

convergencia  
**MACROECONÓMICA**  
andina



BOLIVIA

COLOMBIA

ECUADOR

PERÚ



2007

*Analizando los Determinantes de la  
Vulnerabilidad Macroeconómica*



Convergencia  
MACROECONÓMICA  
Andina

**2007**

---

Analizando los Determinantes de la  
Vulnerabilidad Macroeconómica

Este libro ha sido publicado  
gracias al apoyo de  
la Cooperación Francesa



Secretaría General de la Comunidad Andina  
Av. Aramburú cuadra 4, esquina con Paseo de la República  
San Isidro, Lima 27 - Perú  
Teléfonos : (511) 411 1400 Fax (511) 221 3329  
[www.comunidadandina.org](http://www.comunidadandina.org)

Edición : Santiago Segovia  
Ximena Romero

Diseño, Diagramación e Impresión:  
Moredise E.I.R.L. Telefax: 252-9482  
Primera edición: Julio 2008. Impreso en el Perú  
**ISBN: 978-9972-787-46-1**  
**Depósito legal N° 2008 - 06468**

Convergencia Macroeconómica Andina 2007  
Analizando los Determinantes de la Vulnerabilidad Macroeconómica  
© 2008. Comunidad Andina



**COMUNIDAD  
ANDINA**

SECRETARIA GENERAL



# |CONTENIDO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Presentación</b>   | <b>7</b>  |
| <b>I. Informes de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica por país</b> | <b>11</b> |
| <b>BOLIVIA</b>  | <b>13</b> |
| Resumen Ejecutivo   | 14        |
| 1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia                               | 15        |
| 2. Evaluación Económica en el año 2007  | 16        |
| 2.1 Sector Real   | 16        |
| 2.2 Sector Externo  | 18        |
| Balanza Comercial y Cuenta Corriente  | 18        |
| Nivel de Endeudamiento Externo  | 20        |
| Reservas Internacionales Netas  | 21        |
| Tipo de Cambio Nominal  | 21        |
| Tipo de Cambio Real Multilateral y Bilateral con los principales Socios Comerciales                     | 22        |
| 2.3 Sector Monetario y Financiero   | 24        |
| Política Monetaria  | 24        |
| Depósitos y Cartera del Sistema Financiero  | 28        |
| 2.4 Indicadores de Vulnerabilidad: Medición del Riesgo País   | 29        |
| 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento  | 29        |
| 3.1 Endeudamiento Público   | 29        |
| 3.2 Evolución de los Precios  | 30        |
| 3.3 Evolución de las Finanzas Públicas  | 33        |

## **COLOMBIA** **37**

|   |    |
|---|----|
| 1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia | 38 |
| 2. Evaluación Económica en el año 2007                                    | 40 |
| 2.1 Sector Real   | 40 |
| 2.2 Empleo  | 45 |
| 2.3 Precio de los Activos   | 47 |
| 2.4 Sector Externo  | 49 |
| 2.5 Sector Financiero y Monetario   | 53 |
| 2.6. Indicadores de Vulnerabilidad  | 58 |
| 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento                      | 64 |
| 3.1 Inflación   | 64 |
| 3.2 Sector Público  | 67 |

## **ECUADOR** **73**

|   |     |
|---|-----|
| 1. Aspectos Fundamentales para la evaluación de las Metas de Convergencia | 74  |
| 2. Entorno Macroeconómico   | 75  |
| 2.1 Sector Real   | 75  |
| 2.2 Sector Monetario y Financiero   | 78  |
| 2.3 Sector Externo  | 86  |
| 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento                      | 91  |
| 3.1 Evolución de los Precios  | 91  |
| 3.2 Evolución de las Finanzas Públicas                                    | 97  |
| 3.3 Endeudamiento Público   | 112 |

## **PERÚ** **117**

|   |     |
|---|-----|
| Resumen ejecutivo   |     |
| 1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia | 120 |

|  |     |
|--|-----|
| 2. Evolución Económica en el año 2007                | 121 |
| 2.1 Actividad Económica                              | 121 |
| 2.2 Sector Externo                                   | 123 |
| 2.3 Sector Financiero                                | 124 |
| 2.4 Indicadores de Vulnerabilidad                    | 126 |
| 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento | 127 |
| 3.1 Evolución de los Precios                         | 127 |
| 3.2 Evolución de las Finanzas Públicas               | 128 |
| 3.3 Evolución de la Deuda Pública                    | 130 |
| Anexo Estadístico                                    | 133 |

## **II. Opinión del Grupo de Expertos del Sector No Oficial de los Países Miembros** **143**

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| • BOLIVIA<br>Gabriel Loza Tellería  | 145 |
| • COLOMBIA<br>Alvaro Concha Perdomo | 152 |
| • ECUADOR<br>Simón Cueva            | 159 |
| • PERÚ<br>Jorge González Izquierdo  | 171 |

## **III. Informe de la Evolución de la Inflación** **185**

|   |     |
|---|-----|
| • FLAR<br>Evolución de la Inflación en los Países Miembros de la Comunidad Andina (CAN) durante el año 2007 | 188 |
|---|-----|



## Presentación

Los países andinos vienen realizando esfuerzos para avanzar en la armonización de políticas macroeconómicas. Se ha trabajado en la definición de los criterios de convergencia y en el establecimiento de metas comunitarias que los países deben alcanzar cada año, así como en el desarrollo de Programas de Acciones de Convergencia (PAC). Para el monitoreo de dichas metas se dispuso la elaboración de los Informes de Seguimiento con el fin de evaluar el grado de cumplimiento de las metas, buscando consolidar el proceso de armonización, el fortalecimiento del diálogo y la cooperación entre los Países Miembros.

### CRITERIOS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA DE LA COMUNIDAD ANDINA

| <b>Criterio de Convergencia</b> | <b>Indicador</b>  | <b>Meta Comunitaria</b>   |
|---------------------------------|---|---|
| <b>Inflación</b>                | Tasa de variación anual (fin de periodo)                                | Inflación anual de un dígito                                    |
| <b>Déficit Fiscal</b>           | Resultado del Sector Público No Financiero (como % del PIB)             | A partir de 2002 eventuales déficit no excederán el 3% del PIB  |
| <b>Deuda Pública</b>            | Deuda externa e interna del Sector Público Consolidado (como % del PIB) | No excederá el 50% del PIB al final de cada ejercicio económico |

Fuente: V Reunión del Consejo Asesor de Ministros de Hacienda o Finanzas, Bancos Centrales y Responsables de Planeación Económica de la Comunidad Andina, 21 de junio de 2001, Caracas – Venezuela.

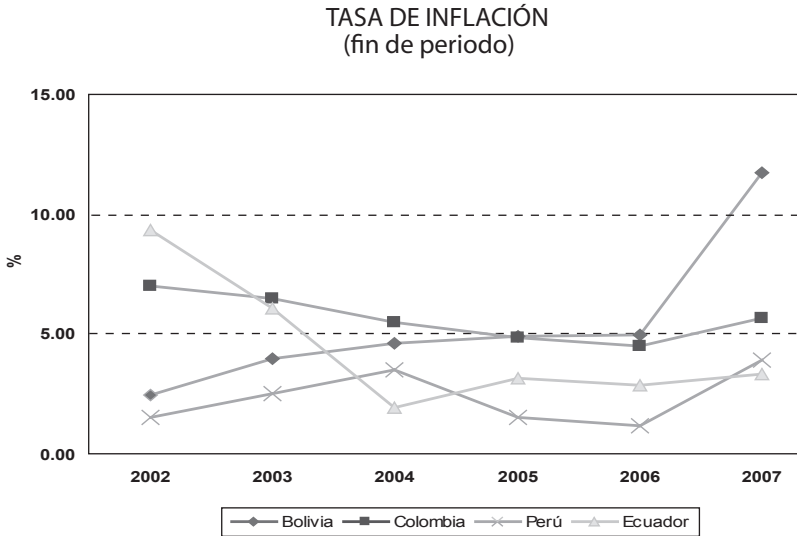
Por cuarto año consecutivo, los Informes de Seguimiento han sido presentados por el Grupo de Trabajo Permanente (GTP) en el Seminario que se realiza anualmente de forma conjunta con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Este foro contribuye al análisis y a la identificación de factores que permitan la revisión y perfeccionamiento de los Programas de Acciones de Convergencia (PAC), los cuales sintetizan no solo los resultados obtenidos sino también los obstáculos y desafíos a los que se enfrentan los Países Miembros.

Es así como el año pasado, el GTP consideró oportuno iniciar un análisis de Indicadores de Vulnerabilidad Macroeconómica para la subregión, que refuerce el monitoreo de la vulnerabilidad fiscal y externa estableciendo indicadores claves para detectar riesgos futuros sobre el desempeño macroeconómico de los países.



### Desempeño macroeconómico y metas de convergencia en la Comunidad Andina

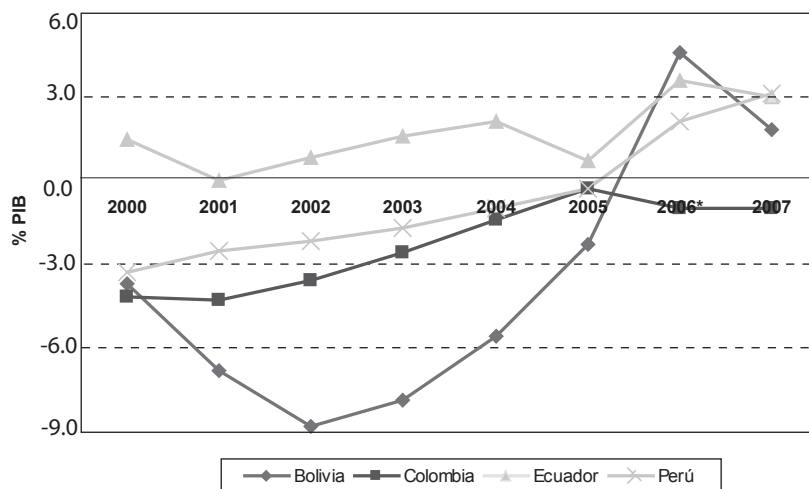
Para el año 2007, los Países Miembros de la Comunidad Andina se han visto afectados por una coyuntura internacional adversa caracterizada por un alza en los precios internacionales del petróleo y demás bienes primarios, así como de algunos alimentos importados, como el maíz y el trigo, lo que ha generado brotes inflacionarios en la región andina, en especial durante el segundo semestre del año 2007, lo que ha afectado el cumplimiento de una de las principales metas de convergencia. Así, en lo que respecta a la inflación acumulada a diciembre de 2007, aproximada por el Índice de Precios al Consumidor, Bolivia registró un aumento del 11.73%. Colombia alcanzó una tasa de 5.69%, mientras que Ecuador y Perú alcanzaron valores de 3.32% y 3.93%, respectivamente.



