

***Informe de Gestión 2005***

*Tus más grandes  
objetivos, nuestros  
mayores retos*

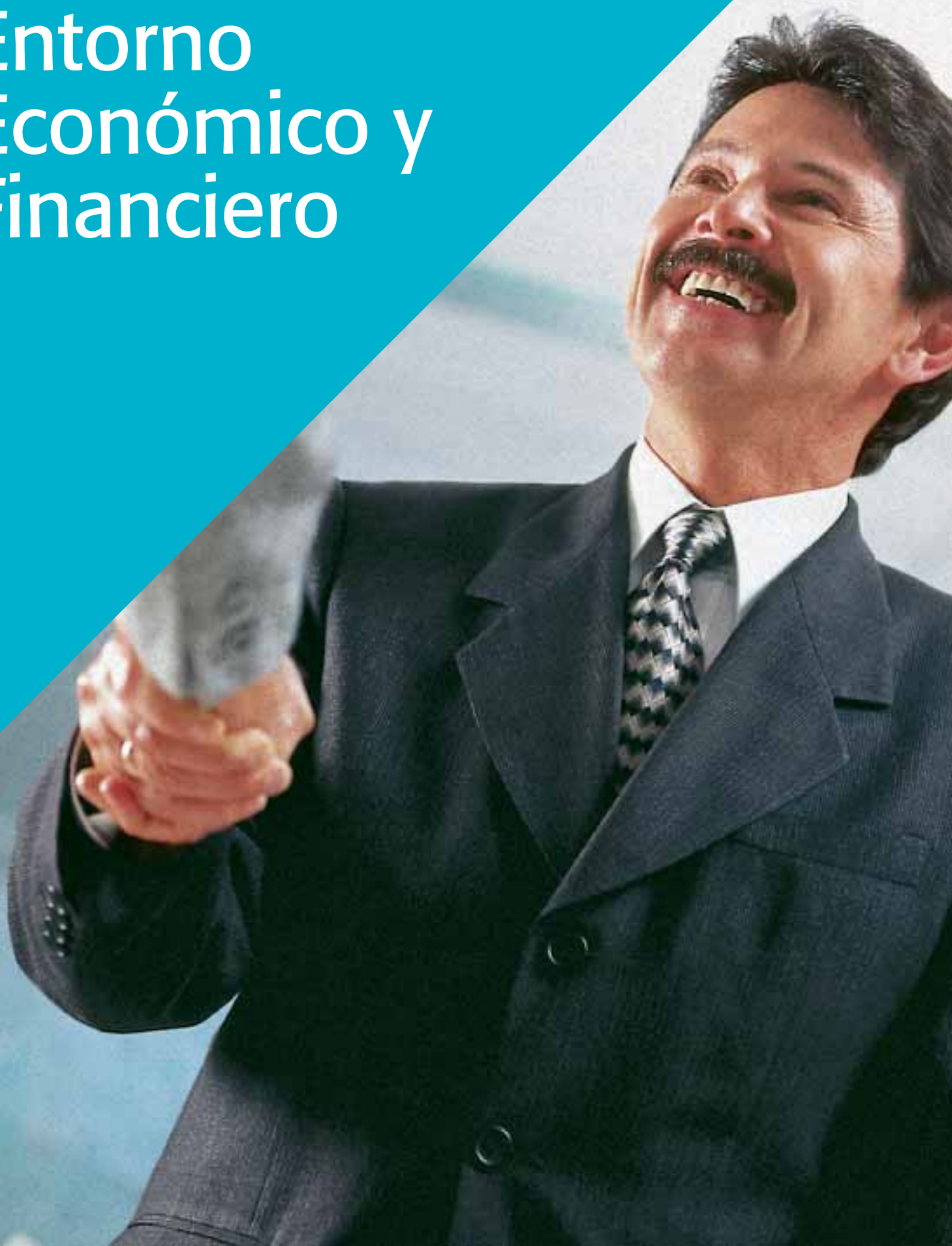






Economía Global, Economía Peruana, Sistema Financiero

# Entorno Económico y Financiero





## Economía Global

La economía mundial se desaceleró ligeramente durante el 2005 tras llegar a su pico de crecimiento en el 2004, pero aún se mantiene dinámica, en un contexto de tasas de interés en niveles históricamente bajos, pero en proceso de ajuste. El crecimiento global durante el 2005 habría sido de 4.3%, liderada por Estados Unidos, cuya expansión se estima en 3.5% y por China, cuya actividad económica creció en 9.9%. Por su parte, Europa tuvo un crecimiento modesto debido a que su demanda interna se encuentra estancada en un contexto de bajo nivel de confianza por el sistema político-económico que trajo como consecuencia algunos problemas sociales. Japón también se desaceleró en el 2005, sin embargo una mayor inversión privada estaría generando un repunte de la demanda interna, a medida que el mayor gasto de las empresas se traduce en mayor empleo.

A diferencia de lo ocurrido en el resto de economías industrializadas, donde el comercio exterior impulsó el crecimiento, en Estados Unidos la demanda interna fue el componente de mayor dinamismo, a pesar de la incertidumbre temporal que generó un nuevo repunte de la cotización del petróleo durante la segunda mitad del año.

