

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2007



Un 2007 para seguir soñando

Entorno internacional:

Expansión más globalizada en el 2007

¿Qué desafíos presenta el 2007?

Topes remunerativos en el sector público:

Reflexiones desde la literatura económica

Artículo: Precios y demanda interna:

¿Un enigma?

Índice

Fecha de cierre: 17 de Enero del 2007

Editorial

Un 2007 para seguir soñando	2
En esta edición	4

I. Entorno internacional

Expansión más globalizada en 2007	5
Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras	5
Incertidumbres más localizadas	6

II. Entorno macroeconómico

Otro año de solidez económica	7
¿Qué desafíos presenta el 2007?	8
Recuadro: Topes remunerativos en el sector público: reflexiones desde la literatura económica	10
Inflación se ubicó por debajo del rango meta	12

III. Entorno financiero

Tasa de referencia permanente en 4,5 por ciento	13
El Nuevo Sol sigue exhibiendo fortaleza	14
Recuadro: Reflexiones sobre el nuevo ciclo crediticio en el Perú	15

IV. Artículo

Precios y demanda interna ¿un enigma?	17
---------------------------------------	----

V. Proyecciones y presentaciones

20

Han elaborado esta publicación:

David Tuesta Cárdenas
Hugo Perea Flores
Sergio Salinas Meza

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

Editorial

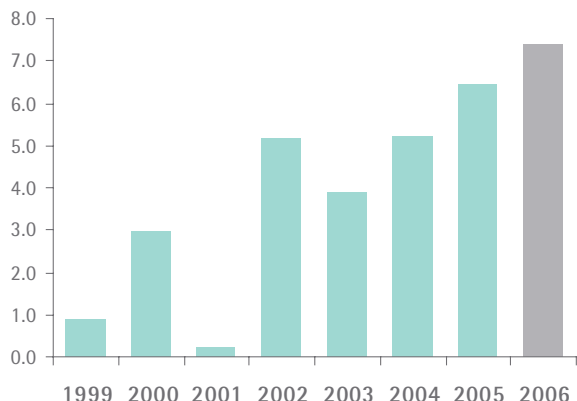
Un 2007 para seguir soñando

Los indicadores del año que pasó confirman la solidez del ciclo de expansión de la economía peruana. En el ámbito real, la actividad económica crece por quinto año consecutivo, y en senda ascendente, alcanzando una variación aproximada de 7,5 por ciento. Esto último por cierto sin generar presión inflacionaria alguna, al cerrar la inflación en 1,14 por ciento. En otro plano, las cuentas fiscales se encuentran en una posición bastante favorable, con un déficit del sector público no financiero que se estima cercano al 1,0 por ciento del PBI, teniendo detrás una presión tributaria que superó el 15 por ciento del producto. En el ámbito externo, los números no pueden ser más alentadores, reflejando una balanza comercial y de cuenta corriente superavitaria, que se estima cerró en 9,3 por ciento y 1,9 por ciento del PBI, respectivamente. Por último, si los pesimistas creen que las cosas pueden cambiar de la noche a la mañana y encontrarnos frente a un escenario de stress como el de finales de los noventas, nos ubicamos ahora con un nivel de Reservas que superan los US\$ 17 mil millones, y que alcanzan prácticamente para enfrentar decentemente cualquier contingencia. A la fecha, estas Reservas representan cuatro veces la base monetaria, casi el 100 por ciento de los depósitos del sistema bancario y más de dos veces la deuda de corto plazo denominada en dólares, que se considera la más volátil y sensible.

Lo más interesante de lo arriba mencionado, es que este escenario continuará extendiéndose, con alta probabilidad de ocurrencia, al menos un par de años más. En primer lugar, sabiendo que somos una economía pequeña, lo que pase con el mundo es relevante y lo que se estima que sucederá es alentador. En efecto, se espera que la economía mundial siga creciendo a un ritmo todavía cercano al 5,0 por ciento. Si bien, se anticipa que la economía norteamericana se desacelerará con moderación, su crecimiento todavía se encontrará cercano a su nivel potencial, y por tanto seguirá favoreciendo al orbe. Además, no obstante lo anterior, las economías emergentes continuarán aportando de manera interesante a la dinámica global. En esa línea lo que se espera siga brindando China, será importante, y al respecto existe un consenso entre los analistas respecto a que el "gigante asiático" continuará expandiéndose con tasas cercanas al 10,0 por ciento. Si se tiene en cuenta que otras economías importantes como la europea y la japonesa, retomarán mayor dinamismo, se termina configurando un escenario ad hoc para la expansión en el Perú. Evidentemente existen riesgos en el plano mundial, como el hecho que la economía norteamericana presente una pendiente de desaceleración más pronunciada como consecuencia de un desinflató en el mercado inmobiliario más pronunciado del que actualmente se está pronunciando. Otro factor de riesgo será el de las subidas que pudiera alcanzar los precios del petróleo como consecuencia de factores geopolíticos, que han venido acompañado a este mercado desde comienzos de la década. No obstante lo que se observa hasta el momento, da cuenta de un contexto donde las fortalezas debieran primar, y por tanto augurar un entorno adecuado.

En el plano interno, las condiciones de estabilidad monetaria y fiscal, con compromisos cada vez mayores en el mediano plazo, configuran una primera columna para continuar creciendo. También, el clima político durante el 2007 mejorará respecto al año pasado, si se tiene en cuenta que aquel fue uno con dos rondas de elecciones generales y una de elecciones para autoridades regionales. Adicionalmente, la alta probabilidad de sellarse finalmente el Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos, y las negociaciones que se vienen acelerando con otros bloques comerciales, coadyuvan a ir optimando un horizonte más claro para las inversiones privadas, los mismos que parecen ir apuntalándose con los procesos de concesiones que viene llevando Pro-inversión. En esta línea, los diversos indicadores de confianza que circulan en el país que se ubican en rangos optimistas, constituyen un claro anticipo de una inversión privada que va fortaleciéndose. En otro tanto, en el plano estatal, si confiamos en el objetivo del Ministerio de Economía y Finanzas de mejorar la eficiencia del gasto y de canalizar adecuadamente el llamado shock de inversiones (el Presupuesto Público recientemente aprobado registra un crecimiento proyectado cercano al 40,0 por ciento), llegamos a la conclusión de que tenemos motivos para seguir soñando.

PBI:
(Var. % real)



Fuente: INEI

Expectativas empresariales: ¿Considera usted que en los próximos 3 meses la situación de su empresa / economía mejorará?
(en % del total)



Fuente: BCRP

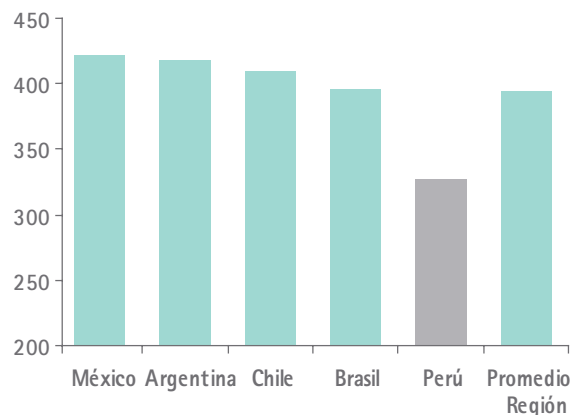
No obstante, hay algunas dudas que requerirán decisiones y precisiones urgentes. Así, está el compromiso con las llamadas reformas estructurales, es decir, aquellas relacionadas con las mejoras en el marco institucional que permita, por ejemplo, destrabar la excesiva regulación sobre el sector privado. Este exceso burocrático, finalmente termina generando una elevada economía informal, con elevada evasión fiscal y escasa recaudación tributaria. En esa misma línea se encuentran las soluciones urgentes que requieren mercados altamente rígidos como el laboral, que dada la legislación actual impide la generación de empleo para cerca del 70 por ciento de la fuerza laboral que no cuenta con adecuadas condiciones de trabajo. Y el camino que viene siguiéndose a través del Congreso, parece no terminar de constituirse en el más conveniente, pues se sigue "cargando la balanza" a favor de aquellos que si tienen trabajo, y que se encuentran apoyados por fuerzas sindicales y sus representantes en los poderes del estado. Si no se quiere trabar la inversión, el gobierno deberá dar vuelta a las propuestas peligrosas que buscan hacer más inflexible este mercado, considerando que ya con el marco vigente, somos una de las economías menos competitivas en este respecto.

Otro aspecto sobre el cual la presente administración deberá prestar una enorme atención son aquellas reformas que permitan asegurar un mayor respeto a los derechos de propiedad de todos los ciudadanos, como son aquellos cambios de fondo que den cuenta de una mayor seguridad jurídica que tenga como marco general una correcta estructura de premios y castigos. En ese sentido la reforma de la justicia en el Perú será central, no sólo en cuanto al contar con un Poder Judicial que asegure resultados que la sociedad perciba como justos, sino también en un correlato adecuado de sanciones lógicas y consecuentes, recogidas en los códigos respectivos. En este terreno, se han empezado a notar algunas señales desde el Ejecutivo, que han movido fuerzas al interior de algunos magistrados, para intentar reformar el sistema judicial en el Perú, no obstante los pasos aún son tímidos y el sector privado está a la espera de compromisos más serios y tangibles.

Otro motor, considerado como clave para el crecimiento sostenido de un país, son las mejoras en educación. Sobre esto ya sabemos del lamentable último lugar en que nos encontramos en las pruebas de conocimiento que se toman a nivel mundial. En este campo, el gobierno ha dado muy buenas señales en tratar de mejorar las cosas, utilizando su caudal político en impulsar un esquema de evaluación a los maestros y alumnos, que a todas luces era necesario para empezar a dar los primeros pasos. Queda por ver lo que se hará de cara al futuro, pero teniendo en cuenta que el tema educativo es un terreno cuyas soluciones tienen mayor probabilidad de alcanzarse si se siguen políticas consistentes y consensuadas que trasciendan más de un quinquenio gubernamental. En ese sentido, el reto central que debe lograr empezarse a construirse desde hoy es plasmar un plan de trabajo que pueda ser continuado, por lo pronto por la nueva administración en el 2011. Para ello, tender puentes de consenso entre el sector público y privado, así como son las diferentes tiendas políticas, será imperiosamente necesario.

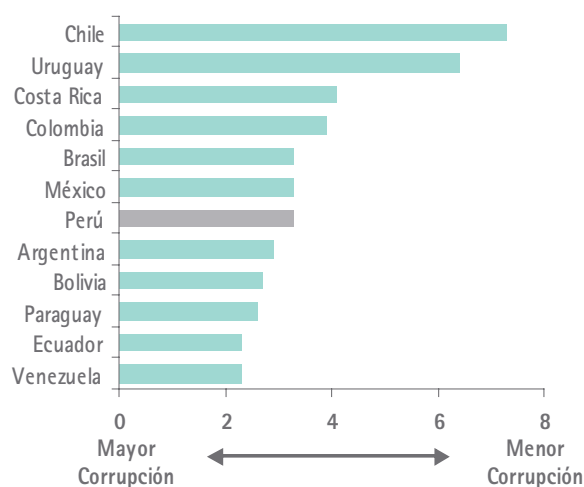
Finalmente, está la reforma del estado. Si bien la solución de este tema tiene varias aristas, una de ellas indica que se requiere contar con recursos humanos de mejor calidad y asignados eficientemente, considerando que son los encargados de hacer funcionar un estado que debiera constituirse como artífice del mejor funcionamiento de los mercados, y a través de ello alcanzar soluciones más eficientes para la sociedad. En ese sentido, no termina de quedar claro como podría ayudar a alcanzar mejores resultados las recientes medidas tendientes a colocar topes a los salarios de empleados públicos. La experiencia y la literatura económica al respecto son claras en señalar el peligro latente de una fuga de talentos, sobre todo en organismos reguladores y supervisores claves, como lo son, por ejemplo, el Banco Central de Reserva, la Sunat y Ospitel. Una corrección sobre ello es imperante, sino se quiere regresar al caos burocrático que se generó en décadas pasadas, donde la ineficiencia y la corrupción eran palpablemente mayores.

Resultados de los estudiantes a nivel latinoamericano de su capacidad lectora (Puntaje promedio)



Fuente: PISA 2003

Índice de percepción de la corrupción (en puntos)



Fuente: Transparency International

En esta edición...

