TM)



Fuente: INEI, Estudios Económicos-BWS

## Reporte Macroeconómico

**Importación de Electrodomésticos**  
(en millones de US\$)

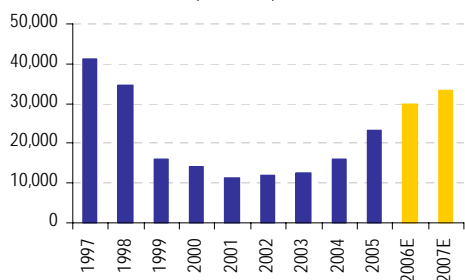


Fuente: Sunat y Estudios Económicos-BWS

bienes de consumo.

El mayor poder adquisitivo en algunos segmentos de la población y el mayor acceso a financiamiento a través del sistema financiero, impactaría positivamente en las ventas de electrodomésticos y automóviles. En el caso de las ventas de **electrodomésticos**, estimamos, que durante el 2006, se incrementarían en alrededor de 15%. Otros factores que están detrás de esta evolución son la caída de los precios en la "línea marrón" producto de la innovación tecnológica, la reducción en el tiempo de renovación de los electrodomésticos y la mayor penetración de los puntos de venta en Lima y provincias. Asimismo, la realización de la Copa Mundial de Fútbol sería otro factor que incida positivamente en las ventas de televisores.

**Venta de Vehículos Nuevos**  
(en unidades)



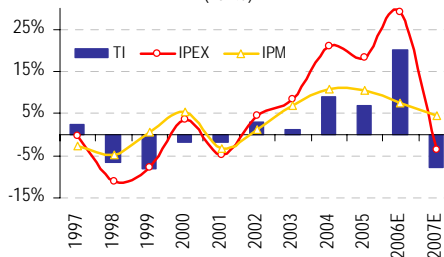
Fuente: Araper, Estudios Económicos-BWS

Las ventas de **vehículos nuevos** crecerían alrededor de 25% durante el 2006, respecto a las 23,346 unidades vendidas en el 2005. La renovación de flotas por parte del sector empresarial, la mayor inversión en publicidad por parte de los concesionarios y la mayor conciencia de los consumidores en torno a las ventajas de adquirir un auto nuevo serían otros determinantes importantes de dicha evolución.

## 5. Sector Externo

Los más favorables términos de intercambio explican en gran medida nuestra revisión al alza del superávit en la **Balanza Comercial**, que registraría un superávit de US\$7,384 millones durante el 2006, 52% por encima de los US\$4,849 millones estimados en nuestro informe anterior. Esta importante mejora estaría sustentada en el significativo aumento de los precios promedios de los metales en el mercado internacional, los cuales constituyen parte de nuestros principales productos de exportación.

**Términos de Intercambio**  
(Var %)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - BWS

### 5.1. Términos de intercambio

En el 2006, los **términos de intercambio** registrarían una importante alza de 20.1%, producto del significativo aumento esperado los precios de exportación (29.0%), impulsado por los incrementos de los precios del oro (40.5%), cobre (57.5) y zinc (110%)<sup>6</sup>. Atenuarían este comportamiento el incremento de los precios de importación (7.4%), impulsados principalmente por el incremento del precio del petróleo (19%).

Para el año 2007 cabe esperar un movimiento correctivo de los precios de los commodities en el mercado internacional, tanto por un proceso de toma de ganancias como por el eventual "fly to quality" ante los temores de una eventual desaceleración económica mundial, por lo que apuntamos a un descenso de 7.9% de los términos de intercambio.

### 5.2. Balanza Comercial

La **Balanza Comercial** registraría un superávit de US\$7,384 millones, monto significativamente mayor a los US\$5,163 millones registrados en el 2005. Este comportamiento estaría sustentado básicamente en el efecto precio positivo en las exportaciones y a pesar de un mayor volumen de importaciones como resultado del mayor dinamismo de la demanda interna.