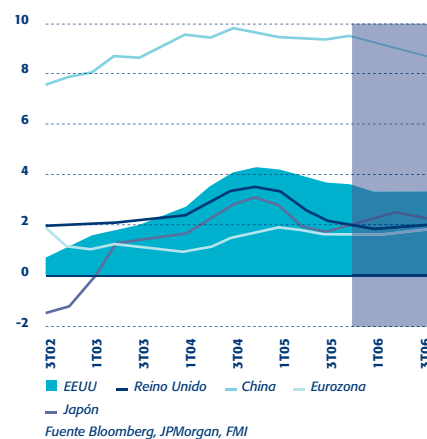
El crecimiento se dio en un contexto donde se acentuaron también los dos grandes desequilibrios de EE.UU.: el fiscal y el

comercial. La mayor expansión de EE.UU. en comparación con sus socios comerciales, así como los esquemas de tipos de cambio controlados en Asia, especialmente Japón y China, contribuyeron, a que el déficit comercial se acentúe. Por el lado fiscal, el gasto continuó incrementándose en mayor medida que los ingresos, en especial en defensa. El balance fiscal se volvería insostenible si se llegaran a extender las exoneraciones tributarias otorgadas por el gobierno actual y continuaran creciendo los gastos en defensa.

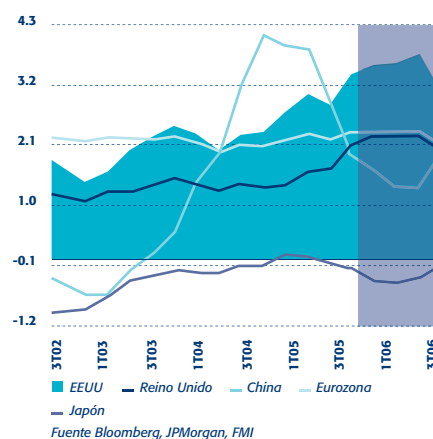
En lo que respecta a las tasas de interés, durante el 2005, la política monetaria llevada a cabo por la FED, que incrementó su tasa referencial hasta un nivel de 4.25%, generó una significativa caída en la pendiente de la curva estadounidense debido a que los plazos largos se mantuvieron en niveles bajos a medida que subían los de corto, ante la altísima liquidez existente a nivel global. Los mayores retornos que otorgan los activos estadounidenses, en comparación con otros activos poco riesgosos, fue fundamental en la apreciación del dólar durante el año, situación que se espera continúe en gran parte del 2006. Así, no se esperaría demasiado debilitamiento del dólar a menos que se dé una poco probable crisis global.