Fuente: Cifras oficiales remitidas por los países. Programa de Acciones de Convergencia (Decisión 543).

Con respecto a la segunda meta comunitaria, referente a la posición del Sector Público No Financiero (SPNF), Bolivia registró un superávit fiscal de 1.8% del PIB, debido a la mayor participación del Estado en actividades extractivas de hidrocarburos y gas natural que se proveen a mercados internos y externos, y, al aumento de los ingresos tributarios. Un resultado similar se observó también en Ecuador que, favorecido por los ingresos petroleros elevados como consecuencia de los altos precios internacionales y las crecientes recaudaciones tributarias, alcanzó un superávit de 3% del PIB. Perú, por su parte, mejoró su saldo superavitario, pasando de un 2.1% del PIB en 2006 a un nivel de 3.1% del PIB en 2007, mientras que Colombia mantuvo para el año 2007 su déficit en alrededor de 1% del PIB en 2007, similar al valor registrado el año previo.

### RESULTADO DEL SPNF (en porcentaje del PIB)



\*Cifras preliminares.

Fuente: Cifras oficiales remitidas por los países. Programa de Acciones de Convergencia (Decisión 543).

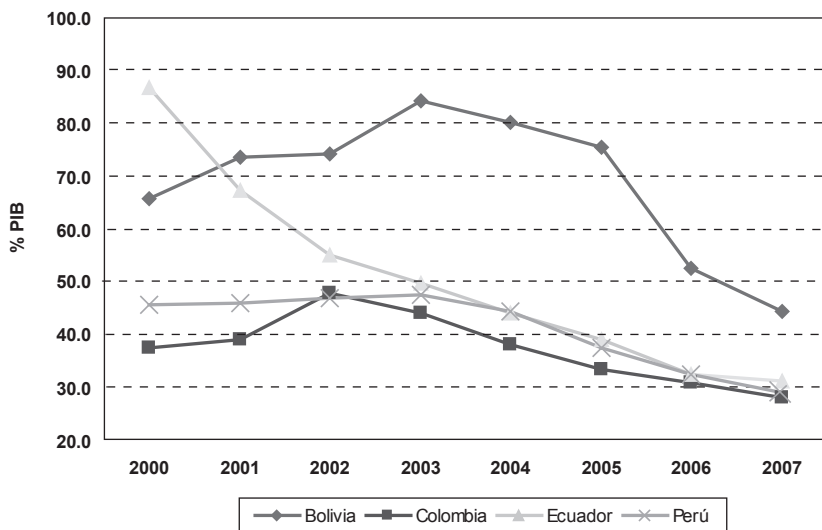
En general, el endeudamiento público para los países de la subregión presenta una tendencia decreciente, explicada principalmente por los eficaces planes de refinanciamiento y prepago de la deuda externa llevado a cabo por la mayoría de Países Miembros con el objeto de amortizar la deuda tanto con los organismos multilaterales como con la banca privada.

En el caso de Bolivia, la Deuda Pública Consolidada representó un 44.4 % del PIB, cifra que lo sitúa dentro del límite comunitario establecido. En el de Colombia, su nivel de endeudamiento público, medido a través de la Deuda Neta de Activos Financieros, alcanzó el 41.6% del PIB a diciembre de 2007. En tanto que, en el caso de Ecuador, representó el 31.6% del PIB, inferior en 1 punto porcentual al registrado el año previo, situación favorecida por la renegociación de su Deuda Externa. Finalmente, la Deuda Pública de Perú registró el 29.2% del PIB, 3.5 puntos porcentuales menos respecto al saldo del año 2006.

Las economías de los países de la Comunidad Andina están sujetas a la inestabilidad de la coyuntura externa (recesión norteamericana, permanencia de elevados precios del petróleo y materias primas, alza de productos alimenticios, entre otros) y a la posibilidad de presentar elevados niveles de deuda pública. A estos problemas se sumaría el impacto económico que puede representar el cambio climático<sup>1</sup>, lo cual repercutiría de manera negativa el desempeño económico, afectando la Convergencia Macroeconómica que se espera alcanzar en los Países Miembros de la CAN.

<sup>1</sup> En un estudio reciente efectuado por la Secretaría General de la Comunidad Andina denominado "El Cambio Climático no tiene fronteras: Impacto del Cambio Climático de la Comunidad Andina" se estima que el porcentaje de pérdida relativa total, para los países de la CAN (al año 2025) como consecuencia del cambio climático, sería de 4.5% del PIB Total.

ENDEUDAMIENTO PÚBLICO  
 (en porcentajes del PBI)



\*Cifras preliminares.

Fuente: Cifras oficiales remitidas por los países. Programa de Acciones de Convergencia (Decisión 543).

Por lo tanto, los Indicadores de Vulnerabilidad Macroeconómica (IVM) constituyen un mecanismo para medir el grado de exposición de los países de la subregión frente a los factores antes mencionados.

El análisis, monitoreo y seguimiento de las metas de convergencia macroeconómica y de los indicadores de vulnerabilidad a nivel regional contribuyen a la transparencia en la conducta de la política pública. Permiten advertir o prever al sector público, privado y a la sociedad civil, de futuros deterioros de las condiciones de mercado, que puedan afectar la situación fiscal y externa de los países.

# **CAPÍTULO**

## **I**

---

**Informes de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas  
de Convergencia Macroeconómica por País**

---



**BOLIVIA**



Informe de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas  
de Convergencia Macroeconómica

## Resumen Ejecutivo

El presente informe analiza el desempeño de la economía boliviana durante 2007 y evalúa el cumplimiento de las metas del Programa de Acción de Convergencia (PAC).

El país finalizó el 2007 con resultados favorables registrándose niveles record en el superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos, acumulación de reservas internacionales y una significativa expansión de la intermediación financiera. Además, hay que destacar un crecimiento económico y un superávit fiscal importante. Estos resultados se basan en la dinámica de la demanda agregada por factores internos y externos, y la coyuntura externa con precios favorables de exportación e importantes transferencias de recursos.

A pesar de los problemas climatológicos que afectaron principalmente al sector agropecuario, el Producto Interno Bruto al tercer trimestre de la gestión 2007 registró un crecimiento acumulado de 4,03%, como resultado de la dinámica del consumo privado, el contexto externo favorable que dinamizó las exportaciones y la recuperación de la inversión pública y privada.

En el sector externo, la balanza de pagos registró un superávit de 14,7% del PIB debido al saldo comercial positivo y a mayores remesas recibidas de bolivianos que residen en el exterior. Los resultados positivos en las cuentas corriente y de capital, junto al proceso de remonetización alentado por la política cambiaria, permitieron incrementar las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia (BCB) en US\$ 1 941,2 millones.

La política cambiaria fue consistente con la elevada oferta de dólares y contribuyó a reducir las presiones de inflación importada; en 2007 se produjo una apreciación del boliviano de 4,5% y el spread cambiario se mantuvo en 10 centavos. El Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) mostró una apreciación real de 4,4% con una mayor incidencia de la inflación doméstica.

El saldo nominal de la deuda pública externa de mediano y largo plazo alcanzó US\$2 193,9 millones en diciembre 2007, menor en US\$1 054,2 millones respecto al saldo registrado en diciembre de 2006, debido a la condonación de la deuda con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en el marco de la Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral, principalmente.

La inflación acumulada a diciembre de 2007 alcanzó a 11,7%, la inflación subyacente se situó en 10,8% y la medida de núcleo inflacionario fue de un solo dígito. Estas cifras se encuentran por sobre el rango meta establecido por el BCB a principios de año ( $4\% \pm 1\%$ ).

Las medidas para controlar la inflación en 2007 fueron las más dinámicas en más de 20 años.<sup>1</sup> La política cambiaria fue esencial para reducir las presiones inflacionarias externas.

<sup>1</sup> Estas políticas se aplicaron en el marco de acuerdos con el Ministerio de Hacienda. Habiendo concluido el acuerdo Stand By con el FMI en el mes de marzo 2006, el Gobierno de Bolivia dejó de establecer acuerdos económicos con dicho organismo. En su lugar se elaboraron de manera conjunta entre el Ministerio de Hacienda y el BCB Programas Financieros para 2006 y 2007.

En política monetaria, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) fueron más de cuatro veces las efectuadas en 2006, se incrementaron los niveles de encaje requerido para moneda extranjera y la contracción del Crédito Interno del Banco Central al Sector Público no Financiero (SPNF) coadyuvó a la esterilización mediante depósitos en el BCB. Entre las políticas complementarias se pueden citar, la promoción del ahorro en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV), las OMA directas, la ampliación de los instrumentos y plazos en OMA, la aplicación de una tarifa del 1% a las transferencias del extranjero que se realizan por intermedio del BCB a fin de evitar los ingresos de capitales especulativos y otras políticas del Gobierno para facilitar la importación, producción y abastecimiento de los mercados con productos importantes de la canasta familiar.

En el sistema financiero continuó la mejoría de sus indicadores y las expansiones de depósitos y de créditos fueron las más elevadas de la presente década, destacándose la preferencia por las operaciones en moneda nacional. Las tasas de rendimiento de OMA se incrementaron con una respuesta positiva parcial en las tasas de interés que las instituciones financieras ofrecen a sus clientes.

De acuerdo con los criterios de convergencia de la Comunidad Andina (CAN), el déficit del SPNF de cada País Miembro no debe exceder el 3% del PIB. En 2007, los resultados del SPNF cumplen ampliamente este criterio de convergencia de la CAN debido a que se registró un superávit de 1,8% del producto.

En el caso de la inflación, se registró una cifra de dos dígitos, superando la meta comunitaria y el rango meta previamente establecido. Sin embargo, la inflación relevante para la política monetaria es menor y los factores que la explican escapan al control de las autoridades.

Finalmente, el nivel de endeudamiento público se redujo a US\$5 866,5 y en términos de valor presente es menor al 50% del PIB en 2007 (43%). La meta comunitaria establece que la deuda pública consolidada no debe exceder el 50% del producto.

En resumen, se ha logrado un crecimiento importante del PIB, superávit fiscal, reducción de la deuda pública, incremento de la intermediación financiera, continuidad en el proceso de remonetización, profundización del mercado cambiario e incremento de las reservas internacionales. Sin embargo, por diversos factores la tasa de inflación se ha incrementado mas allá de lo previsto.