El viento sopla a favor y de eso no hay duda. Las estadísticas dan cuenta de un escenario favorable y sólido durante el 2006, y varios indicadores adelantados señalan que existe espacio para continuar creciendo, por lo menos, este año. En esta edición hemos considerado pertinente revisar algunos aspectos relacionados a las perspectivas que la economía peruana presenta para el próximo año, y como siempre, plantear algunos temas de reflexión de cara a lo que va a ser el 2007.

En nuestra sección de **Entorno internacional**, planteamos los factores fundamentales detrás del comportamiento que se anticipa en los principales bloques económicos. Vemos al mundo creciendo a niveles similares al del año anterior, aunque claro está con una ligera desaceleración proveniente fundamentalmente del ajuste moderado de la economía norteamericana. El papel de los países emergentes en el crecimiento será fundamental en la senda de crecimiento del 2007, y todo ello en un escenario donde las condiciones financieras globales se plantean relativamente estables. Con ello se asegura también un marco favorable para la dinámica doméstica.

Más adelante, en nuestra sección de **Entorno macroeconómico**, se anticipa un balance de lo que ha sido el 2006 a partir de la información parcial con la que se cuenta hasta el momento, intentando plantear al mismo tiempo las bases de lo que debiera ser el 2007. De igual modo, se hace un repaso de los principales desafíos que se presentan en el presente año, tales como la implementación de nuevas reformas estructurales, principalmente en materia tributaria, y la promoción de nuevos acuerdos comerciales con nuestros principales socios. Finalizamos esta sección con un análisis de la dinámica inflacionaria reciente, la que sigue sorprendiendo debido a que no se ha visto afectada por presiones de demanda, a pesar de la rápida expansión del producto. Cabe agregar que esperamos que la inflación de precios al consumidor permanezca por debajo del límite inferior del rango meta del Banco Central durante el primer semestre del presente año, y que incluso registraría niveles negativos. No obstante, es importante enfatizar que este comportamiento de la inflación se explicaría por la reversión de choques de oferta de carácter transitorio.

Como tema de reflexión, nos planteamos en esta sección analizar uno de los aspectos centrales de las medidas de austeridad que viene llevando el nuevo gobierno, referido al límite colocado a los sueldos en el Estado. Así en el recuadro, **Topes remunerativos en el sector público: una reflexión desde la literatura económica**, se presente una discusión de las razones por las que la presente Administración puede haberse definido por este esquema así como las consecuencias probables esperadas de esta decisión.

Luego, en nuestra sección de **Entorno financiero**, discutimos las posibles líneas de acción que podría seguir la política monetaria en los siguientes meses. No descartamos que el Banco Central realice ajustes preventivos en la tasa de referencia para atenuar el dinamismo de la demanda interna, lo que reduciría los riesgos de que surjan presiones sobre los precios. Asimismo, en esta sección analizamos los determinantes de la fortaleza que viene mostrando el nuevo sol. En un contexto de cuentas externas favorables, de expectativas de apreciación y de mayor demanda por nuevos soles para el pago de regularización del impuesto a la renta, anticipamos que durante el primer trimestre el tipo de cambio mostrará una marcada tendencia a la baja.

Además, presentamos un recuadro sobre el sistema bancario, **Reflexiones sobre el nuevo ciclo crediticio en el Perú**, en el cual se hace un recuento de la reciente expansión del crédito bancario. Adicionalmente, se comparan las características que viene mostrando el actual ciclo crediticio con un episodio anterior, a mediados de la década de los noventas, con miras a conocer cuánto ha mejorado la solidez del sistema.

En la parte final de este número se encuentra el Artículo **Precios y Demanda Interna: ¿Un enigma?**, en el que se analizan algunos factores que podrían ayudar a explicar por qué en la actual expansión el dinamismo de la demanda interna no se ha traducido en presiones inflacionarias.

1. Entorno internacional

Expansión más globalizada en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, se expandirá a tasas superiores al 4,5 por ciento. Será el quinto año consecutivo con una expansión mundial superior al 4 por ciento, el ciclo expansivo más intenso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza, donde China y la India, destacan como las de tasas de crecimiento más elevadas. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo de 2006 ha sido la zona euro. Así, las perspectivas de crecimiento para 2007 en la UEM han corregido al alza de forma significativa, acercándose a nuestro pronóstico central de 2,2 por ciento.

Es, sin embargo, en EE.UU. donde existen más dudas ante la fuerte desaceleración del sector inmobiliario. Sin embargo, existen factores que apuntan a que la economía, y en particular el consumo de los hogares, experimentarán un ajuste suave en 2007. A ello contribuirán la buena marcha del empleo y de la renta y unas condiciones de financiación muy favorables para las familias. Un aspecto importante que coadyuva en tener una visión relativamente positiva sobre la economía norteamericana, es el hecho que la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior dejará de drenar al crecimiento, por primera vez desde mediados de los noventa.

La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EE.UU. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Los beneficios empresariales seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EE.UU., por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10 por ciento en 2007, que si bien significan una moderación respecto al 20 por ciento de 2006, es un crecimiento no visto desde el boom tecnológico del 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de este boom inversor. El ratio de inversión sobre producto se sitúa en máximos de los últimos 20 años. Ahora bien, este dinamismo está muy focalizado en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los ratios están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores.

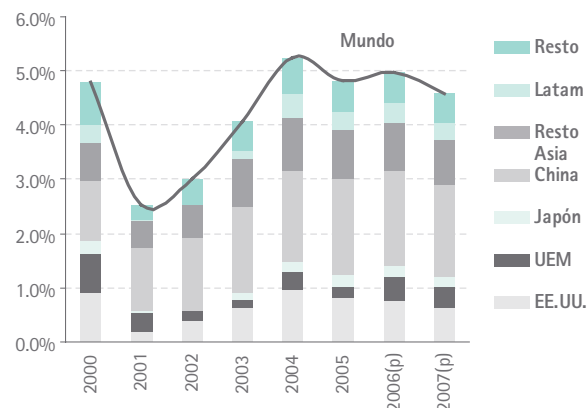
A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy elevada, representando alrededor de 2,5 puntos del producto mundial. Sin embargo, esta tendencia podría haber comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6,5 por ciento del PBI, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de una tendencia positiva de la inflación marcará la pauta de subidas graduales de las tasas de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor de 1 por ciento. Por su parte, el BCE confirmará nuestro escenario central de tasas al 4 por ciento en el primer semestre del año, algo que el mercado no incorporaba hace unos meses.

Es en EE.UU. donde todavía quedan dudas por despejar. Hasta hace poco, el mercado apostaba firmemente hacia una relación en la política monetaria de la Reserva Federal a mediados de este año.

Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



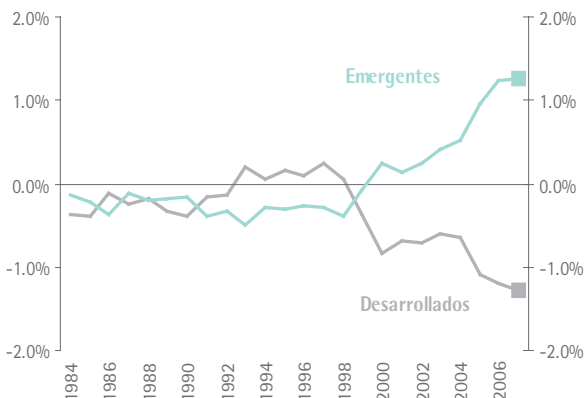
Fuente: FMI

Crecimiento del PBI (en %)

	2005	2006	2007
EE.UU.	3.2	3.3	2.8
UEM	1.5	2.7	2.2
Japón	1.9	2.2	2.0
China	9.9	10.4	9.5
Latam	4.4	4.9	4.1
Mundo	4.9	5.0	4.7

Fuente: BBVA

**Balanza por Cuenta Corriente
(% del PBI mundial)**



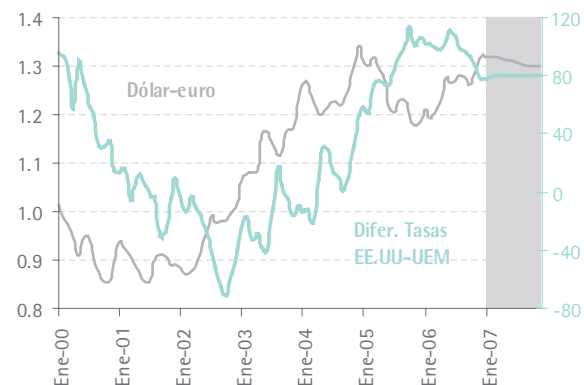
Fuente: BBVA en base a FMI

**Previsiones financieras
(fin de año)**

	2005	2006	2007
Tasas oficiales			
EE.UU	4.25	5.25	5.25
UEM	2.25	3.50	4.00
Tasas a 10 años			
EE.UU	4.5	4.7	4.9
UEM	3.4	3.9	4.1
Dólar-euro	1.19	1.32	1.30

Fuente: BBVA

Dólar-euro vs. diferencial de tasas a 10 años EE.UU.-UEM



Fuente: BBVA

Sin embargo, en el último mes, los mercados han corregido sus expectativas al alza de manera significativa incorporando un entorno más benigno de actividad económica.

Nuestro escenario más plausible es de estabilidad de tasas de la Fed en 2007 ante las perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2 por ciento para el deflactor subyacente del consumo).

Existen además unas condiciones financieras muy laxas, que harán que la Fed sea muy cautelosa a la hora de plantearse una relajación de su política monetaria. De hecho, estas condiciones financieras, que incorporan además de las tasas de corto plazo, los precios de la renta fija, de la renta variable y de la divisa, están más relajadas que cuando las tasas estaban en el 1 por ciento en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares que en 2004, cuando el BCE tenía las tasas en el 2 por ciento.

En todo caso, es previsible que la elevada liquidez internacional y la relajación financiera continúen en 2007, sobre todo en EE.UU. En primer lugar, como se menciona anteriormente, las bolsas podrían seguir creciendo a tasas de dos dígitos. En segundo, las tasas de interés de largo plazo tienen importantes límites para subir, a la vista de la renovada demanda de deuda proveniente de los inversores extranjeros, en particular de los asiáticos. En definitiva, no cabe esperar que las pendientes de las curvas de tasas, hoy planas o invertidas, se tornen positivas, incluso en países con ciclos de política monetaria aún inmaduros. Finalmente, en tercer lugar, aunque no se contempla una depreciación adicional del dólar con el euro en el escenario central de tasas, la divisa estadounidense se mantendrá en niveles algo depreciados respecto a sus valores de largo plazo.

Incertidumbres más localizadas

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo inversor renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento, sin embargo, de incertidumbres. Dichos riesgos provienen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionistas en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Este riesgo provendría fundamentalmente de factores geopolíticos que han tendido a estar concentrados en los países productores de petróleo en el Medio Oriente. Durante el 2006 el tema estuvo particularmente concentrado en la relación de Irán con occidente, no obstante ello al parecer ha tomado un cauce más estable por la vía diplomática, explicando en gran parte el gran desinfe de los precios del crudo en el último trimestre. Sin embargo, el riesgo geopolítico permanece, aunque creemos que la evolución reciente del precio del petróleo parece confirmar el escenario central de moderación hasta niveles de 50-55 \$/barril a lo largo de 2007. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes, factores que se ven más afianzados en un mundo más globalizado, que también ha jugado a favor de las bajas presiones sobre el sistema de precios.

El segundo factor, y sobre el cual recae el principal riesgo en la actualidad, proviene de la economía estadounidense. En particular, preocupa la magnitud y duración del ajuste del sector inmobiliario. Asimismo, será de particular relevancia observar en cuánto impactará sobre el consumo de los hogares y otras economías. De momento, como se mencionaba anteriormente, hay elementos de soporte en el plano externo, fiscal y empresarial que siguen avalando el escenario de ajuste suave como el más probable, no obstante un monitoreo constante de la evolución en este terreno será más que necesario.

En el ámbito financiero, en cualquier caso, el balance de riesgos a medio plazo es a la baja para las tasas de interés y de depreciación para el dólar.

II. Entorno macroeconómico

Otro año de solidez económica

El 2006 se puede considerar como otro año exitoso en materia económica. Así, se estima que el crecimiento del PBI sea cercano al 7,5 por ciento, nivel superior al proyectado tanto por las entidades gubernamentales como por el sector privado. Este mayor dinamismo responde a la notable expansión de la demanda interna. Precisamente, el consumo privado ha mostrado un sólido crecimiento, al registrar tasas superiores al 5,0 por ciento. Esta sana fortaleza se apoya, principalmente, en el aumento del empleo asalariado, las condiciones favorables para el acceso al crédito, entre otros. Igualmente, existen varios indicadores que sustentan la fuerza del consumo privado. Por ejemplo, el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo se incrementaron en cerca de 15 por ciento; mientras que los créditos de consumo aumentaron en 30 por ciento.