Finalmente, para el 2006 se espera que el dinamismo económico continúe, la inflación se vuelva más estable y que el crecimiento siga liderado por Estados Unidos y China,

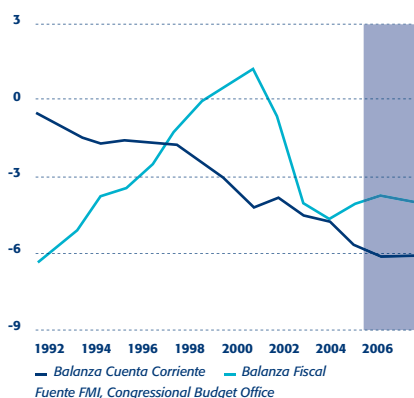
**PBI Economías Líderes**  
(Var % anual, prom 12m)



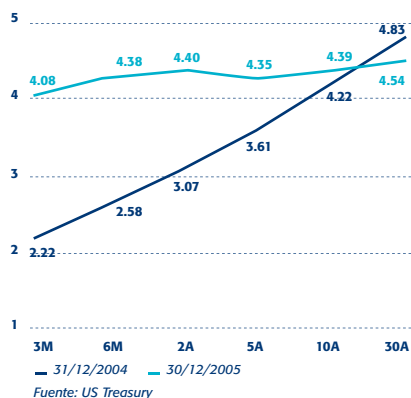
**IPC Economías Líderes**  
(Var % anual, prom 12m)



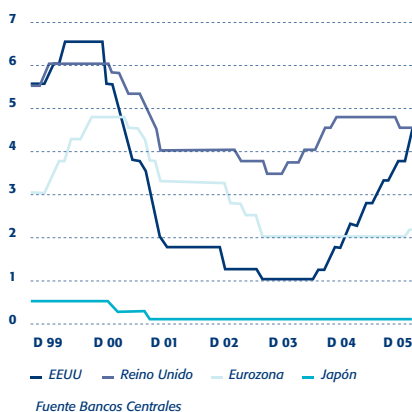
### E.E.U.U. Cuenta Corriente y Resultado Fiscal (%PBI)



### Tasas Bonos del Tesoro USA



### Política Monetaria: Ec Líderes (Puntos básicos)



### Crecimiento Sectores Primarios (Var % anual real)

	95-97	98-01	02-05	06
<b>VAB Primario</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>
Agro	6.7	4.4	2.7	3.0
Minería	6.1	7.2	7.4	4.7
Manuf. Primaria	0.7	2.9	1.1	-0.3
Pesca	-7.0	2.2	4.7	-0.2
<b>VAB</b>	<b>5.8</b>	<b>1.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>
<b>VAB Prim./VAB</b>	<b>0.8</b>	<b>5.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>
Volat Sectorial	4.0	3.2	1.5	1.9

Fuente: BCRP, BCP-Servicio de Análisis

por lo que el ciclo alcista de los metales continuaría en beneficio de países en desarrollo de América Latina.

### Economía Peruana

La economía creció 6.7%, el mayor ritmo desde 1997, sustentado: i) desde el lado del gasto, por las exportaciones y la inversión y ii) desde el punto de vista de sectores productivos, por los sectores no primarios, construcción, comercio, servicios y manufactura no primaria. A diferencia de otros episodios recientes, el crecimiento no se ha focalizado únicamente en Lima sino que, por el contrario, sería mayor en provincias, destacando regiones con un alto componente exportador, como Ica y La Libertad, lo que también se observa en el ritmo de generación de empleo. Asimismo, la inversión ya no se concentra necesariamente en grandes proyectos, sino que responde a la acumulación de proyectos de mediana y pequeña escala, generando condiciones favorables para que la economía mantenga un ritmo positivo de crecimiento los próximos años a pesar de que el ratio Inversión/PBI se ubica todavía por debajo de los niveles del 2001. Sin embargo, el riesgo para la economía viene dado por un ritmo creciente del consumo público, lo cual podría dificultar, más adelante, un ajuste de las cuentas fiscales ante un eventual choque que afecte al sector real.