## **1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia**

Las metas de convergencia macroeconómica establecidas en la Comunidad Andina se refieren a tres variables: inflación, déficit fiscal y endeudamiento público. Los objetivos del Programa Macroeconómico para el año 2007 establecidos en el Programa de Acción



de Convergencia (PAC) de Bolivia contemplaban un rango de inflación entre 3 y 5% y un déficit del sector público de 2,3% del PIB.

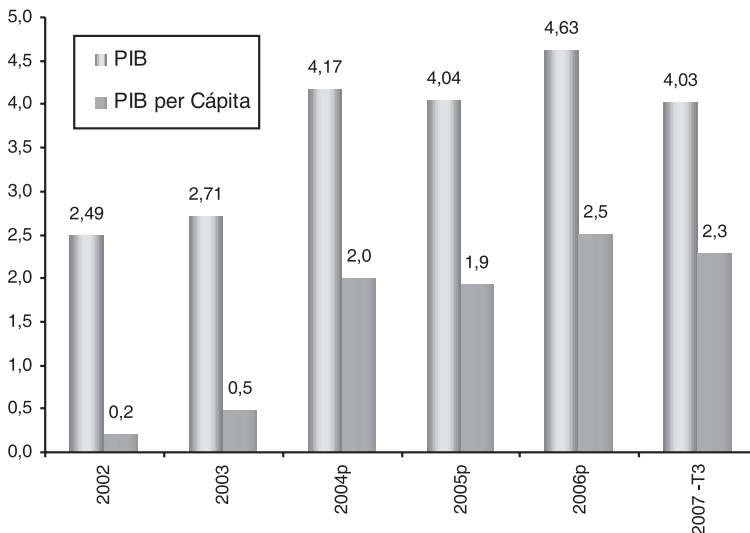
En la evaluación de la meta de déficit fiscal se deben considerar las reformas en el sector público, principalmente en el sector de hidrocarburos. Asimismo, dado que Bolivia recibe alivio bajo las iniciativas HIPC (Highly Indebted Poor Countries) y de deuda multilateral MDRI (Multilateral Debt Relief Initiative), la deuda externa tiene elevados niveles de concesionalidad, por lo que una medida más apropiada para evaluar la meta de deuda pública es considerar el valor presente neto como porcentaje del PIB.

## 2. Evaluación Económica en el año 2007

### 2.1 Sector Real

El Producto Interno Bruto (PIB) al tercer trimestre de la gestión registró un crecimiento acumulado de 4,03%.<sup>2</sup> El crecimiento del año es ligeramente menor al observado en 2006 por el impacto del fenómeno de El Niño en la producción del sector agrícola, el cual se estima en un punto porcentual del producto. De esta manera, el PIB per cápita registró un crecimiento de 2,3% (Gráfico 1).

Gráfico 1  
 CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL PIB per cápita  
 (En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)  
 p: Cifras preliminares

<sup>2</sup> A la fecha de elaboración del presente informe sólo se dispone de información al tercer trimestre de 2007.

El crecimiento de la economía fue resultado de una importante dinámica interna, reflejada en una mayor demanda por bienes y servicios, y de un contexto externo aún favorable. El comportamiento del consumo privado registró un crecimiento histórico de 5,5%, tasa mayor a la del crecimiento del producto. El consumo público creció en 4,2% (Cuadro 1).

Cuadro 1  
 PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL POR TIPO DE GASTO  
 (Porcentajes)

|                                 | Participación | Crecimiento Acumulado |             |             | Incidencia  |             |             |
|---------------------------------|---------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                 | 2006          | T3-05p                | T3-06p      | T3-07p      | T3-05p      | T3-06p      | T3-07p      |
| <b>PIB</b>                      | <b>100,00</b> | <b>3,72</b>           | <b>4,81</b> | <b>4,03</b> | <b>3,72</b> | <b>4,81</b> | <b>4,03</b> |
| Consumo                         | 82,75         | 3,29                  | 2,71        | 5,29        | 2,72        | 2,24        | 4,28        |
| Público                         | 11,38         | 2,60                  | 3,28        | 4,19        | 0,29        | 0,36        | 0,46        |
| Privado                         | 71,37         | 3,40                  | 2,62        | 5,47        | 2,43        | 1,87        | 3,82        |
| Inversión                       | 13,08         | 18,45                 | -5,17       | 17,03       | 2,47        | -0,79       | 2,36        |
| Variación de existencias        | -0,16         | 200,74                | -34,00      | 41,40       | 2,54        | -1,25       | 0,96        |
| Formación bruta de capital fijo | 13,24         | -0,53                 | 3,91        | 12,16       | -0,06       | 0,45        | 1,40        |
| Pública                         | 6,49          | -2,97                 | 10,66       | 13,96       | -0,17       | 0,56        | 0,77        |
| Privada                         | 6,76          | 1,54                  | -1,56       | 10,52       | 0,10        | -0,10       | 0,64        |
| Exportaciones netas             | 4,17          | -38,16                | 146,75      | -48,15      | -1,47       | 3,37        | -2,60       |
| Exportaciones                   | 36,52         | 12,09                 | 17,39       | -4,63       | 3,83        | 5,96        | -1,78       |
| Importaciones                   | 32,35         | 19,03                 | 8,10        | 2,50        | 5,30        | 2,59        | 0,82        |
| <b>Demanda interna</b>          | <b>95,83</b>  | <b>5,40</b>           | <b>1,48</b> | <b>7,01</b> | <b>5,19</b> | <b>1,44</b> | <b>6,63</b> |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

La inversión bruta en formación de capital fijo se incrementó en 12% como resultado del dinamismo de la inversión pública en infraestructura de transporte, así como la mayor inversión privada en bienes de capital.

A diferencia de la gestión pasada, la demanda externa tuvo una incidencia negativa, aunque se estima que los datos de exportación de minerales del proyecto minero San Cristóbal, hacia el último trimestre del año, revertiría el dato negativo en el crecimiento de las exportaciones registrado al tercer trimestre (4,6%). El crecimiento de las importaciones (2,5%) se explica por las compras externas de bienes de capital, asociados a la ejecución de proyectos mineros y a la actividad industrial interna (Cuadro 1).

La composición sectorial del PIB muestra una dinámica importante en sectores intensivos en trabajo, los mismos que registran tasas de crecimiento superiores al 4% (Cuadro 2). Los sectores de la industria manufacturera y los servicios (servicios financieros, transporte y comunicaciones, comercio y construcción) fueron los que contribuyeron en mayor proporción al crecimiento económico en 2007.

En el sector extractivo, la minería, que a principios de 2007 mostró tasas de crecimiento negativas, se recuperó hacia finales de año por la mayor producción de minerales ligados al proyecto San Cristóbal. En el sector de hidrocarburos, el crecimiento fue de 4,5% y estuvo ligado a las mayores ventas en el mercado brasileño.

La producción agrícola disminuyó en 0,3%. El impacto del fenómeno de El Niño fue mitigado por mayores niveles de producción que los previstos en la campaña de invierno. Sin embargo, restricciones en la provisión de insumos y cambios climáticos atribuidos al fenómeno de La Niña observados hacia finales de año, tuvieron impacto negativo en la siembra de la campaña de verano 2007/2008.

Cuadro 2  
 PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL POR RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA  
 (Porcentajes)

|  | Participación | Crecimiento Acumulado |             |             | Incidencia  |             |             |
|--|---------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | 2006          | T3-05p                | T3-06p      | T3-07p      | T3-05p      | T3-06p      | T3-07p      |
| <b>PIB</b>   | <b>100,00</b> | <b>3,72</b>           | <b>4,81</b> | <b>4,03</b> | <b>3,72</b> | <b>4,81</b> | <b>4,03</b> |
| Impuestos Indirectos   | 9,58          | 7,61                  | 5,95        | 6,15        | 0,67        | 0,55        | 0,57        |
| <b>PIB a precios básicos</b>   | <b>90,42</b>  | <b>3,35</b>           | <b>4,70</b> | <b>3,81</b> | <b>3,05</b> | <b>4,27</b> | <b>3,46</b> |
| Agricultura, silvicultura, caza y pesca  | 14,54         | 4,94                  | 4,68        | -0,27       | 0,75        | 0,72        | -0,04       |
| Petróleo crudo y gas natural   | 6,83          | 15,84                 | 6,87        | 3,41        | 0,95        | 0,46        | 0,23        |
| Minerales metálicos y no metálicos   | 3,98          | 6,59                  | 11,60       | 0,05        | 0,25        | 0,45        | 0,00        |
| Industria manufacturera  | 17,06         | 1,51                  | 5,81        | 5,16        | 0,25        | 0,96        | 0,86        |
| Electricidad, gas y agua   | 1,97          | 2,59                  | 3,21        | 4,95        | 0,05        | 0,06        | 0,09        |
| Construcción   | 2,61          | 1,39                  | 2,83        | 12,52       | 0,04        | 0,07        | 0,31        |
| Comercio   | 8,10          | 2,98                  | 6,07        | 4,40        | 0,25        | 0,50        | 0,37        |
| Transporte y comunicaciones  | 10,92         | 2,68                  | 2,26        | 5,24        | 0,30        | 0,25        | 0,56        |
| Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas | 11,38         | 0,30                  | 7,39        | 5,66        | 0,04        | 0,84        | 0,66        |
| Servicios de la administración pública   | 9,06          | 3,09                  | 3,60        | 4,34        | 0,27        | 0,32        | 0,38        |
| Otros servicios  | 7,15          | 1,06                  | 2,57        | 3,19        | 0,08        | 0,19        | 0,23        |
| Servicios bancarios imputados  | -3,19         | 6,01                  | 18,63       | 5,77        | -0,17       | -0,55       | -0,19       |
| <b>PIB a pb actividades extractivas</b>  | <b>10,81</b>  | <b>12,28</b>          | <b>8,60</b> | <b>2,15</b> | <b>1,20</b> | <b>0,91</b> | <b>0,24</b> |
| <b>PIB a pb actividades no extractivas</b>   | <b>79,61</b>  | <b>2,28</b>           | <b>4,19</b> | <b>4,04</b> | <b>1,85</b> | <b>3,36</b> | <b>3,23</b> |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

## 2. 2 Sector Externo

### Balanza Comercial y Cuenta Corriente

Por quinto año consecutivo, el saldo global de la balanza de pagos registró superávit y permitió un incremento de las reservas internacionales netas del BCB (US\$1.941 millones). El superávit se originó principalmente en el resultado positivo de la cuenta corriente (US\$1.758 millones) pero también contribuyó, aunque en menor medida, el superávit en la cuenta capital (US\$183 millones, Cuadro 3).