<sup>6</sup> Para mayor detalle ver nuestro Reporte de Commodities, publicado el 15/06/06



## Balanza Comercial

	Millones de US\$		
	2005	2006E	2007E
<b>Exportaciones</b>	<b>17,247</b>	<b>22,324</b>	<b>22,855</b>
<b>Tradicionales</b>	<b>12,839</b>	<b>17,290</b>	<b>17,197</b>
Mineros	9,724	13,893	13,861
Petróleo y derivados	1,482	1,697	1,570
Agrícolas	331	434	404
Pesqueros	1,303	1,265	1,363
<b>No tradicionales</b>	<b>4,271</b>	<b>4,872</b>	<b>5,489</b>
Otros	137	162	169
<b>Importaciones</b>	<b>12,084</b>	<b>14,940</b>	<b>16,254</b>
Bienes de Consumo	2,290	2,633	2,900
Bienes de capital	3,078	4,023	4,639
Insumos	6,599	8,130	8,562
Otros	118	155	153
<b>Balanza Comercial</b>	<b>5,163</b>	<b>7,384</b>	<b>6,601</b>

Fuente: BCR y Estudios Económicos-BWS

## 5.3. Exportaciones

### Tradicionales

Las **exportaciones tradicionales** ascenderían a US\$17,290 millones durante el 2006, monto superior en 34.1% respecto al 2005, debido al significativo crecimiento de las exportaciones mineras y petroleras ante el alza de los precios de estos *commodities* en el mercado internacional. Es importante resaltar que el "efecto precio" en las exportaciones tradicionales durante el 2006 sería positivo en US\$4,707 millones, según nuestros estimados, de los cuales US\$3,998 millones corresponden a productos mineros y US\$371 millones a la harina de pescado. Asimismo destacarían las mayores exportaciones de café (31.2%) como resultado del mayor volumen exportado.

Las **exportaciones mineras** alcanzarían US\$13,893 millones (mayores en 42.9% respecto al 2005), por mayores exportaciones de cobre (62.1%), zinc (111.2%) y oro (38.9%). En los dos primeros casos, el aumento estaría sustentado básicamente en el incremento de sus cotizaciones en el mercado internacional. En el caso del oro, el incremento en el precio internacional permitiría contrarrestar el menor volumen exportado de Minera Yanacocha.

Para el 2007 esperamos que las exportaciones tradicionales asciendan a US\$17,197 millones, mostrando una caída de 0.5%, debido principalmente a la caída marginal de las exportaciones mineras. En ese sentido, el efecto precio negativo de US\$1,086 millones en las exportaciones mineras sería parcialmente contrarrestado por el mayor volumen de embarcado como resultado del primer año completo de operaciones de la ampliación de la mina de cobre Cerro Verde. Por su parte, la prevista caída en los volúmenes exportados de café serían compensados por los mayores volúmenes exportados de harina de pescado.

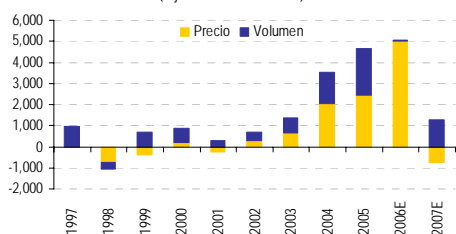
### No Tradicionales

Las **exportaciones no tradicionales** ascenderían a US\$4,872 millones, superiores en 14.1% a las registradas en el 2005, gracias a la expansión de las exportaciones agroindustriales, sidero-metalúrgicas y joyería, textiles y minerales no metálicos.

Las **exportaciones agroindustriales** alcanzarían US\$1,230 millones (21.8% respecto al 2005) gracias a las mayores ventas al exterior de espárragos, uvas, mangos, alcachofas, paltas entre los principales productos. Así, prevemos que las exportaciones de espárragos superen los US\$300 millones y las de mango los US\$50 millones (30%). De otro lado, las exportaciones de uvas superarían los US\$40 millones (20% respecto al 2005) debido principalmente al incremento de los volúmenes embarcados ante la mayor demanda proveniente de EE.UU. y China. Cabe destacar, que recientemente se levantaron las restricciones fitosanitarias a los cítricos en el mercado estadounidense, lo que se reflejará en un crecimiento de las exportaciones de dichos productos, a partir del 2007, a un ritmo anual mayor al 10%.