Las exportaciones del año crecieron 36.7% y llegaron a US\$ 17,247 MM, impulsadas las tradicionales principalmente por un efecto precio y las no tradicionales fundamentalmente por mayores volúmenes; mientras tanto, las importaciones crecieron a un ritmo menor (+23%) incluso considerando los mayores precios del

# El ciclo alcista de los metales continuaría, en beneficio de los países en desarrollo de América Latina

petróleo, aunque es de destacar el repunte acentuado en la segunda mitad del año de las importaciones de bienes de capital. Con ello, y gracias a las cada vez mayores remesas de peruanos desde el exterior y a los ingresos por turismo (a pesar de la salida de utilidades de empresas extranjeras que operan en el Perú, que alcanzó un nivel récord superior al 4.0% del PBI), se observó, por primera vez desde la liberalización de inicios de los 90, un resultado positivo en la balanza en cuenta corriente. Dado el contexto internacional favorable, los flujos de inversión extranjera han continuado recuperándose, aunque los pagos y prepagos de deuda pública han llevado a que se registre un saldo deficitario en la cuenta financiera. Las reservas internacionales continuaron creciendo, y al cierre del año llegaron a US\$ 14,097 MM, monto superior en US\$ 1,466 MM al del 2004.

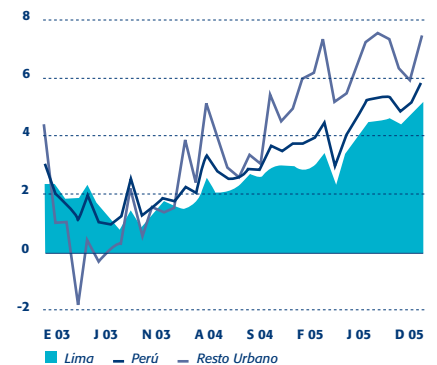
El superávit comercial, el consecuente superávit en cuenta corriente y el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, llevaron en la primera mitad del año a una importante presión revaloratoria, la cual fue contrarrestada por masivas compras de dólares por parte del Banco Central, que emitió Certificados de Depósito (CDBCRP) para esterilizar la emisión que estas compras representaban. Esta situación cambió drásticamente en la segunda mitad del año, cuando a pesar de mantenerse sólidos los fundamentos macroeconómicos, los flujos de moneda extranjera habrían respondido a un fenómeno financiero y de expectativas. Gracias a la estabilidad de precios observada, incluso en un contexto de volatilidad en la cotización internacional del petróleo, el Banco Central pudo sostener una política monetaria expansiva, con una tasa referencial

**Crecimiento Sectores No Primarios**  
(Var % anual real)

	95-97	98-01	02-05	06
<b>VAB No Primario</b>	<b>6.0</b>	<b>0.1</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>
Construcción	9.6	-5.8	5.6	5.5
Comercio	6.5	0.1	4.6	4.9
Elect y Agua	6.1	3.5	5.0	4.3
Manuf No Primaria	5.1	-0.1	5.5	5.0
Servicios	5.7	0.7	5.0	4.9
<b>VAB</b>	<b>5.8</b>	<b>1.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>
<b>VAB Prim/VAB</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>
Volat Sectorial	4.0	3.2	1.5	1.9