El superávit de la cuenta corriente, equivalente a 13,3% del PIB, fue resultado del importante crecimiento de las exportaciones de bienes (15,9%). Por otra parte, se registraron incrementos en las transferencias unilaterales netas, principalmente por las remesas de trabajadores que ascendieron a US\$878,8 millones.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> La cifra que se muestra en la Balanza de Pagos (US\$869,6 millones) corresponde a transferencias privadas netas.

Cuadro 3  
BALANZA DE PAGOS, 2006-2007  
(En millones de dólares y porcentajes)

|   | 2006 (p)        | 2007 (p)        | Variación     |              |
|---|-----------------|-----------------|---------------|--------------|
|   |                 |                 | Absoluta      | %            |
| <b>I. CUENTA CORRIENTE</b>  | <b>1.296,9</b>  | <b>1.757,9</b>  | <b>461,0</b>  | <b>35,5</b>  |
| 1. Balanza Comercial  | 1.060,3         | 1.046,4         | -13,9         | -1,3         |
| Exportaciones FOB   | 3.874,5         | 4.490,4         | 615,9         | 15,9         |
| d/c gas natural   | 1.669,1         | 1.988,5         | 319,4         | 19,1         |
| Importaciones CIF   | 2.814,3         | 3.444,0         | 629,8         | 22,4         |
| 2. Servicios  | -167,7          | -159,2          | 8,5           | 5,1          |
| 3. Renta (neta)   | -417,9          | -212,5          | 205,5         | 49,2         |
| Intereses recibidos   | 178,3           | 293,4           | 115,1         | 64,6         |
| Intereses debidos   | -233,8          | -207,6          | 26,2          | 11,2         |
| Otra renta de la inversión (neta)   | -388,5          | -324,4          | 64,2          | 16,5         |
| Renta del trabajo (neta)  | 26,1            | 26,1            | 0,0           |              |
| 4. Transferencias   | 822,3           | 1.083,2         | 260,9         | 31,7         |
| Oficiales (excluido HIPC)   | 238,3           | 200,6           | -37,7         | -15,8        |
| Donaciones HIPC   | 55,8            | 13,0            | -42,8         | -76,7        |
| Privadas  | 528,2           | 869,6           | 341,4         | 64,6         |
| <b>II. CUENTA CAPITAL (incluye errores y omisiones)</b>                       | <b>218,6</b>    | <b>183,3</b>    | <b>-35,3</b>  | <b>-16,2</b> |
| 1. Sector Público   | 261,5           | 90,0            | -171,5        | -65,6        |
| Transferencias de capital   | 1.804,3         | 1.171,0         | -633,3        | -35,1        |
| Préstamos de mediano y largo plazo (neto)                                     | -1.566,3        | -1.083,5        | 482,8         | 30,8         |
| Préstamos de corto plazo (netos)  | 22,0            | 17,0            | -5,0          | -22,7        |
| Otro capital público (neto) <sup>1/</sup>                                     | 1,5             | -14,5           | -16,0         | -1.034,2     |
| 2. Sector Privado   | 56,5            | 144,1           | 87,6          | 154,9        |
| Transferencias de capital   | 8,9             | 9,2             | 0,3           | 3,0          |
| Inversión extranjera directa (neta)   | 277,8           | 200,2           | -77,6         | -27,9        |
| Inversión de cartera  | 40,1            | -9,5            | -49,6         | -123,7       |
| Deuda privada neta de mediano y largo plazo <sup>2/</sup>                     | -21,7           | -107,7          | -86,0         | -396,5       |
| Deuda privada neta de corto plazo <sup>3/</sup>                               | 22,6            | -24,5           | -47,1         | -208,2       |
| Activos externos netos de corto plazo <sup>4/</sup>                           | -114,9          | 139,5           | 254,4         | 221,3        |
| Otro capital del sector privado <sup>5/</sup>                                 | -156,2          | -63,0           | 93,2          | 59,7         |
| 3. Errores y Omisiones  | -99,5           | -50,8           | 48,6          | 48,9         |
| <b>III. BALANCE GLOBAL (I+II)</b>   | <b>1.515,5</b>  | <b>1.941,2</b>  | <b>425,7</b>  | <b>28,1</b>  |
| <b>IV. TOTAL FINANCIAMIENTO (A+B)</b>   | <b>-1.515,5</b> | <b>-1.941,2</b> | <b>-425,7</b> | <b>-28,1</b> |
| A. Reservas Internacionales Netas BCB (aumento:-) <sup>6/</sup>               | -1.515,5        | -1.941,2        | -425,7        | -28,1        |
| B. Otro financiamiento  |                 |                 |               |              |
| <b>Items pro memoria:</b>   |                 |                 |               |              |
| Cuenta corriente (en porcentaje del PIB anual)                                | 11,5            | 13,3            |               |              |
| Cuenta capital (en porcentaje del PIB anual)                                  | 1,9             | 1,4             |               |              |
| Transacciones del sector privado, incluyendo errores y omisiones (2+3)        | -42,9           | 93,3            | 136,2         | 317,4        |
| Alivio HIPC + MDRI total en flujos (millones de US\$)                         | 240,0           | 266,3           | 26,3          | 11,0         |
| Saldo de reservas brutas BCB <sup>7/</sup>                                    | 3.192,6         | 5.307,4         | 2.114,8       | 66,2         |
| Reservas brutas en meses de importaciones de bienes y servicios <sup>8/</sup> | 11,1            | 15,6            |               |              |

Fuente: Banco Central de Bolivia.

Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

Notas: p/ Cifras Preliminares.

<sup>1/</sup> Incluye aportes y pasivos con organismos internacionales.

<sup>2/</sup> Excluye créditos intrafirma que se registran en inversión extranjera directa (IED).

<sup>3/</sup> Excluye Bancos y Entidades financieras no bancarias.

<sup>4/</sup> Incluye Bancos y Entidades financieras no bancarias.

<sup>5/</sup> Según Banco Internacional de Pagos: 2003, 2004, 2005 y Ene-Sep 2006.

<sup>6/</sup> Considera tipo de cambio fijo para el DEG y precio fijo del oro.

<sup>7/</sup> A tipos de cambio y precio del oro de fin de período.

<sup>8/</sup> Importaciones de bienes y servicios no factoriales del año.

Las exportaciones de bienes se incrementaron con relación a 2006 principalmente por el aumento de las exportaciones de minerales, no tradicionales e hidrocarburos (29,3%, 17,3% y 12,4% respectivamente). En las exportaciones de minerales sobresalen las ventas de zinc, plata, estaño y oro, debido a los altos precios en el mercado internacional y al inicio de exportaciones del proyecto San Cristóbal en agosto 2007.

El crecimiento del valor de las exportaciones estuvo liderado por la venta de gas natural, con mayores precios a Brasil y Argentina. Cabe resaltar también el aumento de las exportaciones de productos no tradicionales, en especial de azúcar, madera, castaña, alcohol, joyería, palmitos en conserva, calzados y otros productos que incluyen mayor valor agregado.

Como resultado del proceso de implementación de algunos proyectos mineros importantes y la recuperación de la demanda interna, las importaciones de bienes se incrementaron en 22,4% (US\$ 629,8 millones) habiéndose experimentado aumentos en las tres categorías más importantes: bienes de capital, consumo e intermedios. Un 77% del total de las importaciones de Bolivia corresponden a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria.

Por su parte, las transacciones de la cuenta capital y financiera registraron superávit (US\$183,3 millones) por segundo año consecutivo. Esto se explica por los flujos netos de inversión extranjera directa (IED) que por segundo año consecutivo fueron positivos, principalmente por inversiones en el sector minero. Los flujos netos de capital del sector público registran las operaciones de condonación del stock de la deuda externa pública con el BID a través de la Iniciativas MDRI (Multilateral Debt Relief Initiative).<sup>4</sup>

## Nivel de Endeudamiento Externo

El saldo de la deuda pública externa a diciembre 2007 alcanzó a US\$2.193,9 millones, US\$1054,2 millones menos que en 2006, principalmente por los acuerdos de condonación de deuda. El 15 de junio de 2007 el BID hizo efectivo el alivio en el marco de la iniciativa MDRI, aplicando retroactividad desde enero de 2007, lo que redujo la deuda en US\$1 171 millones.

En el año 2007 los desembolsos alcanzaron US\$307,7 millones, US\$50,8 millones más que en 2006, mientras que el servicio pagado fue levemente mayor en US\$3,0 millones. Durante el año 2007 el alivio en flujos por la Iniciativa HIPC fue de US\$13,0 millones, monto que condujo a transferencias netas negativas del exterior por US\$20,6 millones. Sin este alivio, las transferencias netas hubieran sido negativas por US\$33,6 millones (Cuadro 4).

<sup>4</sup> Los montos de la condonación se registran tanto en transferencias de capital (como ingreso) como en amortización de deuda (como egreso), por lo que su efecto final en la cuenta capital y financiera es nulo

Cuadro 4  
 TRANSFERENCIAS NETAS EN 2007  
 (En millones de dólares)

| Acreedor                    | Desembolsos  | Servicio Pagado | Alivio HIPC | Transferencia Neta    |                           |
|-----------------------------|--------------|-----------------|-------------|-----------------------|---------------------------|
|                             | (1)          | (2)             | (3)         | Con Alivio<br>(1)-(2) | Sin Alivio<br>(1)-(2)-(3) |
| <b>FMI</b>                  | <b>0,0</b>   | <b>15,1</b>     |             | <b>-15,1</b>          | <b>-15,1</b>              |
| <b>Otros Multilaterales</b> | <b>219,3</b> | <b>281,0</b>    | <b>2,2</b>  | <b>-61,7</b>          | <b>-63,8</b>              |
| CAF                         | 145,8        | 206,6           |             | -60,8                 | -60,8                     |
| Banco Mundial               | 15,8         | 2,2             |             | 13,6                  | 13,6                      |
| BID                         | 43,7         | 61,6            |             | -17,9                 | -17,9                     |
| Otros                       | 14,1         | 10,6            | 2,2         | 3,5                   | 1,3                       |
| <b>Bilaterales</b>          | <b>88,4</b>  | <b>32,2</b>     | <b>10,9</b> | <b>56,2</b>           | <b>45,3</b>               |
| Brasil                      | 5,8          | 0,0             |             | 5,8                   | 5,8                       |
| Alemania                    | 0,0          | 0,4             |             | -0,4                  | -0,4                      |
| España                      | 0,0          | 3,6             | 10,9        | -3,6                  | -14,5                     |
| Italia                      | 0,0          | 0,8             |             | -0,8                  | -0,8                      |
| Otros 1/                    | 82,5         | 27,4            |             | 55,1                  | 55,1                      |
| <b>Privados</b>             | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>            | <b>0,0</b>                |
| <b>Total</b>                | <b>307,7</b> | <b>328,3</b>    | <b>13,0</b> | <b>-20,6</b>          | <b>-33,6</b>              |

Fuente: Banco Central de Bolivia

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>1/</sup> En desembolsos se incluye compra de bonos del TGN por parte del Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) de Venezuela por US\$10.000.000.