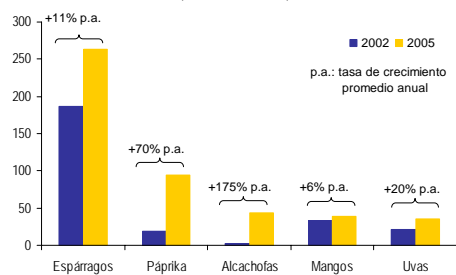
Las **exportaciones textiles y de confecciones** ascenderían a US\$1,376 millones, lo que representaría un aumento de 8% respecto al 2005, mientras que las ventas al exterior del sector **sidero-metalúrgico y joyería** alcanzarían US\$678 millones (37.6% superiores al 2005), explicado

Exportaciones: Efecto Precio vs Volumen  
(flujo en millones de US\$)



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Exportaciones Agrícolas No Tradicionales  
(en millones de US\$)





## Reporte Macroeconómico

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

	2005	2006E	2007E
<b>Bienes de Consumo</b>	<b>2,290</b>	<b>2,633</b>	<b>2,900</b>
No Duraderos	1,322	1,483	1,606
Duraderos	968	1,150	1,294
<b>Insumos</b>	<b>6,599</b>	<b>8,130</b>	<b>8,562</b>
Combustibles	2,324	3,224	3,118
Materias Primas Agro	384	527	573
Materias Primas Industria	3,891	4,380	4,872
<b>Bienes de Capital</b>	<b>3,078</b>	<b>4,023</b>	<b>4,639</b>
Materiales de construcción	305	440	521
Para la agricultura	37	38	46
Para la industria	2,107	2,724	3,130
Equipos de transporte	630	821	942
Otros	118	155	153
<b>TOTAL</b>	<b>12,084</b>	<b>14,940</b>	<b>16,254</b>

Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

explicado fundamentalmente por el mayor valor de las materias primas contenidas en los productos manufacturados, en especial los elaborados en base a oro y zinc.

**Durante el 2007**, las exportaciones no tradicionales mostrarían un crecimiento de 12.6%. En ese sentido, si bien el TLC con EE.UU. tendría un impacto importante en el desarrollo de este segmento, en particular en los sectores agroindustrial y textil, prevemos que la ratificación del mismo probablemente demore por lo que los resultados de las inversiones que se captarían tras la entrada en vigor del acuerdo se sentirían con mayor intensidad a partir del 2008.

### 5.4. Importaciones

Las **importaciones** ascenderían a US\$14,940 millones durante el 2006, superiores en 23.6% respecto al 2005, por las mayores compras de bienes de capital y de consumo y por las mayores importaciones de combustibles.

Las importaciones de **bienes de consumo** alcanzarían US\$2,633 millones, monto mayor en 15% a las del 2005, ante el dinamismo de las compras de bienes de consumo duraderos (18.8%), en particular autos nuevos y electrodomésticos (ver PBI comercio). Por su parte, el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo no duradero (12.2%) sería explicado por las mayores compras de confecciones, calzado, medicamentos y cosméticos, estos dos últimos como resultado del incremento de la demanda interna.

Las importaciones de **insumos** llegarían a US\$8,130 millones durante el 2006, monto mayor en 23.2% respecto al registrado en el 2005. Este aumento estaría explicado por las mayores compras de combustibles debido a la tendencia ascendente del precio del petróleo en el mercado internacional. De otro lado, prevemos un incremento de 37.2% en las importaciones de materias primas para la industria reflejo del dinamismo de la producción manufacturera.

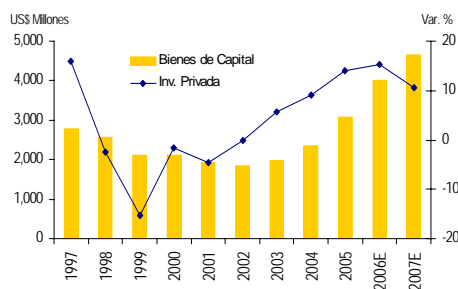
Las importaciones de **bienes de capital** ascenderían a US\$4,023 millones, mostrando un crecimiento de 30.7% respecto al 2006, lo que estaría sustentado principalmente en el dinamismo de la inversión privada. A nivel desagregado destacarían las mayores compras de bienes de capital para la industria gracias a la adquisición de maquinaria y equipo dirigido a diversos proyectos mineros como la ampliación de la mina Cerro Verde y la modernización de la Fundición de Ilo, propiedad de Southern Copper Corp.