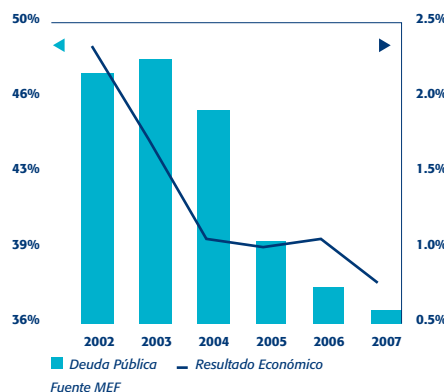
Fuente BCRP, BCP-Servicio de Análisis

**Empleo Urbano Regional**  
(# de trabajadores: var % anualizada)



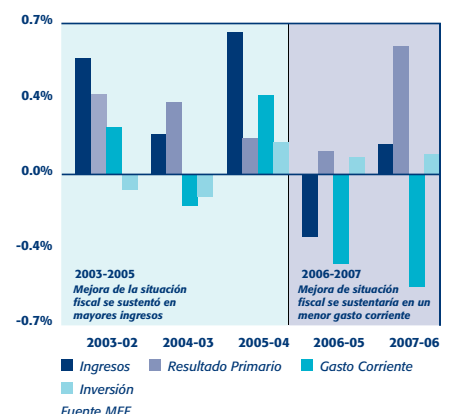
Fuente INEI, Apoyo, Mintra

**Déficit Fiscal vs Deuda Pública**  
(% PBI)



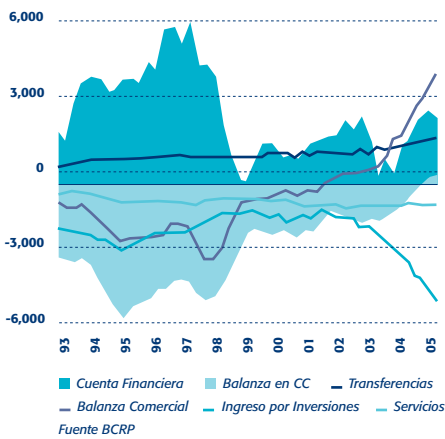
Fuente MEF

**Componentes Balanza Fiscal**  
(Var como % PBI)

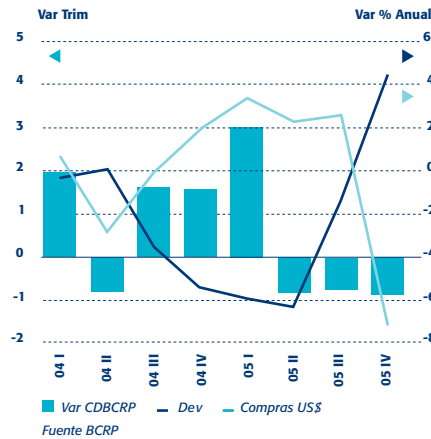


Fuente MEF

**Balanza de Pagos**  
(US\$ MM en términos anuales)

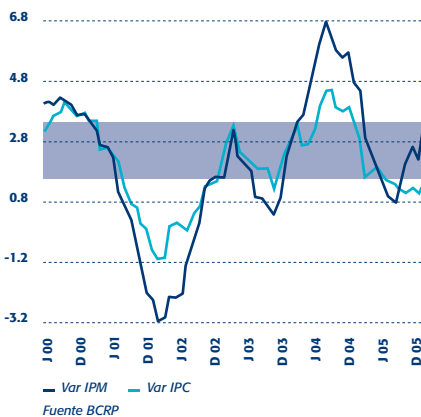


**Política Monetaria del BCRP:  
Devaluación, Compras y Esterilización**  
(Var Trimestral US\$ BB, Var % Anual)

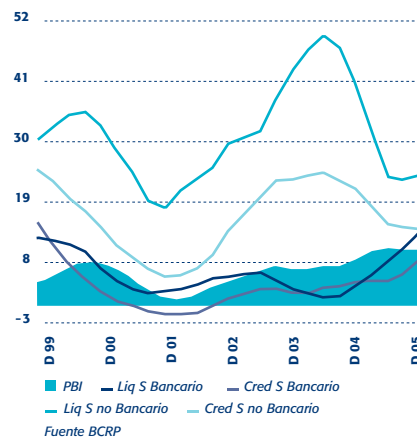


en soles de 3.0% anual hasta diciembre, cuando la subió a 3.25%. Esta tasa resultó menor a la tasa referencial de la Reserva Federal (4.25% hasta diciembre) y generó una recomposición de la cartera de los inversionistas hacia dólares en la búsqueda de mayores rendimientos, lo que presionó al alza al tipo de cambio. En este contexto, las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario se redujeron lentamente hasta que el 15 de setiembre dejó de comprar dólares e incluso el 12 de octubre realizó su primera venta en tres años. Por su parte, la inflación se mantuvo por debajo del límite inferior de la meta del Banco Central, pese a la devaluación registrada desde fines de agosto. Esto habría respondido tanto a una recuperación de la oferta de productos agropecuarios (lo que hizo bajar el precio de alimentos y bebidas, que explican cerca del 50% de la canasta de consumo en Lima Metropolitana) como a la mayor oferta de productos industrializados en un entorno de mayor competencia.