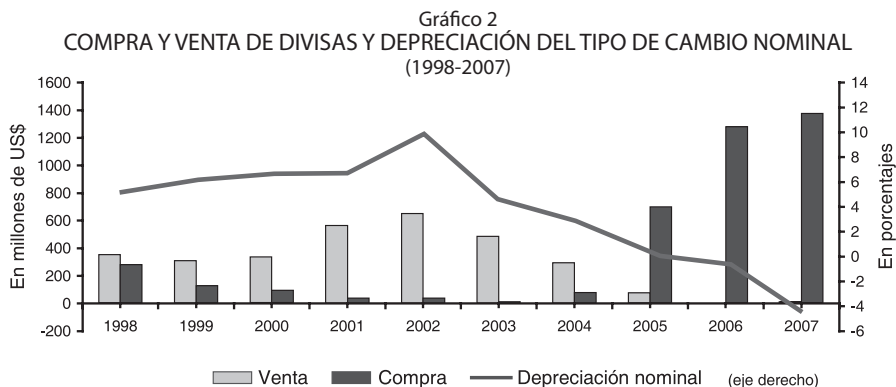
## Reservas Internacionales Netas (RIN)

Al 31 de diciembre del 2007, el saldo de las RIN del BCB alcanzó a US\$5 308,1 millones.<sup>5</sup> Las RIN del sistema financiero privado (bancos y otras entidades financieras no bancarias como mutuales, cooperativas y fondos financieros) se situaron en US\$766,8 millones, lo que hace un total activos externos netos del sistema financiero de US\$6 074,9 millones, monto mayor en US\$1 995,7 millones al saldo registrado a fines de 2006.

## Tipo de Cambio Nominal

En el año 2007, la moneda nacional se apreció en 4,5% y el *spread* entre el tipo de venta y de compra oficiales se mantuvo en 10 centavos de boliviano. En el mercado cambiario privado de divisas, el tipo de cambio promedio estuvo más cerca del tipo de cambio compra oficial y se redujo en 4,0%. Este comportamiento es consistente con la mayor oferta de dólares, destacándose la compra de divisas por parte del BCB al Sector Financiero (US\$1 371 millones en 2007 y US\$1 275 millones en 2006), que fue un factor importante para el aumento de las RIN del BCB. Por otra parte, en esta gestión se vendió divisas al Sector Financiero por US\$3 millones (Gráfico 2).

<sup>5</sup> Las reservas internacionales brutas a la misma fecha alcanzan US\$5 307,8 millones y cubren 15,7 meses de importaciones de bienes y servicios.



Fuente: Banco Central de Bolivia  
Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

## Tipo de Cambio Real Multilateral y Bilateral con los Principales Socios Comerciales

El Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), cuyo mes base de cálculo es agosto de 2003, mostró una apreciación de 4,4% en 2007, no obstante, continúa en los niveles más altos de los últimos años. La apreciación real se explica principalmente por el repunte de los precios internos. En 2007, el ITCER bilateral mostró depreciaciones reales respecto a Brasil y Venezuela (Cuadro 5).

Cuadro 5  
INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN E ITCER EN 2007  
(Tasas acumuladas a diciembre de 2007)

|                     | Ponderación del ITCER | Inflación | Depreciación nominal <sup>1/</sup> | Depreciación real bilateral <sup>2/</sup> |
|---------------------|-----------------------|-----------|------------------------------------|---|
| Argentina           | 10,72                 | 8,47      | 2,56                               | -10,01                                    |
| Brasil              | 14,83                 | 5,16      | -16,69                             | 7,39                                      |
| Chile               | 5,85                  | 7,82      | -6,38                              | -2,01                                     |
| Colombia            | 4,35                  | 5,70      | -9,94                              | -0,15                                     |
| Perú                | 8,39                  | 3,93      | -6,29                              | -5,65                                     |
| Venezuela           | 5,02                  | 22,46     | -                                  | 4,18                                      |
| Zona del Euro       | 7,05                  | 3,07      | -10,53                             | -1,99                                     |
| Reino Unido         | 1,93                  | 4,05      | -2,27                              | -9,42                                     |
| Japón               | 11,98                 | 0,70      | -5,97                              | -8,89                                     |
| Corea del Sur       | 1,42                  | 3,61      | 0,20                               | -12,03                                    |
| Estados Unidos      | 13,80                 | 4,08      | -                                  | -11,45                                    |
| Índice multilateral |                       |           |                                    | 4,43                                      |

Fuente: Páginas web de Institutos de Estadística, Reuters y Banco Central de Bolivia.  
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica.

Notas: <sup>1/</sup> Con relación al dólar estadounidense. El signo negativo indica apreciación nominal respecto de esta moneda.

<sup>2/</sup> Con relación al boliviano.

\* Ponderaciones de Comercio (Exportaciones e Importaciones)

En el entorno de apreciación de las monedas de los principales socios comerciales durante los últimos tres años, la competitividad cambiaria del país se mantiene elevada.

Este fenómeno se puede apreciar en el Gráfico 3, donde el tipo de cambio nominal se encuentra por encima del tipo de cambio de referencia, que es consistente con una competitividad similar a la del mes base del ITCER.<sup>6</sup>

Gráfico 3  
 TIPO DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADO Y CON COMPETITIVIDAD CAMBIARIA CONSTANTE  
 (Tasas acumuladas a diciembre de 2007)



Fuente: Banco Central de Bolivia  
 Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

<sup>6</sup> Si el tipo de cambio se sitúa por encima del indicador de referencia, se dice que la moneda está subvaluada; si se sitúa por debajo, se señala que está sobrevaluada. La sub/sobrevaluación es relativa al tipo de cambio real de la fecha considerada como base (en este caso, agosto de 2003).



## 2.3 Sector Monetario y Financiero

### Política Monetaria

En el marco de la Ley No 1670 que establece que el Banco Central de Bolivia (BCB) tiene como objeto mantener un entorno de inflación baja y estable, la política monetaria estuvo orientada a la esterilización de liquidez excedente de la economía. Varios factores provocaron un crecimiento apreciable de los agregados monetarios en 2007 frente a lo cual la autoridad monetaria realizó Operaciones de Mercado Abierto (OMA) de manera más dinámica e introdujo nuevos instrumentos de control de liquidez. Las OMA alcanzaron mayor cobertura con importantes colocaciones netas de títulos públicos a largo plazo, ampliación del acceso a entidades no bancarias y venta directa al público.

Asimismo, se introdujeron modificaciones al Encaje Legal ampliando su base de aplicación y se realizaron otras acciones, como el establecimiento de una comisión a las transferencias del exterior, a fin de evitar la llegada de capitales especulativos que limitaban el impacto de las OMA. También fueron coordinadas otras medidas con entidades públicas destinadas a regular la liquidez y disminuir las presiones inflacionarias.

Para cumplir con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable, el BCB instrumenta la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad, fijando límites máximos a la expansión del Crédito Interno Neto total (CIN)<sup>7</sup> a fin de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público. El diseño considera el efecto que el comportamiento de las RIN puede tener sobre la creación de dinero.<sup>8</sup>

A principios de cada gestión, el Programa Monetario aprobado por el Directorio del BCB determina la meta del CIN de manera coordinada con el gobierno. Este programa considera además los objetivos de política económica del Gobierno establecidos en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) y en el Programa Fiscal anual. La coordinación de políticas se formaliza en un programa macroeconómico anual denominado Programa Financiero, el cual, a partir de la gestión 2007 fue incorporado en el Memorándum de Entendimiento suscrito entre el BCB y el Ministerio de Hacienda.<sup>9</sup>

<sup>7</sup>También fija límites mínimos a la ganancia de Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB en función a su rol de prestamista de última instancia en una economía pequeña, abierta y dolarizada. Sin embargo, debido al buen comportamiento actual del sector externo esta meta no ha tenido mayor relevancia.

<sup>8</sup>Por ejemplo, en un contexto donde un desempeño externo favorable genera un incremento importante de las RIN, resulta necesaria una contracción del CIN que modere el crecimiento de la emisión monetaria.

<sup>9</sup>En marzo de 2006 concluyó el acuerdo Stand by con el Fondo Monetario Internacional; a partir de entonces se dejó de suscribir programas financieros con dicho organismo y en procura de mantener lineamientos para decidió establecer acuerdos formales entre el BCB y el Ministerio de Hacienda que consideren las principales metas macroeconómicas de la gestión.

Para la gestión 2007 se estableció una contracción del CIN y del Crédito Neto del BCB al Sector Público no Financiero (CIN SPNF) de por lo menos Bs862 millones y Bs528 millones, respectivamente; consistentes con un aumento mínimo de las RIN del BCB de US\$500 millones, un déficit fiscal de no más de Bs 304 millones y un aumento del financiamiento interno al sector público no mayor a Bs30 millones. Estas metas fueron cumplidas con amplios márgenes (Cuadro 6), limitando la expansión monetaria generada por el incremento de las RIN. Otros factores exógenos negativos afectaron principalmente las cifras de inflación.

Cuadro 6  
PROGRAMA FINANCIERO 2007  
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero 2007<sup>1/</sup>)

|  |      | META                   |                        | Ejecución | Margen (+)<br>Desvío (-) |
|--|------|------------------------|------------------------|-----------|--------------------------|
|  |      | Acordada <sup>2/</sup> | Ajustada <sup>3/</sup> |           |                          |
| <b>VARIABLES FISCALES</b>  |      |                        |                        |           |                          |
| Déficit del Sector Público                                       | Bs   | 2.304                  | 2.358                  | -1.813    | 4.170                    |
| Financiamiento Interno al Sector Público                         | Bs   | 30                     | 830                    | -2.760    | 3.590                    |
| Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año    | \$us | 6                      | 6                      | 16        | -10                      |
| Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional | \$us | 99                     | 70                     | -15       | 85                       |
| <b>VARIABLES MONETARIAS</b>                                      |      |                        |                        |           |                          |
| Crédito Interno Neto total (CIN)                                 | Bs   | -862                   | -993                   | -10.162   | 9.169                    |
| Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)                  | Bs   | -528                   | -528                   | -1.696    | 1.168                    |
| Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)                     | \$us | 500                    | 516                    | 1.941     | 1.425                    |

Fuente: Banco Central de Bolivia.

Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica.