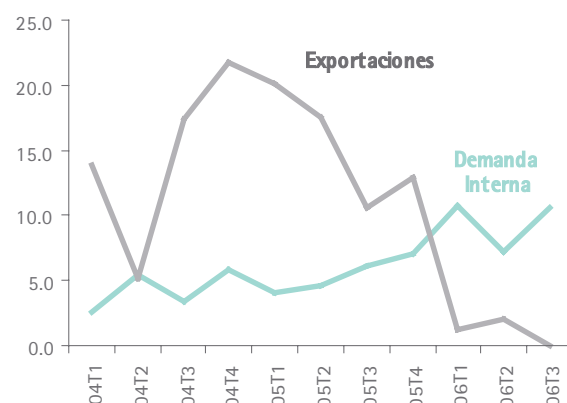
Por su parte, la inversión privada, a diferencia de años anteriores, no sólo está asociada a proyectos de gran envergadura en minería y/o hidrocarburos, sino también a inversiones de empresas fuera de dichas actividades. Así, las importaciones de bienes de capital se vienen incrementando a tasas del 20 por ciento, reflejando la existencia de nuevas oportunidades de negocios en diversos sectores tales como construcción, industria y comercio. No obstante, es necesario indicar, que a pesar del notable incremento de la inversión en los últimos trimestres (cerca al 20 por ciento), ésta aún se ubica por debajo del 25 por ciento respecto del PBI, nivel considerado necesario para lograr un crecimiento con tasas de 6 ó 7 por ciento de manera sostenida. Por el lado sectorial, igualmente las actividades que muestran una mejor evolución son aquellas vinculadas con la demanda interna. De este modo, el sector Construcción, sustentado por los proyectos residenciales y de infraestructura tanto del sector privado como público, y el de Manufactura No Primaria, especialmente de bienes de consumo e intermedios, han sido de los favorecidos por el actual ciclo expansivo de la economía.

Asimismo, es importante destacar que estas significativas tasas de crecimiento no se reflejaron en presiones inflacionarias, ya que la inflación, tanto general como subyacente, se ubicaron por debajo del rango meta establecido por el Banco Central (1,5 por ciento - 3,5 por ciento) al cierre del año.

Respecto a las cuentas fiscales y externas, éstas proyectan sendos resultados superavitarios, los cuales además son máximos históricos. Así, el resultado económico del sector público no financiero estaría alrededor del 1 por ciento del PBI, gracias al notable incremento de los ingresos tributarios, principalmente en la recaudación del impuesto a la renta y el IGV (61,2 y 11,0 por ciento, respectivamente). De esta manera, el nivel de la presión tributaria llegó a alcanzar el 15,0 por ciento del PBI, siendo éste el mayor nivel de los últimos 25 años.

Por su parte, la balanza de cuenta corriente sería cercana al 1,9 por ciento, debido a la favorable evolución de la balanza comercial, la cual establecería un nuevo máximo, al ubicarse alrededor de los US\$ 8 500 millones, monto que bordea el 9,0 por ciento del PBI.

Demanda interna y exportaciones (Var. % interanual)

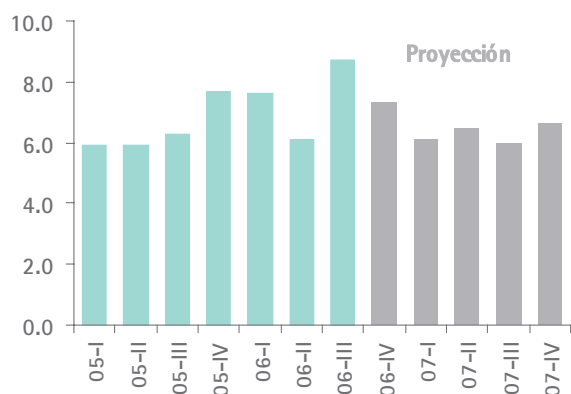


Fuente: BCRP

Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	IV-05	I-06	II-06	III-06
Consumo total	6,1	5,7	5,8	6,7
Privado	4,7	5,3	5,4	6,4
Público	15,9	8,2	8,9	9,0
Formación Bruta de Capital Fijo	19,8	22,2	16,5	16,7
Privada	19,1	24,0	17,2	16,6
Pública	22,1	8,1	12,3	17,4
Demanda Interna	7,1	10,7	7,2	10,6
Exportaciones de Bienes y Servicios	12,9	1,2	2,0	0,0
Importaciones de Bienes y Servicios	10,7	16,5	7,5	7,7
PBI	7,7	7,6	6,1	8,7

PBI trimestral: observado y proyección (Var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Banco Continental

Cabe mencionarse que ambos indicadores se han visto beneficiados por el favorable escenario internacional, el cual se ha visto reflejado, principalmente, en altos precios de materias primas. Según estimaciones hechas por el Banco Central en su Reporte de Inflación de setiembre pasado, de haberse mantenido los precios de nuestras exportaciones (que están compuestas en 70 por ciento por productos tradicionales o materias primas) del 2003, en el presente año se observaría resultados negativos, tanto en materia fiscal como comercial.

¿Qué desafíos presenta el 2007?

Las actuales condiciones macroeconómicas hacen prever que el 2007 también será un año favorable en materia económica, y, por tanto, las posibilidades de continuar con tasas de crecimiento superiores a su nivel de largo plazo son significativas. De esta manera, el ritmo de crecimiento económico alcanzaría, según nuestras proyecciones, tasas de crecimiento cercanas al 6,3 por ciento.

Cabe mencionar que este nivel, inferior al del 2006, considera en su escenario base una ligera desaceleración de los términos de intercambio, la cual debiera ser contrarrestada por el dinamismo de los sectores orientados a la demanda interna y la expansión de los volúmenes de las exportaciones no tradicionales. Para que ello sea posible, es de suma importancia la implementación de acuerdos comerciales como TLC con Estados Unidos. La demora en su ratificación podría implicar, que además de verse afectada la venta de los productos, principalmente, textiles, químicos y agropecuarios hacia al mercado estadounidense, también se podría paralizar diversos proyectos de inversión locales en sectores destinados a la exportación. Si bien, la prórroga del ATPDEA permitiría atenuar, en parte, dichos efectos negativos, ello aún no sería suficiente incentivo para que los agentes privados opten por invertir en mejoras tecnológicas y/o mayor capacitación en la mano de obra, debido a que la incertidumbre respecto a los términos de comercio con dicho país, seguiría latente.

Asimismo, la importancia que se le da a la firma del TLC con Estados Unidos debiera mantenerse con miras a nuevos futuros acuerdos comerciales. En este sentido, se debiera buscar firmar nuevos acuerdos con nuestros principales socios comerciales (UEM, China, entre otros), para que así la economía se vea favorecida por los beneficios del que trae consigo el comercio.

Adicionalmente, el Gobierno deberá afrontar diversos desafíos que se presentan en el presente año. Uno de los que más preocupación genera son las altas tasas de pobreza, la cual aún se mantiene en niveles cercanos al 50 por ciento de la población total; mientras que en el caso de pobreza extrema, ésta bordea el 20 por ciento, así como la desigualdad en los ingresos.

Si bien estos problemas no son nuevos, el gobierno debiera enfrentar este problema de manera rápida, debido a que la insatisfacción de la población se ha ido incrementado de manera significativa en los últimos años. Más aún, tomando en cuenta que el significativo crecimiento de la economía podría haber intensificado las demandas de la sociedad, especialmente de los sectores marginados de la mejora económica, para un reparto más equitativo de los ingresos y bienestar.

Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(Var. % real interanual)	IV-05	I-06	II-06	III-06
PBI	7,7	7,6	6,1	8,7
Agropecuario	6,1	3,4	3,8	9,7
Pesca	-2,6	27,6	-17,7	5,8
Minería	15,7	5,9	7,5	-1,0
Manufactura	4,5	6,9	2,9	8,0
-Primaria	2,0	7,8	-3,2	1,0
-No Primaria	5,3	6,7	4,5	9,4
Construcción	13,3	16,3	13,2	16,0
Comercio	4,1	10,9	7,6	12,3
Servicios	8,3	7,1	7,0	9,2

Por ello, y de cara al futuro, el Gobierno deberá mostrar su verdadera capacidad para reducir los niveles de pobreza y desigualdad actuales, sin caer en una radicalización de su discurso y manteniéndose dentro del respeto a las instituciones.

De lo contrario, podrían darse dos escenarios, uno donde primen las políticas efectistas, que cuentan con el respaldo de un importante sector de la sociedad, pero que no generan mejoras significativas en el bienestar. En ese sentido, no termina de quedar claro las recientes medidas sobre los topes en los salarios de los empleados públicos (Para más detalle, ver el recuadro: **“Topes remunerativos en el sector público: reflexiones desde la literatura económica”**). En el otro escenario, que sería uno más radical, la implementación de políticas con sesgo populista, que si bien pueden estar llenas de buenas intenciones, podrían tener como consecuencias serios retrocesos en los procesos de estabilización económica que tanto esfuerzo han costado llevar a cabo.

Por otro lado, la implementación de reformas estructurales es otro de los desafíos importantes que deberá afrontar el Gobierno, ya que la aplicación de estas medidas podrían dar un impulso decisivo al crecimiento económico de largo plazo. De esta manera, se debe continuar con la tarea de profundizar las reformas que brinden mayor competitividad a la economía, así como lograr una mayor vinculación entre el estado y la sociedad. Una de las medidas que recomienda la mayoría de investigaciones económicas sobre el desarrollo económico es elevar la calidad del sistema educativo y salud para así poder brindar mayores oportunidades de desarrollo a la población. Ello no debe entenderse únicamente como el destinar más ingresos a dichos sectores, sino que además debe haber un seguimiento continuo para comprobar su efectividad.

Adicionalmente, un tema relevante, y que se viene discutiendo recientemente, es la implementación de una reforma tributaria. Como se mencionara anteriormente, las cuentas fiscales han mostrado una importante mejora en los últimos años; no obstante, aún es necesario la implementación de nuevas medidas para ampliar el número de contribuyentes, combatir la evasión tributaria, así como para hacer valer el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

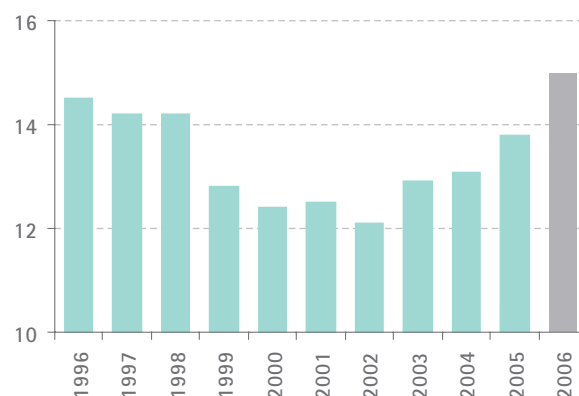
Según diversos autores, en política tributaria, se debe buscar el difícil balance entre la efectividad, eficiencia y equidad. De los tres, dada la vulnerabilidad fiscal que muestra la economía peruana, el sistema tributario debe principalmente recaudar, de manera efectiva, a través de pocos tributos que apunten a una base tributaria suficientemente extensa y con una tasa impositiva que guarde coherencia con los ingresos de la sociedad.

A la fecha de publicación del artículo (mediados de enero), el Ejecutivo, dentro del marco facultades legislativas otorgadas por el Congreso, ya ha promulgado un primer paquete de medidas tributarias y se anuncia una segunda para finales de enero o inicios de febrero. Dentro de las primeras medidas, destacan las modificaciones en el Impuesto a la Renta, en el Régimen Único Simplificado (RUS), la reducción de la tasa del Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN) y la inafectación al IGV de los créditos bancarios, los cuales anteriormente se encontraban exonerados del pago de dicho impuesto.

Estas medidas, al tener un enfoque pro-contribuyente y objetivos como el facilitar el cumplimiento voluntario, la ampliación y protección de la base tributaria, entre otros, buscarían ir en línea con lo que plantea la teoría económica en materia tributaria.