**En el 2007**, las importaciones ascenderían a US\$16,254 millones, monto mayor en 8.8% a la registrada en el 2005, explicado básicamente por el dinamismo en la importación de bienes de capital (15.3%), como resultado del crecimiento de la inversión privada y de la reducción del arancel promedio ante la proyectada entrada en vigencia del TLC con EE.UU. Asimismo, prevemos un crecimiento de las compras de bienes de consumo (10.2%) producto del dinamismo de la demanda interna.

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

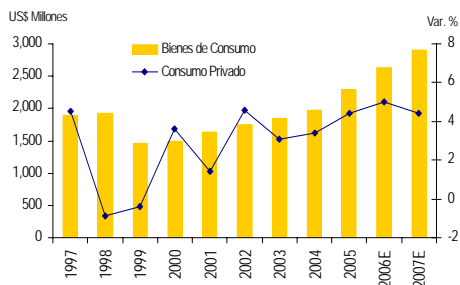
Nuestra revisión del **déficit en cuenta corriente** para el año 2006 arroja un efecto levemente favorable (pasando de 0.7% a 0.9% del PBI), debido a los mayores pronósticos de superávit comercial los cuales serían contrarrestados en parte con las mayores utilidades de empresas

Importaciones de Bienes de Capital vs Inv. Privada



Fuente: BCR Estudios Económicos - BWS

Importaciones de Bs de Consumo vs Consumo Privado



Fuente: BCR Estudios Económicos - BWS

## Reporte Macroeconómico

### BALANZA DE PAGOS (en millones de dólares)

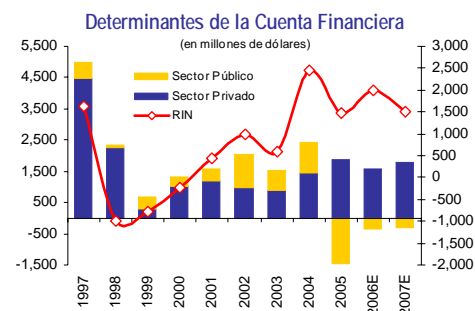
	2005	2006 E	2007 E
<b>Balanza Comercial</b>	5,163	7,384	6,601
Exportaciones	17,247	22,324	22,855
Importaciones	12,084	14,940	16,254
<b>Balanza en Cuenta Corriente</b>	1,030	770	-3
% del PBI	1.3	0.9	0.0
<b>Cuenta Financiera</b>	200	1,170	1,227
Sector Público	-1,441	-342	-303
Sector Privado	1,877	1,573	1,807
<b>Saldo de BP (Flujo de RIN)</b>	1,466	2,000	1,500
Saldo de RIN	14,097	16,097	17,597

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

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, debido a que al mayor financiamiento interno que caracterizaría el pago de las amortizaciones por compromisos asumidos con el exterior. Por el lado privado, es previsible un aumento de los flujos tanto por nuevos flujos de inversión –vinculado al desarrollo de megaproyectos– como por la reinversión de parte de las mayores utilidades obtenidas por empresas extranjeras. Contrarrestarían, en parte, estos flujos, los mayores pagos de amortizaciones de empresas privadas, lo cual en un contexto de ciclo favorable en términos económicos y financiero constituye una política acertada para reducir el grado de apalancamiento, y obtener mayor financiamiento en épocas más complejas.

De esta manera, nuestro estimado del saldo de la balanza de Pagos se elevaría de US\$1,300 millones a US\$2,000 millones para el año 2006.



Fuente: BCR y Estudios Económicos - BWS

**Para el año 2007**, esperamos un resultado equilibrado en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, al preverse un menor superávit comercial. Por el lado de la cuenta financiera, los flujos del sector público, continuarían siendo negativos, mientras que los flujos del sector privado estarían concentrados en sectores como hidrocarburos (Camisea II), minería (Cerro Corona, Bayóvar, La Granja), telecomunicaciones (América Móvil), transporte (concesiones, carretera interoceánica) e industria (vinculada al TLC con EE.UU). Con estos desarrollos esperamos un aumento del flujo de reservas de US\$1,500 millones aproximadamente.