Notas: <sup>1/</sup> Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar y DEG, así como precio fijo para el oro.

<sup>2/</sup> Programa monetario y financiero revisado y acordado entre el BCB y Ministerio de Hacienda el 1/04/07

<sup>3/</sup> Incluye ajustadores por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolsos para reestructuración financiera y corporativa.

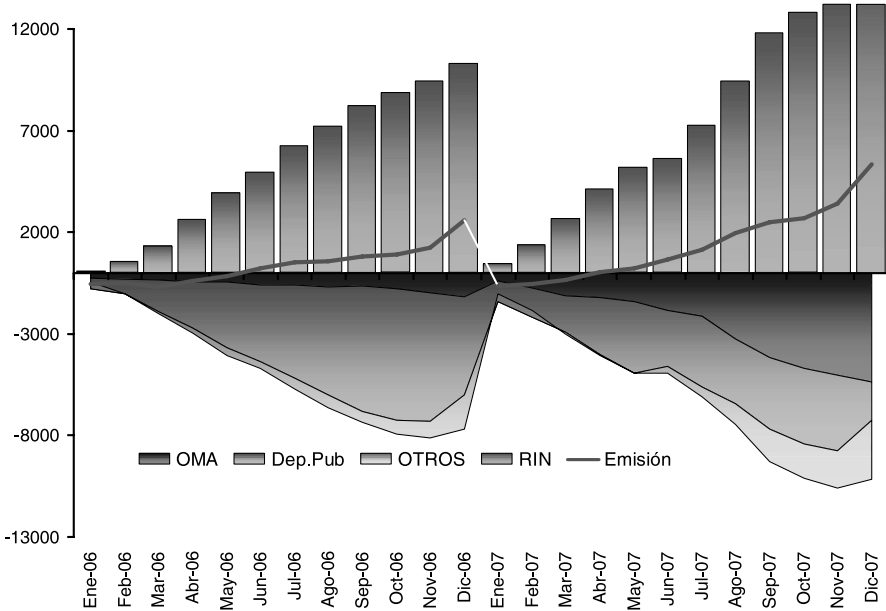
El desempeño de las RIN estuvo asociado a: i) la coyuntura externa que continuó siendo muy favorable, ii) la política de apreciación cambiaria,<sup>10</sup> iii) la política fiscal, que permitió mayores ingresos de recursos externos para el Estado, y iv) el envío de remesas desde el exterior a residentes en el país.

El superávit fiscal fue producto principalmente del incremento de los ingresos del sector público en especial por venta de hidrocarburos al mercado externo y de menores niveles de gasto público con relación a los establecidos en el programa fiscal. Este comportamiento determinó la acumulación de depósitos del sector público en el BCB, permitiendo la contracción del CIN-SPNF (y consecuentemente del CIN) que contribuyó a limitar la expansión monetaria generada por las RIN.

<sup>10</sup> Durante 2007, la cotización del dólar estadounidense cayó 36 centavos de Bs8,03 el 31/12/2006 a Bs7,67 el 31/12/2007.

A diferencia de 2006, cuando la acumulación de depósitos del sector público en el BCB fue el principal factor que contrajo el CIN total, en 2007 la dinámica de colocación de títulos públicos a través de OMA tuvo mayor incidencia (Gráfico 4). En efecto, la menor acumulación de depósitos del SPNF con relación a la gestión anterior determinó la necesidad de acudir en mayor medida a OMA. Si bien la contracción del CIN-SPNF fue importante (Bs1 696 millones), resultó menor a la observada el año anterior (Bs5 057) y de menor magnitud a las OMA realizadas por el BCB durante el año 2007. El superávit cuasifiscal y el incremento del excedente de encaje legal en las cuentas del BCB contribuyeron también a la disminución de la liquidez.

Gráfico 4  
 EVOLUCIÓN DEL CIN, RIN Y EMISIÓN  
 (Flujos acumulados en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)



Fuente: Banco Central de Bolivia.  
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

La emisión monetaria se incrementó en Bs 329,3 millones, monto que representó una tasa de crecimiento de 60,7%. Este aumento se explica por la remonetización, la recuperación económica y la apreciación del tipo de cambio que redujo el costo de oportunidad de mantener saldos en bolivianos.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> La sustitución de circulante en moneda extranjera en una economía dolarizada no tiene el carácter expansivo que tendría en otras economías ya que la moneda extranjera también forma parte de los medios de pago.

El crecimiento del dinero en sus distintas definiciones, mantuvo su tendencia ascendente, presentando variaciones nominales interanuales importantes. Debido a la paulatina utilización del boliviano en sustitución del dólar, los agregados que incluyen el circulante y depósitos en moneda nacional presentaron un mayor dinamismo con relación a los agregados que incorporan además las operaciones en moneda extranjera. El ritmo de crecimiento de los primeros fluctuó entre 59% (M1) y 73,4% (M3), mientras que en el caso de los segundos, las tasas de crecimiento se situaron entre 43,2% (M'1) y 28,9% (M'3). El crecimiento de los agregados monetarios obedeció principalmente a una mayor demanda por dinero, antes que a una expansión de oferta, por lo que no implicó presiones inflacionarias. El crecimiento de M3 respondió principalmente a la remonetización financiera producto de las políticas realizadas por el BCB como la apreciación nominal de la moneda, la ampliación del *spread* cambiario y las modificaciones de los requerimientos de encaje legal. En el caso de los agregados que incluyen operaciones en moneda extranjera, el desempeño fue producto, en buena parte, del incremento de los depósitos del público en el sistema financiero, como resultado de la recuperación de la confianza de los depositantes y el desempeño de la economía. En el año 2007, la creación secundaria de dinero se vio limitada, aspecto que se puede observar en la caída del multiplicador del agregado M'3.

A fines de diciembre de 2007 el saldo de títulos colocados por el BCB mediante OMA alcanzó a US\$ 1.018 millones frente al saldo registrado a fines de la gestión anterior de US\$ 249 millones. Las colocaciones fueron más dinámicas en el último semestre. En el caso de los títulos colocados por el Tesoro General de la Nación (TGN), el saldo de diciembre de 2007 de US\$778 millones fue menor al de diciembre de 2006 (US\$799 millones). A lo largo del año el gobierno no requirió mayor financiamiento debido a su buena posición fiscal. El mayor crecimiento de la cartera de títulos de regulación monetaria se produjo en moneda nacional indexada a la UFV.

En general, hasta 2006 el BCB colocó instrumentos de corto plazo como las Letras del Tesoro (LT); sin embargo, durante 2007 también participó en la colocación de instrumentos de mediano y largo plazo como los Bonos del Tesoro (BT), debido a la necesidad de restringir la liquidez y a la disminución de las colocaciones netas de títulos por parte del TGN. En octubre el BCB introdujo en el mercado la venta directa de valores públicos, a plazos de 91 días, 182 días en MN y 364 días en MN y UFV con dos efectos: i) al ser adquiridos por personas naturales y jurídicas afectaron directamente la tenencia de dinero del público, y ii) siendo sustitutos de los depósitos ofrecidos por el sistema financiero al público, indujeron a que las entidades financieras reaccionen frente a cambios de la tasa de interés del BCB.

En la gestión 2007, el encaje legal contribuyó al control de la liquidez de la economía. Las tasas de encaje legal vigentes para depósitos en moneda extranjera y en mantenimiento de valor respecto al dólar (MVDOL) se mantuvieron en 14% más un encaje adicional de 7,5% aplicable a la diferencia entre el nivel de depósitos observado y un porcentaje del nivel registrado el 31 de marzo de 2005. Como resultado de la Resolución de Directorio del

BCB Nro.118/2006, a inicios de 2007 se determinó un incremento de la base sobre la que se aplica el encaje adicional mediante la reducción gradual del porcentaje mencionado de 80% a 70% a partir del 15 de enero de 2007 y de 70% a 60% a partir del 2 de julio de 2007. La ampliación de la base del cálculo del encaje adicional estimuló las captaciones en moneda nacional y contribuyó a regular la liquidez. El régimen contempla un mecanismo de compensación que disminuye el encaje adicional en moneda extranjera cuando existe incremento de los depósitos en moneda nacional. Esta diferenciación en los requerimientos de encaje y el mecanismo de compensación responden al objetivo de incentivar las captaciones de depósitos en moneda nacional. La Resolución de Directorio No. 156/2007 emitida en diciembre de 2007 estableció que el porcentaje mencionado se reduzca a 30% a partir del 25 de febrero de 2008 y a 0% a partir del 30 de junio. Asimismo, dispuso que los depósitos a plazo fijo en moneda nacional entre 30 y 60 días no estén exentos del encaje en títulos y que los depósitos a plazo fijo mayores de 60 días hasta 360 días tampoco estén eximidos de la constitución del encaje en efectivo y en títulos. Con esta nueva disposición, se profundizó el impacto del encaje legal como instrumento de control de liquidez.

Durante la gestión 2007 y cumpliendo su rol de prestamista de última instancia, el BCB mantuvo sus ventanillas de apoyo al sistema financiero mediante el otorgamiento de recursos de corto plazo a través de operaciones de reporte y de créditos con garantía de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). La colocación bruta al sistema fue superior en 55% a la registrada en la gestión 2006, pasando de US\$217 millones a US\$335,3 millones, de los cuales US\$161,4 millones (48,1%) correspondieron a operaciones de reporto y US\$173,9 millones (51,9%) a créditos RAL. Los mayores requerimientos de liquidez del sistema fueron en moneda extranjera (60,9% del total).

## **Depósitos y Cartera del Sistema Financiero**

Durante el 2007, las operaciones del sistema de intermediación financiera registraron un crecimiento importante. Impulsado por las políticas monetaria y cambiaria implementadas por la autoridad monetaria, el proceso de sustitución del dólar por el boliviano en las distintas funciones de dinero se acentuó, registrándose al cierre de la gestión un coeficiente de bolivianización de las captaciones de 36,4%, mayor en 12,5 puntos porcentuales respecto a la gestión anterior.

Producto de una recuperación sostenida de la confianza en el sistema financiero, éste registró cifras sin precedentes en la historia económica del país, el nivel de los depósitos alcanzó a US\$5.168,1 millones mientras que las colocaciones alcanzaron a US\$4.594,2. Una parte importante de los recursos fueron canalizados hacia inversiones en títulos públicos nacionales, permitiendo el control de la liquidez.

Las colocaciones en moneda nacional registraron un crecimiento importante de 54,5%, determinando que el coeficiente de bolivianización de estas operaciones pase en doce meses, de 13,1% a 17,6%.