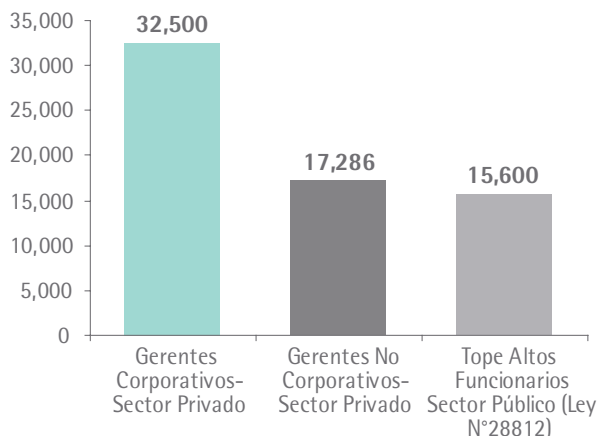
En conclusión, encontramos que el Perú en los últimos años ha logrado avances significativos en términos macroeconómicos. No obstante, uno de los retos inmediatos del Gobierno es el de mejorar la actual estabilidad macroeconómica e implementar las reformas necesarias para conseguir el tan ansiado *investment grade* en los próximos años. Igualmente, también deberá hacerse frente, y de manera primordial, a los problemas sociales existentes, especialmente a la desigualdad de ingresos y oportunidades; de lo contrario, todavía seguiremos con niveles de pobreza del 50 por ciento y de un PBI per cápita similar al de hace 3 décadas.

Ingresos tributarios del Gobierno Central (como % del PBI)



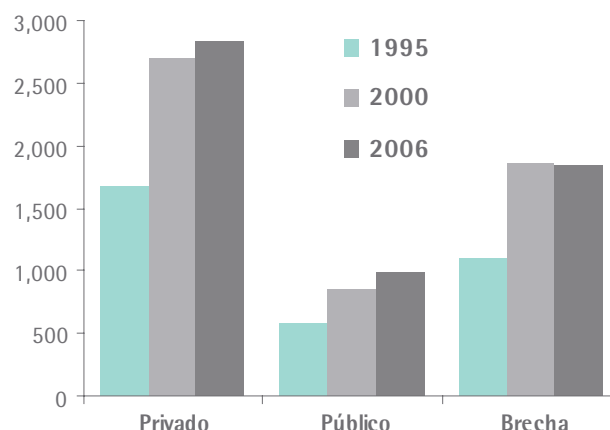
Fuente: Sunat

Remuneración comparativa mensualizada altos funcionarios: sector público y privado* (En Nuevos Soles)



Fuente: Price Waterhouse Coopers, Noviembre 2006
 * Remuneración mensualizada resultante de dividir entre 14 el ingreso anual fijo promedio (sin componente variable)

Remuneraciones sector público y sector privado (En Nuevos Soles)



Fuente: INEI

Las medidas de austeridad anunciadas en el mensaje presidencial inaugural del 28 de julio pasado, y que ha sido recogido por el Decreto de Urgencia 038-2006 que modificó la Ley N° 28212 (conocida como la Ley Pease) ha terminado por colocar un límite remunerativo a los ingresos percibidos por los funcionarios del sector público. En efecto, con esta ley, ningún funcionario del estado podrá ganar por encima de 15.600 nuevos soles. El Decreto de Urgencia señala que el tope de ingresos alcanza a todo funcionario o servidor público que presta servicios al Estado bajo cualquier modalidad contractual y régimen laboral, con excepción del Presidente de la República.

¿Cuál fue la razón por la que este gobierno ha impulsado una norma con estas características?

En primer lugar, la Ley N° 28212 y el Decreto de Urgencia 038-2006, buscaban dar un ordenamiento a los desordenes aparentemente existentes en el Estado para determinar las remuneraciones. Si bien esto último es cierto, con estas modificaciones, aún no termina de quedar claro cual será el nuevo esquema remunerativo que debiera ir acorde con una legislación de carrera pública donde la escala salarial este en función a factores de productividad más que únicamente de antigüedad o jerarquía. La segunda razón, viene marcada más por un objetivo político, al limitar la existencia de sueldos mayores, en un contexto donde los servicios brindados por el estado, son en promedio muy malos.

De esta forma, colocar un techo a las remuneraciones, termina siendo visto con simpatía por un grueso de la población. Al mismo tiempo, se podría también ubicar una tercera razón, que va más atada a criterios de ahorro público, no obstante, se estima que el efecto positivo que podría traer esta medida sobre las arcas fiscales sería nimio, considerando que menos del 0,1% del aparato estatal recibe remuneraciones por encima del tope planteado. Claro está, como señal de un estado austero, podría tener un efecto importante en términos de captación de apoyo de importantes segmentos de la población.

Es importante señalar, sin embargo, que una norma como la que se plantea, tendrá efectos altamente nocivos sobre la economía. Uno de los aspectos centrales que resalta la literatura económica está relacionado a los efectos negativos que se pueden generar sobre el crecimiento a largo plazo. Acemoglu y Thierry (1998) recogen las visiones de North (1991) y Easterly (2004) respecto a que las mejoras institucionales son la piedra angular del crecimiento de una nación. Siendo ello así, para asegurar que las instituciones funcionen de manera eficiente, será necesario contar con empleados públicos de primer nivel. Para que ello suceda, evidentemente se requiere que los empleados públicos en general, perciban remuneraciones competitivas, que impliquen por un lado que se les pague de acuerdo a su productividad, y por otro que se tenga en cuenta la valoración de estos en el mercado.

Un segundo aspecto a resaltar, es el relacionado a la fuga de talentos. Siguiendo a Weiss (1980), se desprende que los incentivos salariales son centrales como determinantes de la asignación de la fuerza laboral entre diferentes sectores de la economía. Ahí entra a tallar un concepto conocido en los estudios de economía laboral, que es el del salario de reserva –que es lo mínimo que estaría dispuesto a aceptar una persona por laborar- y el salario de eficiencia –la remuneración mínima que evita que el trabajador deje su actual empleo para trasladarse a otro-.

De acuerdo al modelo de Weiss, los trabajadores talentosos tienden a presentar elevados salarios de reserva (y de eficiencia) que responden a la inversión en capital humano que han acumulado durante un determinado número de años. Así, condicionado a las características del mercado laboral en el que se desenvuelva (cuales son las condiciones de oferta de mano de obra talentosa y la demanda por este tipo de empleo), una mala política remunerativa en el aparato estatal, que implique menores sueldos del que se puede obtener en el sector privado, implicará indefectiblemente la fuga de los más capaces. En el caso del sector público esto es mucho más sensible aún, considerando que muchas de las actividades que tiene bajo su responsabilidad son de control, regulación y supervisión, con lo cual, los mejores serán captados por el sector privado y de esta manera llevarse el know how que se fue acumulando durante años de experiencia.

Pero el tema no es sólo uno de instituciones y talentos, sino también de incentivos a la corrupción. El Premio Nobel de Economía, Gary Becker (1968), en una de sus investigaciones clásicas, sentó las bases de cómo la corrupción puede surgir cuando un conjunto de incentivos entran en juego. Así, si el estado pretende ahorrar costos, pagando menos a sus trabajadores, se crea el escenario perfecto para que el funcionario complete su insuficiente salario a través de lo que comúnmente llamamos “coimas”. Este incentivo, por supuesto, será mayor, si el estado es pobre y no cuenta con suficientes recursos para aplicar penalidades (policías, juzgados y cárceles). Así, si al trabajador estatal se le paga por debajo de su salario de reserva, de acuerdo a Besley y McLaren (1993), esto equivaldría a establecer un salario de “capitulación” o “rendición”, es decir, dejar que los empleados completen su salario a través de coimas. Estos últimos autores discuten como se comportaría los funcionarios en las oficinas de impuestos en el caso de salarios de capitulación y como establecer salarios adecuados para evitar esto.

La brecha entre las remuneraciones del sector público y privado para el caso peruano es elevada. Basta ver de manera global, el promedio de las remuneraciones mensuales de ambos segmentos, de acuerdo a las estadísticas del Ministerio de Trabajo. En efecto, revisando la trayectoria de estas remuneraciones entre 1995 y el 2006, se observa el incremento de la brecha entre ambas, la misma que actualmente es cercano a los 1.800 nuevos soles en promedio, a favor de los trabajadores del sector privado. Si, en otro tanto, queremos focalizar las brechas entre las remuneraciones de los gerentes del sector privado, respecto al tope de 15.600 nuevos soles impuesto a los altos funcionarios del sector público, encontramos un claro contraste respecto a los 32.500 nuevos soles que en promedio ganan los gerentes corporativos del sector privado. Cabe indicar que incluso esta brecha puede ser mayor, dado que sólo se está considerando el sueldo fijo de estos gerentes, sabiendo que en muchos casos estos pueden contar con retribuciones variables en función a resultados, que pueden llegar a ser, en promedio un 25% adicional al sueldo fijo.

El análisis previo no debiera llevarnos a ver el problema de los salarios bajos como la única variable explicativa de una mayor corrupción. Por ejemplo, alguien podría pensar que para solucionar este problema sólo bastaría con elevar los sueldos. Si seguimos esa línea de pensamiento lógico, un organismo público que fuera una “cueva de ladrones” se convertiría en un “monasterio” con sólo hacerlos ganar más dinero. Lo que debe quedar claro, es que dado un conjunto de funcionarios públicos, cada uno con una dotación diferente de valores morales, el nivel de sueldo se constituye en un incentivo que puede generar determinados tipos de comportamiento. Bajarle el sueldo a un funcionario público lo coloca en la difícil situación de atender sus respectivas cargas familiares con menores recursos. Ante ello, algunos estarán tentados en buscar alternativas deshonestas haciendo un mal uso de su rol de servidor público, ejerciendo un cobro particular por “agilizar” un trámite, permitir actos ilícitos, obviar una falta contra el estado o evitar una auditoría tributaria.

La planilla estatal representa una carga elevada en las cuentas fiscales. Reducir los sueldos de los funcionarios públicos puede generar ahorros importantes en el corto plazo, no obstante las pérdidas en el futuro pueden ser mayores, si se toma en cuenta las distorsiones económicas generadas a partir de la mayor corrupción y la pérdida del talento en el sector público. Una hipótesis a analizar, sin embargo, está referida al hecho que quizá el problema con la alta carga de la planilla del estado, no está en los sueldos, sino en la cantidad de funcionarios del sector público que perciben dichas remuneraciones sin merecerlo. En ese caso, es evidente que estarían recibiendo salarios muy por encima de su productividad. Si este fuera el caso, la solución técnica sería reducir el número de empleados con baja productividad y asegurarse más bien, que aquellos funcionarios públicos altamente productivos ganen más. Claro está, despedir empleados siempre será visto como un gesto despiadado, insensible y por cierto poco atractivo para los políticos.

David Tuesta Cárdenas
davidtuesta@continental.grupobbva.com

Referencias:

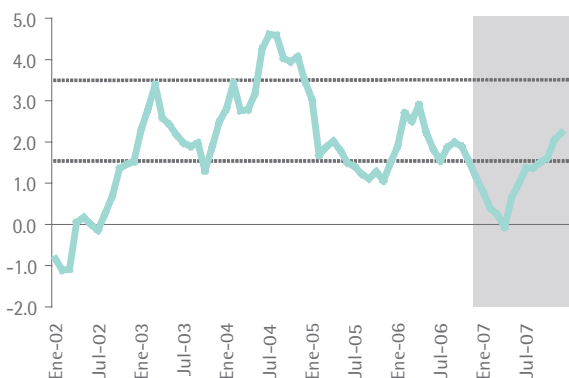
- Acemoglu, Daron y Thierry Verdier (1998) “Property rights, corruption and the allocation of talent: a general equilibrium approach”, *The Economic Journal* 108, N.450
- Becker, Gary (1968) “Crime and Punishment: An Economic Approach”, *Journal of Political Economy* 76, N.2
- Besley, Timothy y John McLaren (1993) “Taxes and Bribery: The Role of Wage Incentives”, *The Economic Journal* 103
- Easterly, William (2001) “The elusive quest for growth” MIT Press.
- North, Douglass (1991) “Institutions”, *Journal of Economic Perspectives* 5, 1, 1991
- Weiss, Andrew (1980) “Job queues and layoffs in markets with flexible wages”, *Journal of Political Economy* 88, N.3

IPC General
(var. % acumulada últimos 12 meses)

	Ponderación	2005 Diciembre	2006 Diciembre
Índice General	100.0	1.49	1.14
Alimentos y bebidas	47.5	1.19	1.74
Vestido y Calzado	7.5	1.47	1.88
Alquiler Viv., Combustible y Electr.	8.8	2.42	-0.23
Muebles y Enseres	4.9	1.16	1.23
Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	2.40	0.36
Transportes y Comunicación	12.4	2.69	-0.48
Enseñanza y cultura	8.8	1.41	1.10
Otros bienes y Servicios	7.0	-0.21	1.59

Fuente: INEI

Proyección de Inflación 2007
(var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: INEI
Elaboración: BBVA Banco Continental

Inflación se ubicó por debajo del rango meta

La inflación del año 2006 se ubicó en 1,1 por ciento, por debajo del límite inferior del rango meta establecido por el Banco Central (entre 1,5 y 3,5 por ciento). Los rubros con mayor incidencia al alza sobre el resultado de la inflación fueron Alimentos y Bebidas (1,7 por ciento, debido al aumento en los precios de los productos cárnicos, tubérculos y azúcar), Vestido y Calzado (1,9 por ciento) y Enseñanza y Cultura (1,1 por ciento, debido a los incrementos en las matrículas y pensiones). Estos incrementos fueron atenuados por las reducciones en los rubros de Transportes y Comunicaciones (0,5 por ciento, debidos a los menores precios de los combustibles y de las tarifas telefónicas) y de Alquiler de Vivienda, Combustible y Electricidad (0,2 por ciento, por la disminución en las tarifas de energía eléctrica).