**Inflación**  
(Var % anual)



**Crédito y Liquidez del Sist Financiero**  
(Var % anual promedio)



En el plano fiscal, el gobierno central registró ingresos corrientes superiores a los previstos, de manera que el déficit se redujo más rápido de lo que esperaba el gobierno. Es así que los ingresos tributarios crecieron 12.0%, impulsados por la regularización del impuesto a la renta para personas jurídicas y el IGV a las importaciones. Estos dos rubros explican un incremento superior a S/. 2,000 MM respecto al año pasado. De esta manera, se ha observado una reducción del déficit del gobierno central. Dada la fuerte reducción del déficit en los primeros meses del año, incluso a pesar del incremento en el gasto en remuneraciones y de un ligero superávit en otras entidades públicas, el déficit fiscal resultó inferior al esperado por el gobierno

# La inflación se mantuvo por debajo del límite inferior de la meta prevista por el Banco Central, a pesar de la devaluación registrada desde fines de agosto

(1.0% del PBI). Gracias a esta continua reducción del déficit, la deuda pública sigue reduciéndose relativamente y ha llegado a 38% del PBI, con una participación creciente de deuda expresada en moneda nacional, lo que reduce la exposición al riesgo cambiario. Sin embargo, debe enfatizarse que gran parte de la mejora fiscal provino de ingresos de naturaleza temporal (mayor tasa de IGV, ITF, extraordinarios resultados por regularización del Impuesto a la Renta de empresas mineras), por lo que una vez que culmine su vigencia el próximo gobierno verá muy complicado mantener la trayectoria decreciente del déficit observada en los últimos años en ausencia de una verdadera reforma tributaria, más allá de que pueda mantener las medidas "temporales" durante los próximos años.

## Sistema Financiero

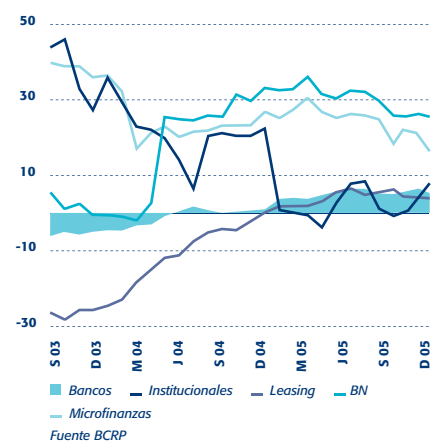
A pesar de la estabilidad macroeconómica, el crédito bancario (medido como porcentaje del PBI) siguió reduciéndose a lo largo del 2005, bordeando el 18.0% del PBI frente al 18.7% al cierre del 2004. Esta menor bancarización se debió a tres factores fundamentales: (i) la revaluación de la primera mitad del año que hizo caer el monto de colocaciones en dólares expresados en soles, (ii) la sustitución de financiamiento bancario por el no bancario (inversionistas institucionales, empresas financieras y cajas municipales y rurales) que implicó un crecimiento de este último superior al 15% anual y (iii) la alta liquidez de las empresas que les permitió autofinanciarse. Sin embargo, cabe destacar un incremento del crédito en soles como porcentaje del total (de 24.1% a 25.6%), lo cual ayudaría no sólo a los usuarios

sino también a las entidades bancarias a enfrentar las consecuencias de una eventual severa devaluación. El mayor incremento en la "solarización" del crédito se dio en los créditos comerciales y microempresas (de 20.4% a 22.7%) y se aceleró en la segunda mitad del año al revertirse la revaluación. Por su parte, la participación de los créditos de consumo en soles sobre el total se incrementó de 66.3% a 67.5% mientras que los créditos hipotecarios continúan registrándose fundamentalmente en dólares.

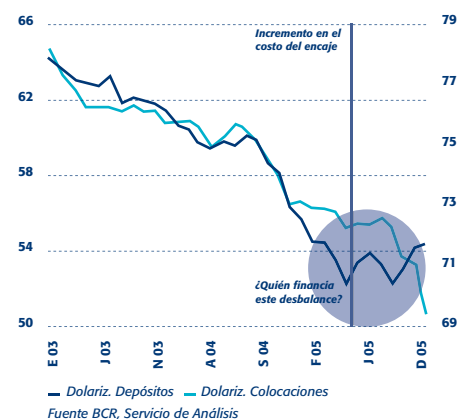
Así, el sistema financiero peruano viene creciendo principalmente en créditos a la pequeña empresa, de consumo e hipotecarios, producto del crecimiento de la demanda interna y de la mayor penetración del sistema financiero en los segmentos tradicionalmente poco atendidos por la banca. De este modo, en los últimos años viene observándose un creciente interés de las instituciones financieras (bancos, empresas financieras, cajas municipales y edpymes) por este segmento, lo cual ha incrementado fuertemente la competencia y ha llevado a la reducción de las tasas de interés en sus principales productos. Si bien los bancos se mantienen como la principal fuente de financiamiento del sistema, es importante destacar que las instituciones orientadas a las microfinanzas continúan creciendo a altas tasas, al igual que el Banco de la Nación, que ha entrado a competir con fuerza en el mercado crediticio; mientras que el crédito institucional se ha desacelerado por el menor crecimiento de los Fondos Mutuos.