El entorno financiero favorable junto al manejo prudente de los riesgos, producto del marco normativo vigente, favoreció una reducción del índice de mora. En diciembre de 2007, el porcentaje de pesadez fue de 5,1%, menor en 2,6 puntos porcentuales respecto al observado en diciembre de 2006.

Si bien las tasas de interés del sistema financiero se mantuvieron relativamente constantes durante el primer semestre, a partir del segundo se observó un incremento de las tasas activas en moneda nacional y a partir de octubre en las pasivas en la misma moneda, en dirección con el aumento de las tasas de los instrumentos de regulación monetaria del banco central. La alta liquidez del mercado, sin embargo, habría limitado un mayor aumento de las mismas.

Implementada la medida de colocación directa de títulos de regulación monetaria del BCB, las entidades financieras reaccionaron elevando sus tasas pasivas en moneda nacional y UFV, para retener en alguna medida a los clientes que empezaron a actuar racionalmente ante opciones financieras más atractivas. Es así que, en doce meses, el promedio de la tasa pasiva en moneda nacional se incrementó en 0,9 puntos porcentuales. Se encuentran entidades donde las tasas se incrementaron hasta en cuatro puntos porcentuales. Las tasas activas en moneda nacional también aumentaron. Las tasas activas y pasivas en moneda extranjera se mantuvieron casi sin variación durante el año.

Las tasas de interés reales tanto activas como pasivas, experimentaron caídas importantes explicadas por la liquidez en el mercado y la inflación registrada durante la gestión.

## 2.4 Indicadores de Vulnerabilidad: Medición del Riesgo País

En julio de 2007, la calificadora de riesgo del sistema financiero mundial *Fitch Rating*, cambió la evaluación del riesgo soberano de la deuda en moneda local y extranjera de Bolivia en el largo plazo de "negativo" a "estable",<sup>12</sup> confirmando que ha mejorado la confiabilidad del país a nivel internacional.

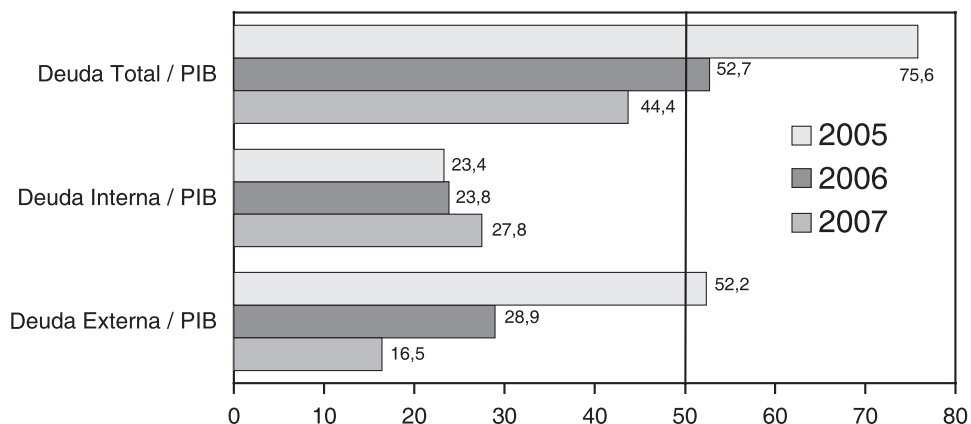
## 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento

### 3.1 Endeudamiento Público

Para diciembre de 2007, el saldo de la deuda total alcanza a US\$5 866,5 millones, del cual 37% corresponde a deuda externa y 67% a deuda interna. Como se puede ver en el Gráfico 5 en el año 2007, el ratio Deuda total/PIB es inferior a 50%.

<sup>12</sup> Calificación que según la Escala global corresponde a "B-/Estable/C", tanto en moneda local como extranjera.

Gráfico 5  
 COEFICIENTES DE LA DEUDA PÚBLICA  
 (Valor nominal de la deuda / PIB)



Fuente: Banco Central de Bolivia  
 Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

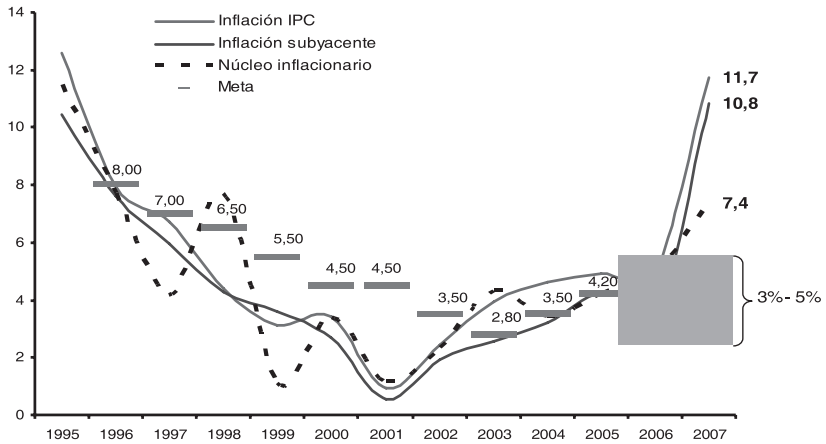
Respecto al valor presente de la Deuda total/PIB, el último año también fue inferior a 50% (ver Anexo correspondiente a deuda), estimándose que continúe así en el futuro.

### 3.2 Evolución de los Precios

Desde 1999, los Países Miembros de la CAN han fijado la meta de que las tasas de inflación sean de un solo dígito. En el caso de Bolivia, dicha meta se ha cumplido holgadamente hasta diciembre de 2006, pero en 2007 fue rebasada por razones que se explican más abajo.

Para promover un entorno de inflación baja y estable, el BCB ha fijado a partir de 1996 límites máximos a la inflación de cada año, reduciendo éstos gradualmente. Dichas metas no fueron cumplidas en las gestiones 2003 a 2005 por aspectos puntales (problemas sociales e incrementos del precio de carburantes). Para los años 2006 y 2007, el BCB modificó el anuncio de una meta numérica puntual, a un rango (entre 3% y 5%, centrado en 4%) en el cual se estima que ésta se situará en el tiempo y que es consistente con un entorno de inflación moderada.

Gráfico 6  
 INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO, 1997 – 2007  
 (En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia  
 Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

En 2007, la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 11,7%, nivel superior en 6,8 puntos porcentuales respecto al año 2006 (4,9%). Este repunte estuvo asociado principalmente con un mayor ritmo de crecimiento en los precios de los alimentos, cuya incidencia fue de 9,35 puntos porcentuales, explicando el 80% de la inflación anual. El resto de capítulos que componen el IPC registraron una incidencia de 2,38pp, explicando el restante 20%. Parte significativa de esta desviación se produjo por eventos que escapan al control de la autoridad monetaria, como por ejemplo los efectos de los fenómenos climatológicos y el repunte de la inflación internacional ocasionado por el alza de los precios de los alimentos y combustibles.

El indicador de inflación subyacente y el núcleo inflacionario muestran que la inflación relevante para el BCB se ha venido incrementando desde principios de 2007 pero de manera más importante a partir del tercer trimestre (Gráfico 6).

Cuatro factores explican la inflación en el año 2007: i) presiones de oferta; ii) presiones de demanda; iii) inflación importada y; iv) expectativas. Los *choques de oferta* fueron probablemente los factores de mayor incidencia, los fenómenos naturales se reflejaron en la contracción del sector agropecuario con un efecto fuerte en el alza de los precios de varios productos básicos. Por otro lado, también se detectaron presiones por el lado de costos, los indicadores de actividades manufactureras y de actividades remuneradas han experimentado incrementos durante el año 2007.



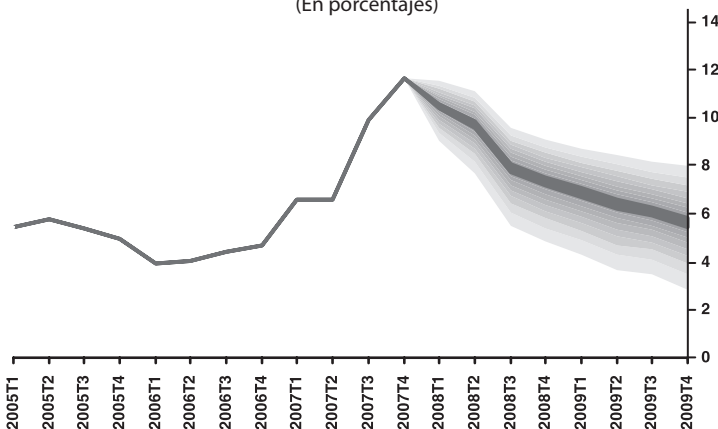
Por el lado de las *presiones de demanda*, el comportamiento del PIB, sugiere que continúa el robusto desempeño de la actividad. El consumo privado mantuvo un sólido ritmo de expansión durante el año por el mayor ingreso disponible, como resultado del favorable contexto externo, las transferencias del exterior (remesas), el incremento del salario mínimo nacional y el desempeño del mercado laboral en términos de mayores niveles de empleo.

Por su parte, los productos clasificados como transables experimentaron fuertes incrementos. El alza en el precio mundial de los alimentos y energéticos que explican el repunte en la inflación de nuestros socios comerciales, así como las apreciaciones de las monedas de estos países han influido significativamente en los precios de los productos transables. Este aspecto se ha traducido en una mayor *inflación importada*.

Un aspecto importante respecto al incremento de precios en 2007, responde en buena medida a las *expectativas* de la población sobre la evolución futura de la inflación. Como muestran las encuestas de expectativas, éstas se han incrementado a lo largo de 2007.

En lo que concierne al futuro próximo, el BCB se ha fijado como meta converger de manera gradual a la tasa de inflación de mediano plazo de 4%. La trayectoria estimada señala un descenso de la inflación a 8% en 2008 y a 6% en 2009. Esto será posible en la medida en que tengan efecto pleno las políticas monetaria y cambiaria, continúe la cautela en las finanzas públicas y se mitiguen los choques de oferta (Gráfico 7).

Gráfico 7  
PROYECCIONES DE INFLACIÓN, 2008 - 2009  
(En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia  
Elaboración: BCB-Asesoría de Política Económica

### 3.3 Evolución de las Finanzas Públicas

De acuerdo con los criterios de convergencia de la Comunidad Andina, se determinó que el déficit del SPNF de cada País Miembro no debe exceder el 3% del producto. Los resultados del SPNF cumplen ampliamente este criterio de convergencia. A diciembre de 2007, datos preliminares muestran un superávit fiscal de Bs1 813 millones, equivalente a 1,8% del PIB.