## 6. Sector Fiscal

La revisión de nuestras proyecciones en materia fiscal arroja resultados favorables, pues existen probabilidades de que el déficit inicialmente esperado (-0.8% del PBI) para el 2006, pueda transformarse incluso en superávit fiscal (0.2% del PBI), gracias al mayor dinamismo del crecimiento de los ingresos respecto del gasto público. Si bien nuestras proyecciones consideran estimaciones moderadas de incrementos del gasto público, principalmente durante el 2006, tal situación refleja los mayores grados de libertad con que contaría la política fiscal, al menos durante el periodo 2006-2007 para implementar las medidas que contemplaría la política económica de la nueva administración.

Con estos resultados se consolidaría la trayectoria decreciente del déficit fiscal durante los últimos 5 años, que han permitido afianzar la viabilidad de las cuentas fiscales, la sostenibilidad de la deuda pública, y con ello, el crecimiento sostenido de la economía.

### 6.1. Déficit Fiscal

Con relación de los ingresos, la **presión tributaria** se elevaría de 13.7% en el 2005 a 14.9% del PBI en el 2006, impulsada principalmente por la mayor recaudación por impuesto a la renta (principalmente proveniente de las mayores utilidades del sector minero<sup>7</sup> y del incremento de las

### SECTOR PÚBLICO (en % del PBI)

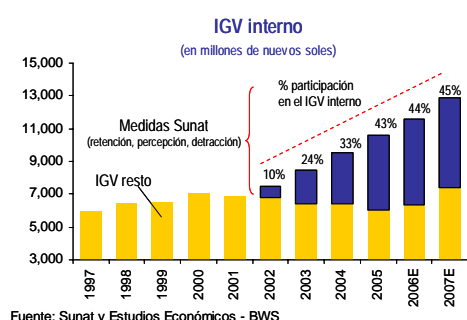
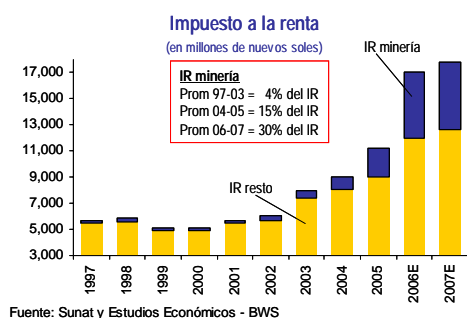
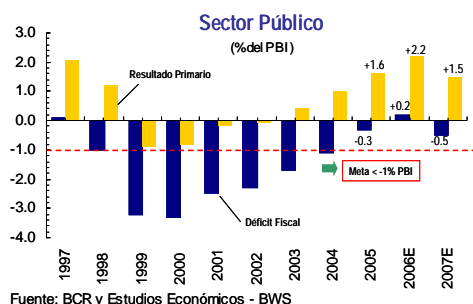
	2005	2006 E	2007 E
<b>Gobierno Central</b>			
Presión Fiscal <sup>1/</sup>	15.9	16.9	16.8
Presión Tributaria	13.7	14.9	14.8
Gasto No Financiero	14.9	15.0	15.5
Corriente	13.0	13.0	13.4
Capital	1.9	2.0	2.1
Resultado Primario GC (en millones de dólares)	1.1	2.0	1.3
Resultado Primario Resto SPNF	0.5	0.2	0.2
Intereses	2.0	2.1	2.0
<b>Déficit Fiscal SPNF</b> (en millones de dólares)	-0.3	0.2	-0.5
	-257	176	-499

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

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

<sup>7</sup> Los impuestos provenientes de la minería representarían el 50% del incremento de la recaudación del impuesto a la renta durante el año 2006.

## Reporte Macroeconómico



las ventas domésticas), mayores ingresos por IGV –gracias al dinamismo de la actividad económica y a las medidas de retención, detracción y percepción del IGV-, que han permitido captar mayores recursos a partir de la ampliación de la base imponible.