A lo largo del año anterior, factores de oferta y la apreciación nominal del nuevo sol tuvieron efectos importantes sobre la trayectoria mostrada por la inflación. Así, en los primeros meses del 2006, un menor abastecimiento agrícola debido a problemas climáticos que generaron desfases en los periodos de siembra y cosecha indujo alzas en los precios de diversos alimentos. Asimismo, los precios domésticos de los combustibles se incrementaron como consecuencia de alzas en la cotización internacional del barril de petróleo crudo, el cual llegó a cotizarse por encima de US\$ 70 dólares. En este contexto, en abril la inflación se ubicó en 2,9 por ciento, el nivel más alto que se registró en el año. Posteriormente, debido a la reversión de estos choques de oferta y la disminución del tipo de cambio nominal, la inflación mostró una tendencia decreciente, que se ha acentuado desde el mes de octubre.

En cuanto a la inflación subyacente que elabora el Banco Central, cabe mencionar que durante el año 2006 fluctuó entre 1,3 y 1,5 por ciento, lo que sugiere que la aceleración de la actividad económica y de la demanda interna se viene dando en un contexto sin presiones inflacionarias (ver artículo "Precios y Demanda Interna: ¿Un Enigma?").

Proyección para el año 2007

Para el año 2007, en nuestro escenario central de proyección estimamos que la inflación acumulada en los últimos doce meses seguirá mostrando una tendencia decreciente hasta abril, mes en el que, incluso, podría ser negativa. Cabe enfatizar que esta evolución se explicaría, en parte, por el efecto estadístico de una alta base de comparación (niveles elevados de inflación en el primer cuatrimestre del 2006), la reversión de choques de oferta, y la reducción en las tarifas telefónicas que se daría durante los primeros tres meses del año, y no por factores monetarios. Posteriormente, la inflación mostraría una trayectoria ascendente, retornando al interior del rango meta durante el segundo semestre. Proyectamos que al cierre del año la inflación se ubicaría alrededor de 2,0 por ciento.

Esta proyección asume que la política monetaria se movería hacia una posición más neutral, lo que desaceleraría la expansión de la demanda interna hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Asimismo, se espera que los fenómenos naturales y climatológicos (como el Fenómeno del Niño) tengan un impacto moderado sobre la economía y, en particular, sobre los precios de los alimentos.

Precios: últimos datos mensuales

(Var. % real interanual)	Set-06	Oct-06	Nov-06	Dic-06
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,03	0,04	-0,28	0,03
Índice de Productos Transables	-0,10	-0,57	-0,10	-0,12
- Alimentos Transables	-0,18	-1,05	-0,24	-0,11
- Combustibles	-0,34	-1,84	-0,48	-0,93
Índice de Productos No Transables	0,11	0,49	-0,41	0,11
- Alimentos No Transables	0,26	1,52	-1,24	-0,10
Índice Subyacente	0,08	0,06	0,13	0,15
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,15	0,06	-0,20	0,19
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo)	0,33	0,28	-0,16	-0,08
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,51	0,24	0,02	-0,45

III. Entorno Financiero

Tasa de referencia permanece en 4,5 por ciento

En un contexto caracterizado por la ausencia de presiones inflacionarias y el fortalecimiento de la moneda peruana, el Banco Central ha mantenido la tasa de referencia en 4,5 por ciento desde mayo del año anterior. Cabe resaltar que la rápida expansión de la demanda interna no se ha traducido en presiones sobre los precios que ameriten un ajuste en la posición de la política monetaria, situación que al parecer se mantendría durante la primera parte del año.

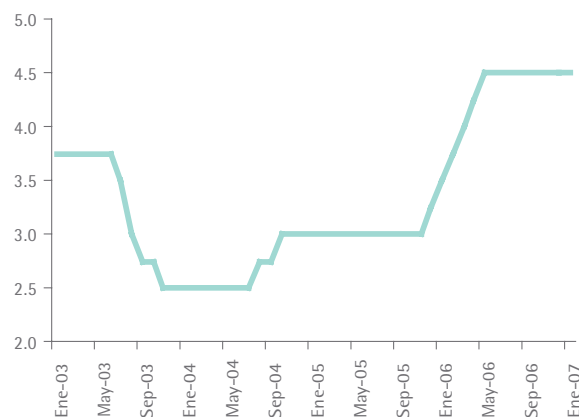
Según ha explicado el Banco Central en algunos de sus comunicados y publicaciones, el incremento de la productividad de la economía, la apreciación del nuevo sol y expectativas de inflación firmemente ancladas, estarían atenuando las eventuales presiones de demanda sobre los precios. En la medida que se proyecta que la inflación se ubicará por debajo del límite inferior del rango meta durante el primer semestre del año (debido a la reversión de choques de oferta transitorios), consideramos que la significativa expansión de la demanda interna permanece como un factor de riesgo acotado. En este sentido, la ausencia de presiones inflacionarias le otorgará margen al Banco Central para mantener la tasa de referencia en su nivel actual y guiar adecuadamente las expectativas inflacionarias.

Sin embargo, si la dinámica actual de la demanda interna se mantiene en los siguientes meses, el BCR podría considerar necesario implementar una política monetaria más neutral, con lo que reduciría el riesgo de que eventuales presiones de demanda afecten el comportamiento de las expectativas y de los precios en el futuro. Entre los factores que sugieren la necesidad reanudar, de manera preventiva, la remoción del estímulo monetario durante el presente año se encuentran:

- La incertidumbre bajo la que actúa la política monetaria.** Debido a que no existe un conocimiento perfecto de la economía, las hipótesis que se han planteado para explicar la ausencia de presiones inflacionarias, en un contexto de fuerte crecimiento del producto, pueden estar erradas. En este caso, la inacción del Banco Central podría resultar muy costosa dado que controlar la inflación podría requerir ajustes mayores en la posición de la política monetaria.
- Debido a los rezagos con los que actúa la política monetaria, se requiere que las decisiones se tomen con una anticipación adecuada.** Algunos trabajos estiman que cambios en la posición de la política monetaria tardan en transmitirse totalmente sobre la inflación entre 14 y 16 meses ^{1/}. Si se considera que es necesario desacelerar el crecimiento del producto para contener eventuales presiones de demanda en el 2008, sería necesario realizar ajustes preventivos a lo largo del presente año.

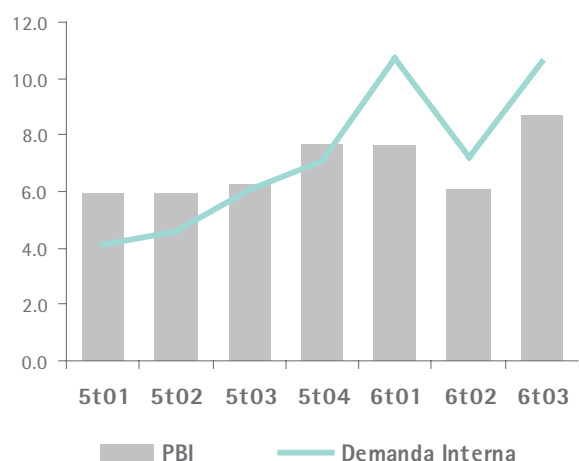
1/ Ver León, D. (1999): "La información contenida en los agregados monetarios en el Perú", Revista de Estudios Económicos No. 5, Banco Central de Reserva del Perú y Quispe, Z. (2000): "Política monetaria en una economía con dolarización parcial: el caso del Perú", Revista de Estudios Económicos No. 6, Banco Central de Reserva del Perú.

Tasa de referencia del BCRP (en %)



Fuente: BCRP

PBI y Demanda Interna (var. % real)

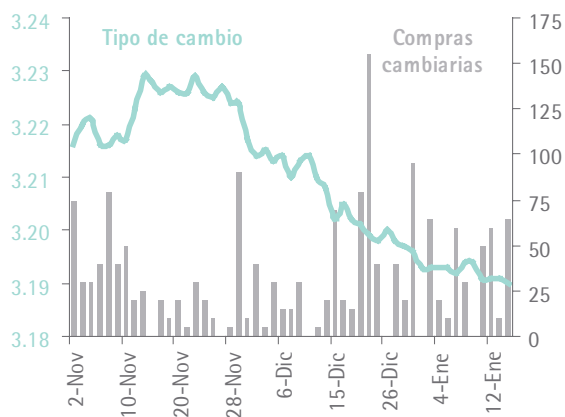


Fuente: INEI

Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

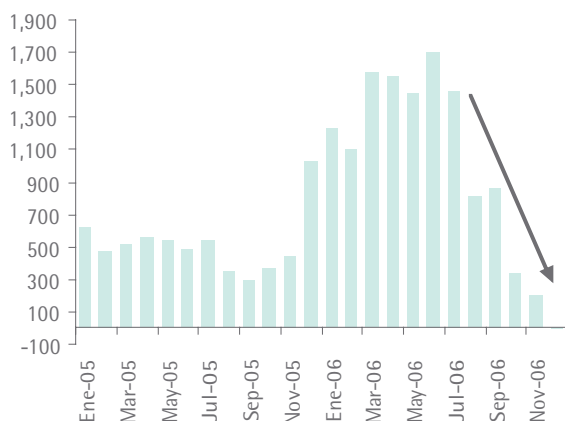
(millones de nuevos soles)	Set-06	Oct-06	Nov-06	Dic-06
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,248	3,237	3,222	3,205
Emisión Primaria (Fin de Período)	11.586	11.681	11.983	13.864
Liquidez Total	66.312	66.970	68.033	n.d.
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	54,0	54,2	53,6	n.d.
Reservas internacionales (m.M. \$)	15.172	15.673	16.473	17.275
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	4,5	4,5	4,5	4,5
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	5,2	5,3	5,3	5,4
Crédito al Sector Privado en MN (var. % Y/Y)	36,0	35,8	33,9	n.d.
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	6,0	6,2	5,5	n.d.
Tasa de Morosidad (%)	1,9	1,9	1,8	n.d.

Tipo de cambio e intervenciones cambiarias del BCRP
(S/. x US\$ & Millones de dólares)



Fuente: BCRP

Saldo neto de forwards
(Millones de US\$)



Fuente: BCRP

c. La política fiscal será expansiva este año. En el Reporte de Inflación de setiembre, el BCR proyectó que en el 2007 habrá un incremento importante del impulso fiscal; es decir, el las autoridades monetarias anticipan que la política fiscal será expansiva y procíclica. En este sentido, solo quedaría la política monetaria para tratar del controlar el crecimiento de la demanda agregada.

d. La posición de la política monetaria aún sería laxa. Al respecto, cabe mencionar que luego de la secuencia de incrementos en la tasa de referencia que el BCR implementó en la primera parte del año 2006, la actividad económica continuó acelerándose^{2/}. Si bien ello puede estar reflejando los límites que impone la dolarización a la potencia de la política monetaria para estabilizar el producto, también sugiere que, de manera preventiva, sería conveniente ir removiendo el estímulo monetario de la economía mediante incrementos graduales en la tasa de referencia durante este año.