Paralelamente, la bancarización (los depósitos como porcentaje del PBI) habría mostrado una ligera recuperación (de 23.0% a 23.4% del PBI), con un aumento de la participación

**Crédito del Sist Financiero al Sector Privado**  
(% del PBI)



**Dolarización Depósitos y Colocaciones en el Sistema Bancario**  
(Depósitos, Colocaciones)





## Entorno Económico y Financiero

### Sistema Financiero

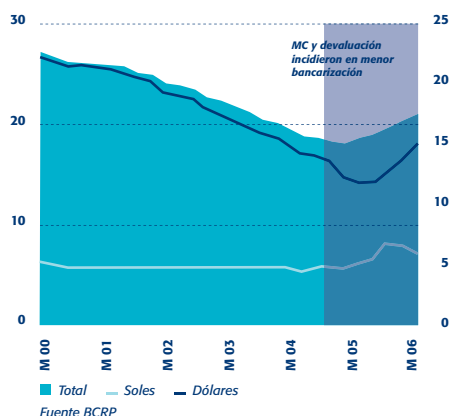
de los depósitos en soles de 40.4% a 46.1%. Sin embargo, a lo largo del año se dieron dos comportamientos diferenciados, con una participación en soles creciente hasta julio (cuando llegó a 47.3%) en un contexto de revaluación, para posteriormente decrecer conforme aumentaban las expectativas de devaluación y de mayor rendimiento en moneda extranjera, con lo que dicha participación habría cerrado el año en 45.0%.

A lo largo del año, mientras las tasas internacionales de corto plazo iban subiendo, las locales se mantuvieron prácticamente inalteradas, fomentando el traslado de depósitos hacia moneda extranjera conforme la brecha se hacía mayor. Así, mientras la tasa pasiva en moneda nacional subió de 2.4% en el 2004 a 2.6% en el 2005, la tasa pasiva en moneda extranjera lo hizo de 1.1% a 1.5%, haciendo atractivo el ahorro en moneda extranjera. Por el lado de las tasas activas, las de moneda nacional subieron de 24.7% a 25.6%, mientras que las de moneda extranjera lo hicieron de 9.1% a 9.8%. Ello puso de manifiesto una situación insostenible para las empresas bancarias en el largo plazo: el ahorro en moneda extranjera se hace cada vez más atractivo para los usuarios del sistema, pero el incentivo para endeudarse en moneda nacional se incrementa.

La subida de las tasas activas no indica un mayor costo en cada tipo de crédito, sino un mayor dinamismo de los créditos con mayores tasas. En efecto, las tasas de los créditos en moneda nacional, muestran en general una caída. Así, la tasa del crédito a microempresas bajó de 51.2% a 45.9%, la del crédito de consumo se redujo de 39.0% a 37.1%, la del crédito hipotecario de

16.7% a 14.7% y la del crédito comercial se mantuvo constante en 9.2%. Por el lado de las tasas en moneda extranjera, la del crédito a microempresas disminuyó de 28.8% a 27.8%, la del crédito de consumo de 19.5% a 18.0%, y la del crédito hipotecario de 10.4% a 10.2%. No obstante, las tasas del crédito comercial en dólares subieron de 7.6% a 8.5%.

**Bancarización**  
(Crédito del Sistema Bancario/PBI)





*En el 2005, el mayor incremento en la “solarización” del crédito se dio en los créditos comerciales y microempresas (de 20.4% a 22.7%)*