Por el lado de los egresos, el **gasto no financiero del sector público** crecería 8.9% en términos reales, ritmo superior al 2.8% establecido en el presupuesto público para el presente año, lo que haría que por cuarto año consecutivo se incumpla con el límite legal de crecimiento real del gasto no financiero del Gobierno General estipulado en 3%, según la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LTRF)<sup>8</sup>. El crecimiento de los gastos durante los últimos años, han estado vinculados a los incrementos remunerativos en la administración pública como parte de la política gubernamental de mejorar los ingresos de los sectores salud, educación, defensa e interior. Durante el 2006, los gastos vinculados al consumo público (remuneraciones y gastos en bienes y servicios) crecería no menos de 8.0% real. Asimismo, por cuarto año consecutivo, la inversión pública continuaría recuperándose –a un ritmo de 12.7% en términos reales- aunque tales recursos aún son insuficientes dado el elevado déficit en infraestructura existente.

Si bien éste comportamiento del gasto no implica en el corto plazo un desbalance fiscal, cabe advertir que esta política de financiar gastos de carácter permanente con ingresos transitorios –provenientes principalmente de los altos precios de los *commodities* mineros- contribuye a la fragilidad estructural de las cuentas fiscales<sup>9</sup>, introduciendo distorsiones y complicando la implementación de la necesaria reforma del Estado. A ello se agrega la importancia de implementar un candado institucional a la LTRF que evite que un futuro desbalance fiscal no sea sancionado<sup>10</sup>.

**Para el año 2007** nuestras proyecciones consideran una menor presión tributaria, producto de la obtención de menores ingresos extraordinarios, principalmente vinculados al descenso esperado de los precios de exportación y a la desgravación arancelaria producto de la implementación del TLC. Asimismo se asume una proyección conservadora del gasto público<sup>11</sup>, que incluye un mayor gasto en inversión pública en infraestructura principalmente por parte de los gobiernos regionales y locales, con lo cual se obtendría un déficit fiscal equivalente al 0.5% del PBI, nivel que permitiría cierto margen de holgura para la implementación de políticas sociales sin afectar la sostenibilidad fiscal. No obstante, consideramos probable que nuevamente el crecimiento del gasto público se ubique por encima de lo establecido en la LTRF.

Cabe destacar que nuestras proyecciones para el próximo año contemplan el mantenimiento de impuesto de carácter “temporal” como el ITF (con una tasa de 0.08%) y el ITAN<sup>12</sup>, pues consideramos probable que la nueva administración requiera de recursos para implementar su

<sup>8</sup> Recientemente, el Ejecutivo solicitó al Congreso se le exonere del límite de crecimiento del gasto estipulado en la LTRF.

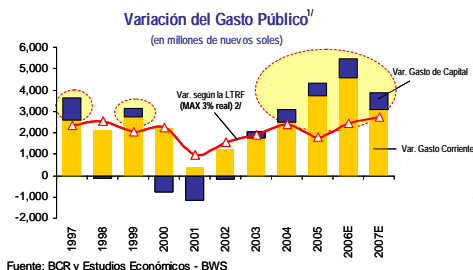
<sup>9</sup> Para un mayor detalle ver Enfoque de la Semana: “Las cuentas fiscales más allá del Presupuesto”. En Reporte Semanal del 7/09/05 Departamento de Estudios Económicos – BWS.

<sup>10</sup> Recientemente, el Ejecutivo remitió un proyecto al Congreso que crea el Comité de Coordinación de Política Fiscal, cuya misión es establecer sanciones para los funcionarios que incumplen las reglas fiscales.

<sup>11</sup> Gasto corriente no financiero del Gobierno Central equivalente a 13.0% del PBI.

<sup>12</sup> A pesar de que legalmente ambos impuestos culminarían a fines del 2006. Al respecto, el BCR ha recomendado al MEF extender la vigencia de ambos impuestos para el año 2007.

## Reporte Macroeconómico



programa económico. Caso contrario su eliminación implicaría una reducción de los ingresos en un monto equivalente a 0.6% del PBI.

### Financiamiento del Déficit

Con relación al **financiamiento del sector público**, estimamos que las necesidades bordearían los US\$1,400 millones en el año 2006 y poco más de US\$2,000 millones en el año 2007, principalmente destinadas al pago de amortizaciones. Cerca del 70% de los recursos provendrían de desembolsos de préstamos ya concertados con organismos multilaterales (BID, CAF, BM) y el saldo de la colocación de Bonos Soberanos en el mercado local. Consideramos que no sería necesario que el gobierno acuda al mercado internacional a financiarse con bonos globales.

### FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

(en millones de dólares)

	2005	2006 E	2007 E
<b>Usos</b>			
Déficit Fiscal	257	-176	499
Amortizaciones	4,188	1,569	1,567
<b>Saldo a Financiar</b>	<b>4,445</b>	<b>1,393</b>	<b>2,066</b>
<b>Fuentes</b>			
- Desembolsos Externo	1,361	1,000	1,000
- Bonos Globales	1,150	0	0
- Bonos Soberanos	2,609	650	998
- Otros 1/	-675	-257	68

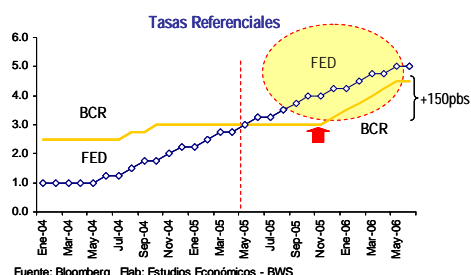
1/: Signo negativo es ahorro público

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

Finalmente, es conveniente que la nueva administración continúe en sus esfuerzos por mejorar el perfil de la deuda pública. Durante los últimos 2 años, la coyuntura local y externa de bajas tasas de interés y de alta demanda por instrumentos de renta fija ha permitido la reestructuración de parte de la misma, en mejores condiciones de plazo y menor costo financiero, al mismo tiempo que han permitido desdolarizar la misma, reduciendo la exposición al riesgo cambiario<sup>13</sup>.

## 7. Sector Monetario

Desde diciembre del 2005 el BCR ha elevado en seis veces consecutivas su tasa referencial, llevándola de 3.0% a 4.5%, dejando atrás la política de estímulo monetario que mantuvo durante el periodo 2004-2005. Al mismo tiempo, esta actitud ha permitido mantener el diferencial de las tasas en soles respecto a las tasas internacionales, manteniendo una diferencia de 50pbs respecto de la tasa de la Reserva Federal, lo que contribuyó a reducir la volatilidad cambiaria.



Consideramos que durante el 2S06 la **tasa referencial** del BCR se mantendría relativamente estable, toda vez que desde el 2T06 se vienen revirtiendo los factores que presionaron al alza el comportamiento de la inflación, a lo que se agrega evaluación que efectuaría el ente emisor del incremento de las tasas de interés sobre la dinámica de la producción y de la demanda. Otro factor que apuntaría en este sentido, sería el hecho de que las expectativas actualmente apuntan a incrementos marginales de la tasa referencial del Fed, lo que al mismo tiempo sugeriría movimientos similares para las tasas en soles, con el fin de prevenir la volatilidad financiera.

Cabe destacar que durante el 1S06, la volatilidad cambiaria y el incremento de las contribuciones de impuestos elevaron significativamente la demanda de soles, obligando al BCR a subastar continuamente repos en el mercado, a pesar de los significativos vencimientos de CDBCR. Consideramos que durante el 2S06, tal situación se revertiría, en parte por el retorno de los soles al mercado y por menores expectativas de depreciación.

<sup>13</sup> Para un mayor detalle ver Enfoque de la Semana: "La nueva estructura de la deuda pública". En Reporte Semanal del 04/01/06 Departamento de Estudios Económicos - BWS.

## Reporte Macroeconómico

Bajo el contexto de nuestras proyecciones macroeconómicas, consideramos que la nueva administración del Banco Central mantendría, durante el 2007, la orientación de la política monetaria, desacelerando por un lado el **crecimiento de la emisión** (11%), y por otro introduciendo cambios marginales a la tasa referencial del BCR. Consistente con este escenario, la liquidez del sistema bancario en moneda nacional crecería alrededor de 13%, mientras que la velocidad de circulación descendería 7%, producto de las menores expectativas inflacionarias y de depreciación de la moneda.

### BALANCE DE RIESGOS

En términos generales, consideramos que los riesgos que podrían alterar la trayectoria de nuestros pronósticos, se mantiene respecto a los previstos anteriormente:

#### A nivel internacional

- Un incremento aún mayor del precio del petróleo en el mercado internacional que eleve las presiones inflacionarias y ello fuerce a los principales bancos centrales del mundo a elevar en mayor medida sus tasas de interés.
- De surgir lo anterior, ello podría provocar una fuerte corrección a la baja de los precios de bonos emergentes, cotizaciones en los mercados bursátiles y de los precios de las materias primas.
- Que se genere una alta volatilidad producto del proceso electoral por el que atravesará la región durante el año 2006 y 2007, principalmente si ella se origina en Brasil.