El nuevo sol sigue exhibiendo fortaleza

En diciembre de 2006, el tipo de cambio se ubicó en S/. 3,206 por dólar, nivel similar a los registrados a inicios del año 1999. De esta forma, el nuevo sol se apreció (nominalmente) 6,4 por ciento, evolución que se explicó por: (i) el favorable desempeño de las cuentas externas, destacando el creciente superávit comercial, cuyo valor habría sido alrededor de US\$ 8 500 millones durante el año 2006 y, (ii) las mayores expectativas de apreciación, lo que se ha reflejado en una caída importante en el saldo neto de ventas (ventas menos compras) forward de moneda extranjera de los bancos al público. Al respecto, cabe agregar que al cierre del año anterior se observó, por primera vez, que las compras de dólares a futuro han superado a las ventas, diferencia que se ha acentuado en las primeras semanas del presente año y que viene induciendo una mayor caída del tipo de cambio.

En este contexto, el Banco Central ha continuado interviniendo en el mercado cambiario para atenuar la apreciación del nuevo sol^{3/}, aunque percibimos un cambio en los lineamientos generales de las intervenciones desde que asumió sus funciones el nuevo Directorio del BCR. Al parecer, éstas ahora se estarían definiendo por montos en lugar de la defensa de un determinado nivel de tipo de cambio. Este nuevo esquema es más flexible en tanto que permite atenuar las fluctuaciones cambiarias pero deja que el tipo de cambio refleje de manera más clara la tendencia determinada por sus fundamentos. Asimismo, permite que el Banco Central continúe con su estrategia de acumulación de reservas para prevenir choques externos.

Para el primer trimestre de este año estimamos que se mantendrá la tendencia a la baja del tipo de cambio, en un contexto externo favorable y de expectativas de apreciación. Esta tendencia se acentuaría en los meses de marzo y abril debido a la mayor demanda por soles para realizar los pagos de regularización del impuesto a la renta, el que se espera registraría una recaudación récord. Posteriormente, las presiones a la baja sobre el tipo de cambio se atenuarían en un contexto de ligero ajuste en las cotizaciones internacionales de los minerales que exportamos, en particular del cobre.

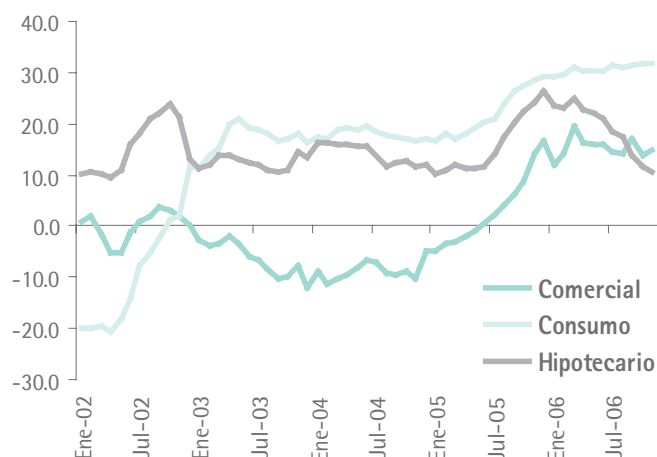
2/ Entre diciembre de 2005 y mayo de 2006 la tasa de referencia aumentó en 150 puntos básicos.

3/ Durante el año 2006 las compras de dólares alcanzaron el monto récord de US\$ 3 944 millones, y, en lo que va del año ascienden a US\$ 370 millones (información al 16 de enero).

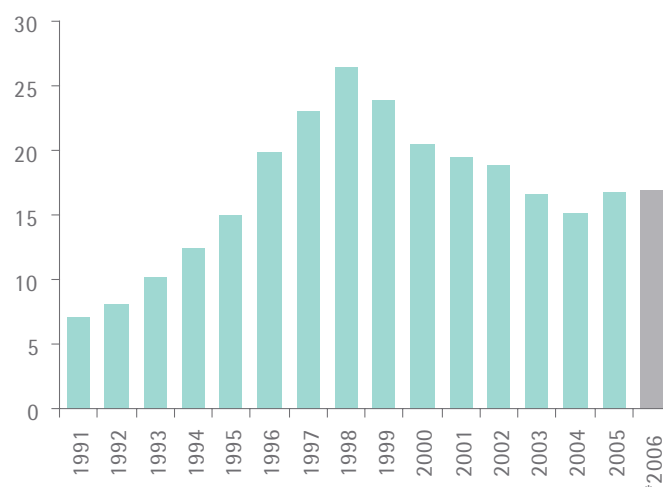
Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

	Set-06	Oct-06	Nov-06	Dic-06
Índice General de la BVL (variación %)	3,8	2,9	7,4	12,2
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	2,9	0,8	7,1	12,1
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	52.906	55.700	57.477	60.198
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	4.295	4.410	4.476	n.d.
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	81	177	99	n.d.
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	41	80	27	n.d.
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	12.356	12.731	13.124	n.d.
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	12.697	13.246	13.668	n.d.
SPP-número de afiliados (millones de personas)	3,83	3,85	3,87	n.d.

Reflexiones sobre el nuevo ciclo crediticio en el Perú

Crecimiento del crédito bancario
(var. % interanual)

Fuente: SBS

Intermediación bancaria
(Colocaciones como % del PBI)

Fuente: Asbanc

Un nuevo periodo de expansión del crédito bancario

La evolución del crédito bancario en el Perú durante los últimos dos años presenta cifras bastante alentadoras, al pasar de tasas de crecimiento negativas en los primeros años de la presente década a niveles cercanos al 20 por ciento interanual en el 2006, según información de la Superintendencia de Banca.

Así, se observa un comportamiento favorable en todos los distintos tipos de crédito bancario, siendo el financiamiento a las familias el más dinámico, al mostrar tasas de crecimiento superiores a los préstamos comerciales. Los créditos de consumo e hipotecarios mostraron tasas superiores al 25 por ciento y 17 por ciento, respectivamente; mientras que los comerciales, 8,7 por ciento. No obstante, a pesar de la expansión del crédito a las familias, éste aún es inferior al stock de crédito empresarial, que permanece como el principal componente de la cartera crediticia, aunque con tendencia decreciente.

Es importante hacer notar que si bien dichos niveles de crédito podrían indicar una mayor exposición de las familias a encarecimientos del crédito, estos préstamos sólo representan, en términos reales, alrededor del 10 por ciento (15 por ciento) del ingreso disponible (remuneraciones en la economía)^{1/}. Por el contrario, el ratio de créditos comerciales sobre inversión privada (o sobre el excedente de explotación) muestra una trayectoria decreciente, lo que podría sugerir una menor dependencia de las empresas del financiamiento bancario. Este hecho es coherente con la inversión financiada con recursos propios (buena situación financiera de las empresas que en los últimos años han registrado niveles excepcionalmente elevados de utilidades) y/o con la emisión de bonos en el mercado de capitales local. En términos de intermediación bancaria, los niveles estimados para el 2006, alrededor de 17 por ciento del PBI, se encuentran por debajo del promedio de la región, superior al 30 por ciento. No obstante, el continuo dinamismo de los créditos debiera generar un aumento en el grado de bancarización de la economía en los próximos meses. Por ello, el Perú es uno de los países de la región que puede mostrar una mayor progresión al alza en los próximos años.

¿Esta fase de expansión crediticia es similar a la observada a mediados de los noventa? ¿Tendrá un final similar?

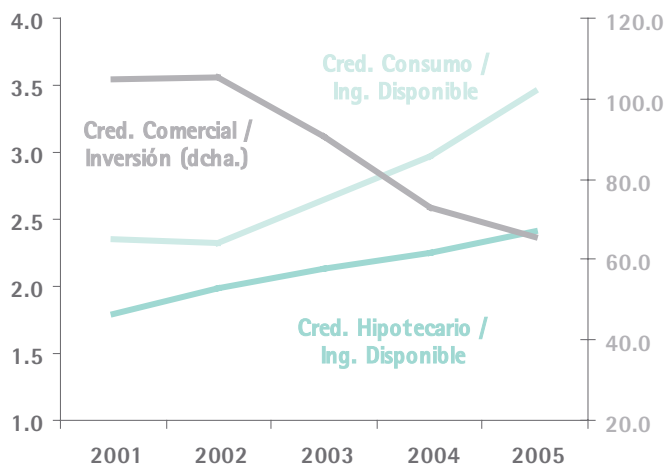
Los periodos de rápido crecimiento crediticio no son una experiencia desconocida para el Perú. Al respecto, cabe recordar que a inicios de la década pasada, como parte de un conjunto amplio de reformas estructurales, se liberalizó el sistema financiero y se llevaron a cabo mejoras en el marco legal para las actividades de la banca (libre tenencia de moneda extranjera, facilidades para la ejecución de garantías, entre otras). En este contexto, se experimentó un notable crecimiento del crédito, luego de un periodo de restricción crediticia y presión financiera.

Es así, que entre 1995 y 1998, se observa una rápida expansión del crédito bancario, alcanzando niveles históricos de intermediación (medido como porcentaje del PBI), los cuales aún no se han llegado a igualar. Igualmente, las tasas de crecimiento en dicho periodo fueron superiores a las que se registran actualmente.

Al comparar los dos periodos de expansión se encuentran ciertas similitudes, tales como un escenario internacional favorable para economías latinoamericanas (crecimiento mundial sostenido, altos precios de materias primas), así como un crecimiento acelerado de la actividad local. Ello genera un efecto riqueza que tiene como resultado un significativo impulso en la demanda de los créditos en general. De esta manera, y teniendo en cuenta la experiencia de las crisis de finales de los noventa, se podría pensar que una reversión de algunos de los factores exógenos, desaceleración en Estados Unidos, reversión de los precios de los commodities, podría desencadenar una crisis crediticia similar a la observada a finales de los noventa.

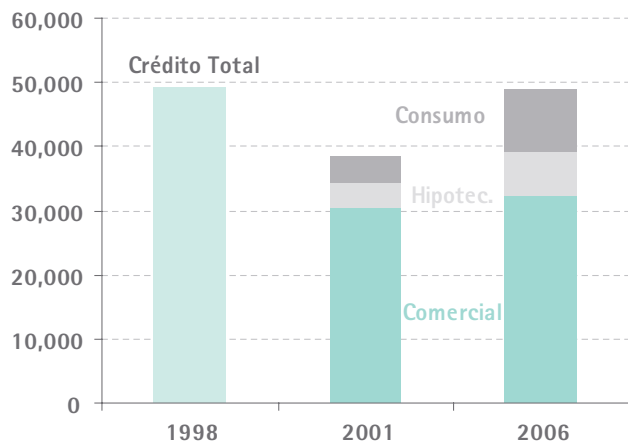
1/ Un elemento a tomar en cuenta es que los ratios de crédito de las familias, que pretenden ser representativos del nivel de apalancamiento de las familias, estarían sesgados hacia abajo. Dado que una parte significativa del producto proviene de actividades informales, la medición del ingreso nacional disponible como el de las remuneraciones sobreestima la renta de los agentes que tienen deudas con la banca.

Indicadores de exposición al crédito de las familias y empresas



Fuente: SBS y BCR
Elaboración: BBVA Banco Continental

Composición del crédito (En millones de soles del 2000)



Fuente: SBS
Elaboración: BBVA Banco Continental

Sin embargo, hay diversas razones para considerar esa afirmación como una muy improbable. Una de ellas sería la actual situación macroeconómica del país. Como se sabe, los principales indicadores económicos además de mostrar un notable dinamismo, el cual no da señales de desaceleración, también refleja una gran solidez en sus cuentas fiscales y externas. Esta situación dista mucho de lo observado en los noventas, en donde el déficit en cuenta corriente fue excesivamente abultado, constituyéndose en un gran peligro para la economía. Igualmente, la apreciación del tipo de cambio real fue mayor en el ciclo expansivo de los noventas. Por ello, se suele argumentar que el drástico ajuste de los años 1998 y 1999 reflejó la sobrevaloración que venía acumulando la moneda peruana. En la actual expansión, el tipo de cambio real se ha mantenido prácticamente estable.

La implementación de límites al endeudamiento público mediante reglas fiscales que garantizan la responsabilidad fiscal, así como la independencia del Banco Central, son medidas que favorecen la institucionalidad, creando así mecanismos que permitan evitar, o atenuar, crisis futuras.

Por otro lado, la existencia de una banca privada más eficiente y los avances en materia de regulación bancaria y financiera (Basilea I y II) garantizan una banca más segura. En este aspecto, es relevante resaltar que la regulación existente en el sistema bancario peruano se encuentra muy por encima de los demás países de la región y otros emergentes.