#### A nivel local

- 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.

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Uno de los mayores riesgos que podría afrontar la economía peruana es una corrección mayor a la esperada en los precios de los *commodities* en el mercado internacional, principalmente los precios de los metales, los cuales se caracterizan por un comportamiento altamente volátil.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD PARA EL 2007

	Shock positivo		Escenario base	Shock negativo	
Shock en Términos de Intercambio	+20%	+10%	0%	-10%	-20%
Var. Precios de Exportación	16.3%	6.3%	-3.7%	-13.7%	-23.7%
Impacto en Déficit Fiscal (%PBI)	0.5	0.0	-0.5	-1.0	-1.5
Superávit Comercial (en mill \$)	\$11,357	\$8,979	\$6,601	\$4,223	\$1,845

Fuente: BCR. Estudios Económicos - BWS

En el siguiente análisis de sensibilidad se muestra para el 2007, cual sería el **impacto sobre el saldo comercial y el déficit fiscal de un deterioro/mejora del índice de precios de**



## Reporte Macroeconómico

**exportación** en 10% y 20%, inducidos principalmente por variaciones dos de los metales más importantes de nuestra canasta de exportación, como lo son el cobre y el zinc.

Los resultados apuntan a que, respecto al escenario base, ante un deterioro de 10% en los precios de exportación, el déficit fiscal aumentaría en 0.5% del PBI (efecto de corto plazo), mientras que el superávit comercial se reduciría en \$2,378 millones, mientras que bajo un descenso de 20% en los precios de exportación, el déficit fiscal registraría un deterioro de 1.0% del PBI, y la balanza comercial se afectaría en US\$4,756 millones.

De lo anterior, se desprende que, en un caso extremo (-23.7% en términos de intercambio) aún se mantendría un superávit comercial cercano a US\$2,000 millones, sin embargo, las cuentas fiscales se verían seriamente afectadas, con un déficit fiscal por encima de la meta oficial de 1% del PBI. Esto debe llamar la atención acerca del grado de dependencia de la economía respecto de la evolución de las cotizaciones internacionales.

## Reporte Macroeconómico

**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 *Minería / 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

### Tesorería

**Luis Felipe Flores** *Gerente* 211-6250  
Elbia Castillo Calderón *Jefe Money Market e Inversiones* 440-9001  
José Mantilla *Trader -Renta Fija* 211-6000 ax. 6416  
Gladys Huamán Camacho *Moneda Nacional* 440-9001  
Nelson Cantuarias Portugal *Moneda Extranjera* 211-6000 ax. 6406  
Liliana Ordoñez Vega *Jefe Mesa de Distribución* 211-6000 ax. 6411  
Manuel A. Salcedo Molina *Dealer Mesa de Distribución* 440-6003

**Enrique Spihlmann Denegri** *Gerente General* 211-6714  
Giancarlo Nativi *Gerente Comercial* 211-6562  
Sonia Obregón de Espinoza *Gerente Control Interno* 211-5911  
Jaime Blanco Sánchez *Trader* 442-9965  
Julio Mavila Raaijen *Trader* 441-2788  
Hugo Elcorobarrutia *Trader* 221-8401  
Liliana García Gonzales *Jefe Comercial* 211-5914  
Rosa Torres-Belón Cannon *Broker* 211-5913  
Juan Bruno Calle Mendez *Broker* 211-5921  
Felix Niño *Broker* 211-5912

### Trading

**Gino Monteferrri** *Gerente* 211-6000 ax. 6400  
Fernando Suito Gonzalo *Jefe Mesa de Cambios* 211-6000 ax. 6402  
Jorge Villalta *Trader de Cambios* 211-6000 ax. 6401  
Alberto Huasasquiche *Trader Renta Fija* 211-6000 ax. 6403

**Diana M. Arce Taramona** *Gerente General* 211-6714  
Aurelio Díaz Pro *Gerente de Inversiones* 211-6726