Asimismo, la banca ha reducido de manera significativa los niveles de endeudamiento de corto plazo con sus acreedores externos, los cuales fueron factores amplificadores del contagio de las crisis financieras de los noventas. Cabe recordar que la crisis rusa trajo como consecuencia el corte abrupto de líneas de crédito del exterior que la banca había tomado. A su vez, ello se tradujo en una falta de liquidez en moneda extranjera (y una fuerte depreciación del tipo de cambio), lo que generó una severa restricción en los créditos. Muchas empresas se vieron en problemas por este motivo y la crisis se amplificó por el efecto hoja de balance (empresas que tenían deudas en dólares, pero que recibían sus ingresos en soles, se vieron afectados debido a un aumento en sus pasivos por la depreciación de la moneda). Como resultado, la economía peruana entró en recesión, agudizada a su vez por una restricción crediticia debido a una actitud cautelosa de los bancos en un contexto recesivo y de mayores moras en el sistema financiero.

Finalmente, es importante resaltar que si bien el actual ciclo expansivo se explica, principalmente, por los altos precios de los commodities, las condiciones actuales de la economía peruana (alto nivel de reservas, menor endeudamiento externo de corto plazo, cuentas externas y fiscales superavitarias, un ciclo expansivo que empieza a mantenerse por la demanda interna, entre otros) podrían permitirle enfrentar con mejores posibilidades cambios en los factores exógenos favorables, como una caída significativa en los precios de las materias primas. Así, la posible propagación de un shock de este tipo desde el sistema financiero hacia el resto de la economía sería menor aunque, desde luego, ello implicaría una desaceleración en las tasas de crecimiento del crédito (en particular, de los créditos de consumo) que hemos venido observando.

IV. Artículo

Precios y demanda interna: ¿un enigma?

En general, la evidencia empírica sobre las fluctuaciones macroeconómicas muestra que los precios y la inflación tienden a moverse en la misma dirección que el producto^{1/}. Por lo tanto, cuando la actividad económica se encuentra en auge, es de esperarse que aparezcan presiones al alza sobre los precios. Sin embargo, al analizar la evolución reciente de la inflación en el Perú se encuentra que es un tanto difícil comprobar esta regularidad empírica en la actual fase de expansión.

Por ejemplo, desde mediados de 2004 la inflación de precios al consumidor ha mostrado un sesgo decreciente que ha coincidido con la aceleración del crecimiento del producto y de la demanda interna (ver Gráfico 1). Más aún, las cifras del tercer trimestre del año anterior señalan que la demanda interna creció 10,6 por ciento (11,2 por ciento en octubre), en tanto que la inflación de precios al consumidor mostró una tendencia descendente en el cuarto trimestre, cerrando el 2006 por debajo del límite inferior del rango meta del Banco Central (entre 1,5 y 3,5 por ciento). Se estima que esta variable permanecerá por debajo de este límite durante el primer semestre de este año.

Cabe señalar que la inflación de precios al consumidor se ve afectada por los impactos directos (efectos de “primera vuelta”) de factores coyunturales que, usualmente, se revierten rápidamente^{2/}. Ello introduce ruido a la información agregada de precios, lo que dificulta la detección de los factores que realmente determinan la tendencia inflacionaria. En este sentido, el análisis de algún indicador de inflación subyacente, como el que elabora el Banco Central, resulta más adecuado^{3/}.

Es interesante notar que este indicador sí ha mostrado un sesgo al alza durante el periodo de aceleración de la actividad económica, pasando de 0,6 por ciento en octubre de 2003 a 1,5 por ciento en noviembre de 2006 (ver Gráfico 2). No obstante, se ha mantenido por debajo del límite inferior del rango meta del BCR, verificando que el mayor dinamismo del producto se ha dado en un entorno de inflación baja y relativamente estable^{4/}. La evolución de la inflación subyacente sugiere que, más allá de factores coyunturales transitorios, existen otros de tipo “estructural” que han ido configurando un contexto sin presiones inflacionarias, a pesar de la rápida expansión del producto. ¿Cuáles serían estos factores?

Para identificarlos, consideremos que la siguiente ecuación representa adecuadamente la dinámica de corto plazo de la inflación:

$$\pi_t = \underbrace{\pi_{t+1}^e}_{\text{Inflación esperada}} + \beta \underbrace{(y_t - \bar{y}_t)}_{\text{Inflación por presiones de demanda}} + \underbrace{(\varepsilon_t)}_{\text{Inflación por costos}}$$

ecuación que se conoce como la “oferta agregada de corto plazo” y donde,

1/ Ello implica que las fluctuaciones del producto se originan, principalmente, por traslados de la demanda agregada. Algunas referencias, a nivel internacional, sobre el comovimiento de las variables macroeconómicas son Agénor y Prasad (2000), Bergoeing y Suárez (2001), Kydland y Prescott (1986) y Kydland y Zarazaga (1997). Evidencia para el Perú se encuentra en Castillo, et. al. (2006).

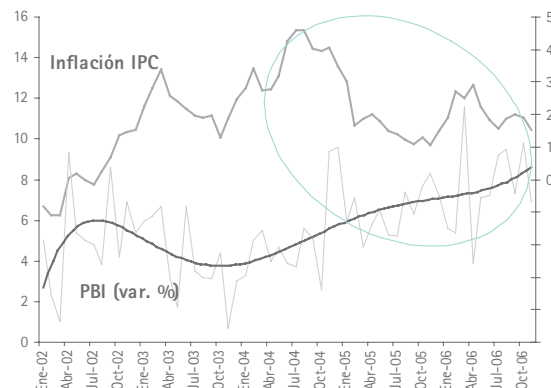
2/ De hecho, en gran medida la disminución que ha mostrado la inflación en el último trimestre de 2006 refleja el impacto de choques de oferta sobre los alimentos y los combustibles.

3/ El indicador de inflación subyacente que elabora el BCR excluye de la canasta de bienes con la se elabora el índice de precios al consumidor (IPC) aquellos cuyos precios han mostrado una elevada volatilidad (alimentos, principalmente) y precios “administrados” (tarifas públicas, combustibles y transportes).

4/ Cabe precisar que la inflación subyacente registra, de manera sostenida, niveles inferiores a 1.5 por ciento desde diciembre de 2001.

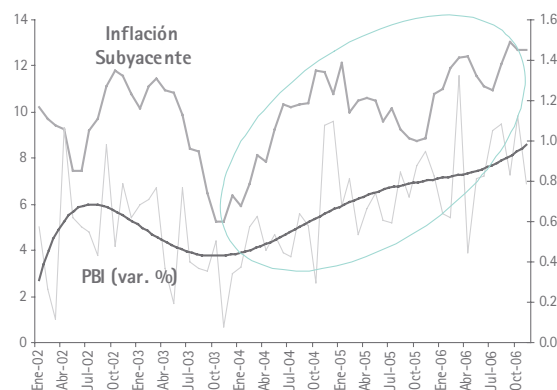
Hugo Perea Flores
 Jefe de Análisis y Evaluación
 Servicio de Estudios Económicos
 hperea@continental.grupobbva.com

Gráfico 1:
 Inflación General y Actividad Económica



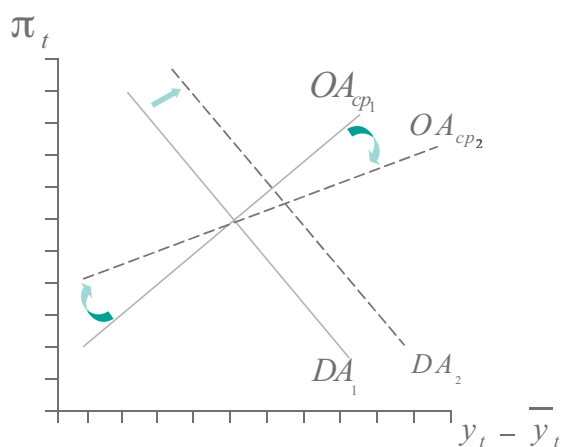
Fuente: INEI

Gráfico 2:
 Inflación Subyacente y Actividad Económica



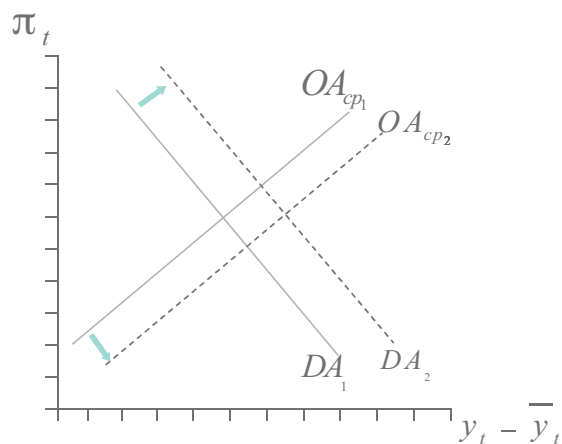
Fuente: BCRP e INEI

Gráfico 3:
Oferta Agregada de Corto Plazo y Demanda Agregada



Elaboración: BBVA Banco Continental

Gráfico 4:
Oferta Agregada de Corto Plazo y Demanda Agregada



Elaboración: BBVA Banco Continental

π_{t+1}^e : Inflación esperada. Cuando permanece anclada en niveles reducidos, entonces la inflación tiende a ser baja.

$(y_t - \bar{y}_t)$: Desvíos del producto respecto de su nivel de tendencia compatible con la estabilidad de precios. Si $(y_t - \bar{y}_t) > 0$, presiones de demanda empujan la inflación hacia arriba.

ϵ_t : Componente aleatorio que representa shocks de oferta o de productividad, los que pueden aumentar (disminuir) los costos de producción.

β : Sensibilidad de la inflación a las presiones de demanda

Esta ecuación señala que, en el corto plazo, la inflación está determinada por tres componentes: (i) las expectativas de inflación, (ii) las presiones de demanda, y (iii) variaciones en los costos de producción por choques (favorables o desfavorables) de oferta y/o productividad.

Con respecto a las expectativas de inflación, éstas, se han mantenido ancladas alrededor de 2,5 por ciento^{5/}, lo que ayudaría a explicar la relativa estabilidad de la inflación subyacente, pero no los niveles que ha mostrado durante el periodo de expansión (inferiores a 1,5 por ciento).

Sobre el segundo componente, la aceleración de la actividad económica sugeriría la existencia de presiones de demanda sobre los precios ¿Por qué ello no se ha observado?. Una posibilidad es que la sensibilidad de la inflación a la brecha del producto se haya reducido en los últimos años, con lo que el valor del coeficiente β sería muy pequeño^{6/}. De esta forma, la curva de oferta agregada de corto plazo habría rotado para hacerse más plana (ver Gráfico 3).

En esta línea, algunos autores encuentran que el valor de este parámetro depende, inversamente, de: (i) el grado de competencia de la economía, y (ii) la proporción de empresas que cambia de manera poco frecuente sus precios (grado de rigidez o stickiness)^{7/}. El primer factor puede aumentar (lo que induce una reducción en el valor de β) en economías en expansión, en donde las empresas luchan agresivamente por cuotas de mercado, lo que inhibe la transmisión de incrementos en los costos hacia los precios de los bienes finales y reduce los márgenes de ganancias. El segundo factor tiende a aumentar (lo que induce una reducción en el valor de β) en un entorno en el que se ha consolidado la estabilidad de precios, por lo que las empresas no consideran necesario ajustar sus precios de manera frecuente.

Finalmente, la “inflación por costos” debe haber inducido un sesgo a la baja en el nivel inflacionario, contrarrestando el efecto de la significativa expansión de la demanda. Ello implicaría un traslado hacia la derecha de oferta agregada de corto plazo, lo que atenuaría el impacto sobre la inflación de una expansión de la demanda interna (ver Gráfico 4). Al parecer, la productividad de la economía peruana ha mejorado sustancialmente en los últimos años, tal como se desprende del indicador de costos unitarios de la mano de obra de la empresa Apoyo (ver Gráfico 5).

¿Existen experiencias similares de auge sin inflación?

En un contexto favorable por los altos precios de los commodities, algunas de las economías latinoamericanas más importantes vienen experimentando expansiones significativas que, de manera similar al caso peruano, están transcurriendo sin presiones inflacionarias. Esto sugiere que, adicionalmente a los factores mencionados, es probable que existan elementos externos que estén induciendo una baja inflación a nivel mundial^{8/}. Cabe agregar que en algunas experiencias de rápido y prolongado auge económico, la demanda interna creció más rápido que el producto, en tanto que la inflación no se aceleró o incluso disminuyó.

5/ Ver las Encuestas de Expectativas de Inflación que publica el BCR.
6/ Miller (2003) encuentra que las presiones de demanda tienen poca importancia para explicar los cambios en la inflación en el Perú.
7/ Ver Ball, et. al. (1988), Calvo (1983), Galí y Gertler (1999) y Rotemberg (1982).
8/ Una discusión muy interesante al respecto se encuentra en Vega y Winkelried (2005).

Por ejemplo, en Chile, entre 1992 y 1998, la demanda interna registró tasas de crecimiento superiores a las del PBI, excepto el año 1994. Más sorprendente aún, el consumo creció más rápido que el producto, lo que algunos autores atribuyen a la percepción de que el aumento del ingreso que se venía dando durante el periodo de auge podía mantenerse por muchos años (teoría del ingreso permanente). En este mismo periodo, la inflación se redujo de 15,4 a 5,1 por ciento. Sin embargo, se observó un incremento importante del déficit en cuenta corriente, por lo que el desequilibrio ocurrió por el lado externo.

¿Enfrentará la economía peruana presiones sobre los precios o un desequilibrio externo?

Es difícil saberlo, debido a la incertidumbre que se tiene sobre el funcionamiento de la economía. Sin embargo, la implementación oportuna de políticas anticíclicas preventivas por parte de las autoridades económicas (tanto por el lado monetario como por el lado fiscal) ayudaría a reducir la probabilidad de que tales eventos ocurran.

En este sentido, se podría esperar que el Banco Central realice ajustes en la tasa de referencia durante este año. De hecho, los últimos comunicados de política monetaria del BCR muestran un sesgo en este sentido. Si bien en el contexto actual de baja inflación pensar en aumentar la tasa de referencia podría parecer extraño, se debe recordar que las acciones de política monetaria toman tiempo en hacer impacto sobre el producto y, posteriormente, sobre la inflación. Son estos rezagos ("largos y variables") lo que lleva a los bancos centrales a implementar acciones con una anticipación adecuada. Si el dinamismo que viene mostrando actualmente la demanda interna se traduce, finalmente, en presiones sobre los precios, la inacción del Banco Central podría ser muy costosa ya que en ese caso se requerirá realizar ajustes más severos en la posición de la política monetaria.

Por el lado fiscal, una reducción del déficit estructural también resultaría importante dado que implicaría una menor presión sobre la demanda agregada. Al respecto, cabe recordar que en el Reporte de Inflación de setiembre, el BCR estimaba un incremento importante del impulso fiscal para este año. En este sentido, la coordinación de los esfuerzos de ambas políticas será importante para preservar la estabilidad macroeconómica.

Bibliografía

- Agénor, M. y Prasad, (2000): "Macroeconomic fluctuations in developing countries: Some stylized facts". The World Bank Economic Review; 14
- Ball, L., Mankiw, G. y Romer, D. (1988): "The New Keynesian Economics and the Output Inflation Tradeoff", Brookings Papers on Economic Activity, pages 1-65.
- Bergoing, R. y J.E. Suárez (2001): "¿Qué debemos explicar? Reportando las fluctuaciones agregadas de la economía chilena". Revista de Análisis Económico 16(1): 145-66.
- Calvo, G. (1983): "Staggered prices in a utility-maximizing framework", Journal of Monetary Economics, Vol. 12, pages 383-98.
- Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2006): "Hechos Estilizados de la Economía Peruana", Documento de Trabajo No. 2006-05, Banco Central de Reserva del Perú.
- Gali, J. and Gertler M. (1999): "Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis", Journal of Monetary Economics Vol. 44 pages 195-222.
- Kydland, F. y E. Prescott, (1986): "Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth" Quarterly Review Spring 14 (2): 3-18, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kydland, F. y Zarazaga C., (1997): "Is the Business Cycle of Argentina Different?" Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, issue Q IV, pages 21-36.
- Miller, S. (2003): "Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú", Revista de Estudios Económicos N° 10, Banco Central de Reserva del Perú.
- Rotemberg, J. (1982): "Monopolistic Price Adjustment and Aggregate Output", Review of Economics Studies 49, pages 517-531.
- Vega, M. y Winkelried, D. (2005): "How does a Global Disinflation Drag Inflation in Small Open Economies?", DT N° 2005-00, Banco Central de Reserva del Perú.

Gráfico 5:
Costo Unitario de la Mano de Obra ^{1/2/}
(Base Dic. 2002=100)



Fuente: Apoyo Consultoría

1/ Promedio móvil doce meses.

2/ Considera sólo el empleo en empresas de 10 a más trabajadores.

Chile: Indicadores Macroeconómicos

	Demanda Interna	Inversión	Consumo Privado	PBI	Inflación	Cuenta Corriente
1991	6.2	-0.2	8.9	8.0	21.8	-0.3
1992	15.0	24.0	13.8	12.3	15.4	-2.2
1993	10.8	18.0	7.4	7.0	12.7	-5.4
1994	5.5	6.2	8.2	5.7	11.4	-2.9
1995	16.2	23.5	9.8	10.6	8.2	-1.9
1996	7.9	8.9	9.4	7.4	7.4	-4.1
1997	7,2	10,5	6,6	6,6	6,1	-4,4
1998	3,7	1,9	4,7	3,2	5,1	-5,0
1999	-5,8	-18,2	-1,0	-0,8	3,3	0,1
2000	6,0	8,9	3,7	4,5	3,8	-1,2

Fuente: Banco Central de Chile

Contexto Internacional

	PBI Real (%)				Inflación (% promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3.2	3.3	2.8	2.5	3.4	3.2	2.1	2.0
UEM	1.5	2.7	2.2	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0
Japón	1.9	2.2	2.0	2.3	-0.3	0.3	0.5	1.0
China	10.2	10.4	9.5	9.9	1.8	1.4	2.0	2.1

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	30/12/2006	Jun-07	Dic-07	Dic-08	31/12/2006	Jun-07	Dic-07	Dic-08
EE.UU.	5.25	5.25	5.25	4.50				
UEM (\$/€)	3.50	4.00	4.00	4.00	1.32	1.31	1.30	1.30
Japón (yenes/\$)	0.25	0.75	1.25	2.50	117	110	105	100
China (cny/\$)	6.12	6.39	6.66	6.93	7.81	7.56	7.40	6.80

América Latina

	PBI Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9.2	8.5	7.9	6.3	12.3	9.8	10.0	10.0
Brasil	2.3	3.0	3.3	3.2	5.7	3.1	4.0	3.8
Chile	6.3	4.1	5.2	5.3	3.7	2.6	3.3	2.8
Colombia	5.2	7.1	6.2	5.0	4.9	4.5	3.6	3.1
México	3.0	4.6	3.6	3.8	3.3	3.8	3.5	3.5
Perú	6.4	7.4	6.3	6.0	1.5	1.1	1.9	2.5
Venezuela	10.3	10.3	4.3	2.8	14.4	17.0	17.3	18.2
LATAM ¹	4.4	5.2	4.5	4.1	6.0	5.0	5.3	5.1
LATAM Ex-México	5.0	5.4	4.8	4.3	6.9	5.5	5.9	5.7

	Saldo sector público (% PBI)				Saldo cuenta corriente (% PBI)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1.8	2.1	1.7	2.1	3.2	3.6	2.5	1.9
Brasil	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	1.8	1.6	1.4	0.9
Chile ²	4.8	7.6	5.0	3.8	0.6	4.8	2.4	2.7
Colombia	0.0	-0.4	-1.3	-1.2	-1.6	-1.8	-1.9	-2.4
México	-0.1	0.2	0.0	0.0	-0.6	-0.3	-1.3	-1.6
Perú	-3.0	1.0	-0.5	-0.8	1.4	1.9	0.7	-0.7
Venezuela ²	1.7	1.1	-1.8	-3.0	17.7	16.3	11.8	11.2
LATAM ¹	-0.8	-0.5	-1.0	-1.0	2.0	2.3	1.2	0.6
LATAM Ex-México	-1.2	-0.8	-1.4	-1.5	3.3	3.5	2.4	1.8

¹ Media de los 8 países mencionados; ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de Período)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3.05	3.06	3.20	3.40	6.4	8.9	12.6	12.6
Brasil	2.28	2.15	2.45	2.45	18.0	13.3	12.5	12.0
Chile	514	533	550	550	4.5	5.3	5.0	5.0
Colombia	2279	2240	2328	2361	6.3	6.8	8.0	7.5
México	10.63	10.81	10.80	11.30	8.0	7.0	6.5	5.8
Perú	3.42	3.20	3.22	3.30	3.3	5.0	5.00	5.00
Venezuela	2150	2147	2480	2800	10.9	10.5	10.4	10.0

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá www.bbva.com.co

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Banca Corporativa	Bogotá, Octubre 2006
Coyuntura Macroeconómica y Perspectivas	Cientes Tesorería	Bogotá, Noviembre 2006

Buenos Aires www.bancofrances.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macro Financiero de Argentina 2006 / 2007	Cientes Banca Corporativa	Buenos Aires, Octubre 2006
Perspectivas Económicas 2007 Enfocadas al Sector Turismo	Asociación de Hoteles de Turismo	Buenos Aires, Diciembre 2006

Caracas www.provincial.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económico - Financieras 2007	Dresdner Bank	Caracas, Octubre 2006
Riesgo País y Proyecciones 2007	Misión Embajada de Francia	Caracas, Diciembre 2006

Lima www.bbvaibancocontinental.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Contexto Económico para la Toma de Decisiones	Asociación de Bancos del Perú - ASBANC	Lima, Setiembre 2006
Las primeras señales del gobierno	American Chamber - AMCHAM	Lima, Octubre 2006
Perspectivas del lado monetario peruano	Universidad San Martín de Porres	Lima, Agosto 2006
Entorno de la economía peruana	Euromoney	Lima, Noviembre 2006
Expansión más globalizada, incertidumbre más localizadas	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Noviembre 2006
Entorno de la economía peruana	ALVI Supermercados	Lima, Diciembre 2006
Comercio Exterior: Balance y Retos	Reunión Coyuntura - Clientes BBVA	Lima, Diciembre 2006
Perú: Economic Outlook	Toyota	Lima, Diciembre 2006
Balance 2006 y Perspectivas 2007	Conferencia de Prensa	Lima, Diciembre 2006

Madrid www.bbva.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Grupo de Analistas de Coyuntura Económica	AEB	Madrid, Octubre 2006
Gestión del Riesgo en América Latina	8º Foro Latibex	Madrid, Noviembre 2006
Crecimiento Económico y Dependencia Energética	16ª Jornada Anual de Finanzas y Tesorería	Barcelona, Noviembre 2006
The World Ahead: Challenges, Surprises and Unknowns	Ibero American Business Forum	Madrid, Noviembre 2006

México www.bancomer.com.mx

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
Mexico Empieza a Revertir la Competencia China en EUA	Desarrollo Iberoamericano	México D.F., Octubre 2006
Una Mirada a Mexico en el 2007	Jornadas de Planeación BEHG	México D.F., Octubre 2006
Construyendo una Agenda Económica para los Próximos Seis Años	El Seminario	México D.F., Octubre 2006
Retirement Savings System (SAR) Reforms: 10 Years Later	LACEA	México D.F., Noviembre 2006
¿Cómo va a Actuar Banxico ante la Desaceleración en EUA?	Consejo de Presidentes Regionales	México D.F., Noviembre 2006
Una Mirada al Sector Inmobiliario en el 2007	Hipotecario Nacional	México D.F., Noviembre 2006

BBVA USA www.lbn.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
US Electoral System & 2006 Elections	BBVA USA Board of Directors	Houston, Noviembre 2006
U.S. Economic Perspectives 2006 - 2008	Economic Research Department	Houston, Noviembre 2006

SANTIAGO www.lhif.com

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
La Inserción Internacional de Chile: ¿Qué nos falta para dar el salto?	Segundo Seminario Regional BBVA	Puerto Varas, Noviembre 2006
Presentación Situación Chile	Prensa	Santiago, Noviembre 2006

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

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

www.bbvbancointinental.com

Servicio de Estudios Económicos

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia:

Perú: David Tuesta

Venezuela: Alejandro Puento

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

Mexico: Adolfo Albo

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz

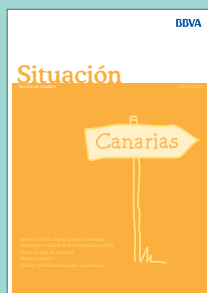
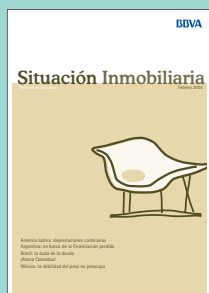
España y Análisis Sectorial: Julián Cubero

Europa: Sonsoles Castillo

Investigación y Métodos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Tendencias Globales: Joaquín Vial

otras publicaciones



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

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

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