La información preliminar de la gestión 2007 (Cuadro 7) muestra incrementos importantes tanto de los ingresos como de los egresos del Sector Público Consolidado (SPC); el crecimiento de estos últimos al ser mayor que el de los ingresos determina una disminución del superávit con relación al año 2006.

Cuadro 7  
OPERACIONES DEL SPC 2006 – 2007 (p)  
(En millones de bolivianos y porcentajes)

|                                       | 2006   | 2007   | VARIACIONES<br>RELATIVA | ABSOLUTA |
|---------------------------------------|--------|--------|-------------------------|----------|
|                                       | Ejec.  | Ejec.  | %                       |          |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>               | 35.860 | 44.864 | 25,1                    | 9.004    |
| Ingresos Corrientes                   | 34.167 | 43.235 | 26,5                    | 9.067    |
| Ingresos Tributarios                  | 14.812 | 16.801 | 13,4                    | 1.989    |
| Renta Interna                         | 13.507 | 15.167 | 12,3                    | 1.661    |
| Renta Aduanera                        | 898    | 1.091  | 21,6                    | 194      |
| Regalías Mineras                      | 408    | 542    | 33,0                    | 134      |
| Impuestos S/Hidrocarburos             | 11.936 | 7.782  | -34,8                   | -4.154   |
| Venta de Hidrocarburos                | 3.957  | 13.235 | 234,5                   | 9.279    |
| Venta de otras empresas               | 264    | 1.804  | 582,3                   | 1.539    |
| Transferencias Corrientes             | 749    | 811    | 8,2                     | 62       |
| Otros Ingresos Corrientes             | 2.449  | 2.802  | 14,4                    | 353      |
| Ingresos de Capital                   | 1.692  | 1.629  | -3,7                    | -63      |
| <b>EGRESOS TOTALES</b>                | 31.758 | 43.051 | 35,6                    | 11.293   |
| Egresos Corrientes                    | 22.189 | 29.997 | 35,2                    | 7.808    |
| Servicios Personales                  | 8.715  | 9.984  | 14,6                    | 1.269    |
| Bienes y Servicios                    | 6.289  | 12.371 | 96,7                    | 6.083    |
| Intereses Deuda Externa               | 960    | 886    | -7,8                    | -75      |
| Intereses Deuda Interna               | 702    | 460    | -34,4                   | -242     |
| Transferencias Corrientes             | 5.042  | 5.412  | 7,3                     | 370      |
| Otros Egresos Corrientes              | 481    | 884    | 83,8                    | 403      |
| Egresos de Capital                    | 9.569  | 13.055 | 36,4                    | 3.485    |
| <b>SUPERAVIT ó DEFICIT CORRIENTES</b> | 11.978 | 13.238 | 10,5                    | 1.259    |
| <b>SUPERAVIT ó DEFICIT GLOBAL</b>     | 4.101  | 1.813  | -55,8                   | -2.289   |

(p) = preliminar

Fuente: Unidad de Programación Fiscal

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Para comparar las cifras respecto a 2006, la información presentada en el Cuadro 8 es ajustada excluyendo las nuevas actividades emprendidas por el Estado en Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) y en las empresas de Huanuni y de Vinto, las cuales al generar registros tanto en el ingreso como en el gasto aumentan el crecimiento de las finanzas del sector público. En las tareas de mayoreo, YPFB actúa como comprador de hidrocarburos a empresas petroleras y como vendedor a los consumidores. En Huanuni y Vinto, el Estado realiza la venta de minerales (concentrados y metálicos), afrontando los gastos derivados de la actividad minera. Realizado el ajuste, se observa que los crecimientos del ingreso y del gasto son sustancialmente menores a los señalados en el Cuadro 7. En el primer caso de 8,8% y en el segundo de 17,5% (Cuadro 8).

El aumento de los ingresos tributarios estuvo acorde con el crecimiento de la actividad económica. Por otra parte, por las nuevas actividades de YPFB, desde mayo de 2007, esta empresa recibe los ingresos por la venta de Gas Natural y Petróleo tanto al mercado interno y mercado externo, que se reflejan en la cuenta Venta de Hidrocarburos con un incremento del 234,5%, por esta razón YPFB realiza el pago de impuestos de IDH y Regalías a Prefecturas y TGN para su distribución, estas transacciones son netas en el SPC por esta razón en la cuenta Impuestos sobre Hidrocarburos se da una reducción del 34,6% cuando se compara con el periodo anterior en el que los impuestos venían de empresas privadas y no se neteaban dentro del SPC.

Los gastos totales en la gestión 2007 se incrementaron, producto principalmente de las operaciones de mayoreo de YPFB. Excluidas todas las nuevas actividades del Estado, el principal factor que explica el crecimiento del gasto es la inversión. El aumento del gasto de capital se asocia principalmente al mayor dinamismo de la inversión por parte de las prefecturas y municipios, así como la realizada por la Administradora Boliviana de Carreteras en caminos y la adquisición por parte de YPFB de las refinerías Gualberto Villarroel y Guillermo Elder (US\$112 millones).

Los incrementos de salarios en los sectores de salud y educación (7%) y el crecimiento de ítems asociado al aumento vegetativo de la población y, en menor medida, el ajuste en el salario mínimo nacional de Bs500 a Bs525 (5%), fueron los principales factores que aumentaron los gastos por servicios personales.

La disminución de los pagos por intereses de deuda externa se explica por la disminución del saldo de la deuda externa debido a la efectivización del alivio del BID y a la cancelación del saldo adeudado al FMI, y la reducción del pago de intereses por deuda interna se origina en el superávit cuasifiscal (que se incorpora como uno de los componentes de este gasto). Los pagos de intereses de deuda interna descontado el superávit cuasifiscal se incrementaron por el aumento del saldo de la deuda pública interna principalmente con las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP),<sup>13</sup> pese a la caída de tasas de los títulos públicos.

<sup>13</sup> El Tesoro General de la Nación realizó colocaciones directas a las AFP hasta el mes de agosto 2007, en el marco de la Ley de Pensiones.

Cuadro 8  
OPERACIONES AJUSTADAS DEL SPC 2006 – 2007 (p)  
(En millones de bolivianos y porcentajes)

|                             | 2006   |         |             | 2007   |         |             | Ejecución Ajustada |        |
|-----------------------------|--------|---------|-------------|--------|---------|-------------|--------------------|--------|
|                             | Ejec.  | Ajustes | Ejec. ajust | Ejec.  | Ajustes | Ejec. ajust | V. Rel %           | V. Abs |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>     | 35.860 | 2.720   | 33.140      | 44.864 | 8.811   | 36.053      | 8,8                | 2.913  |
| <b>INGRESOS CORRIENTES</b>  | 34.167 | 2.720   | 31.448      | 43.235 | 8.811   | 34.424      | 9,5                | 2.976  |
| INGRESOS TRIBUTARIOS        | 14.812 |         | 14.812      | 16.801 |         | 16.801      | 13,4               | 1.989  |
| IMPUESTOS S/HIDROCARBUROS   | 11.936 |         | 11.936      | 7.782  |         | 7.782       | -34,8              | -4.154 |
| OTROS INGRESOS CORRIENTES   | 7.419  | 2.720   | 4.700       | 18.652 | 8.811   | 9.841       | 109,4              | 5.141  |
| Mayoreo YPFB                | 3.957  | 2.720   | 1.237       |        | 7.280   |             |                    | -1.237 |
| Huanuni                     |        |         |             |        | 680     |             |                    |        |
| Vinto                       |        |         |             |        | 851     |             |                    |        |
| <b>INGRESOS DE CAPITAL</b>  | 1.692  |         | 1.692       | 1.629  |         | 1.629       | -3,7               | -63    |
| <b>EGRESOS TOTALES</b>      | 31.758 | 3.165   | 28.593      | 43.051 | 9.453   | 33.598      | 17,5               | 5.005  |
| <b>EGRESOS CORRIENTES</b>   | 22.189 | 3.165   | 19.024      | 29.997 | 9.453   | 20.544      | 8,0                | 1.520  |
| SERVICIOS PERSONALES        | 8.715  |         | 8.715       | 9.984  |         | 328         | 9,655              | 10,8   |
| Huanuni                     |        |         |             |        |         | 305         |                    |        |
| Vinto                       |        |         |             |        |         | 24          |                    |        |
| BIENES Y SERVICIOS          | 6.289  | 3.165   | 3.124       | 12.371 | 9.019   | 3.352       | 7,3                | 229    |
| Mayoreo YPFB                |        | 3.165   | -3.165      |        | 8.161   |             |                    |        |
| Huanuni                     |        |         |             |        | 99      |             |                    |        |
| Vinto                       |        |         |             |        | 759     |             |                    |        |
| TRANSFERENCIAS CORR Y OTROS | 5.042  |         | 5.042       | 5.412  |         | 5.412       | 7,3                | 370    |
| OTROS EGRESOS CORRIENTES    | 2.143  |         | 2.143       | 2.230  | 106     | 2.124       | -0,9               | -19    |
| Mayoreo YPFB                |        |         |             |        | 0       |             |                    |        |
| Huanuni                     |        |         |             |        | 55      |             |                    |        |
| Vinto                       |        |         |             |        | 51      |             |                    |        |
| <b>EGRESOS DE CAPITAL</b>   | 9.569  |         | 9.569       | 13.055 |         | 13.055      | 36,4               | 3.485  |

(p) = preliminar

Fuente: Unidad de Programación Fiscal

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica



# **COLOMBIA**



Informe de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas  
de Convergencia Macroeconómica

## 1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia

Desde el año 2002, el Gobierno Nacional emprendió una estrategia para promover la estabilidad económica y financiera, con el objetivo de lograr la recuperación y consolidación del crecimiento económico del país.

Lo anterior, se ha reflejado en tasas de crecimiento de la economía superiores al 6% y en general, en un contexto macroeconómico estable durante los últimos años. En el año 2006, la tasa de crecimiento anual fue de 6.8%, la más alta registrada desde el año 1978 (8.5%), y en el periodo acumulado enero–septiembre del 2007 el crecimiento del PIB fue de 7.3%, respecto al mismo periodo del año anterior.

Estos resultados positivos se sustentan en un importante desempeño de la demanda interna, lo cual no ha implicado desequilibrios macroeconómicos significativos. Sin embargo, se ha presentado un aumento en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual se mantiene en niveles sostenibles (desde principios de la década, el déficit en cuenta corriente ha estado por debajo de 2,1% del PIB). Este déficit se explica por una disminución en el balance comercial por un mayor flujo de importaciones, especialmente de bienes de capital, las cuales han estado relacionadas con el dinamismo de la inversión durante los últimos años. Adicionalmente, el déficit en cuenta corriente se ha financiado en gran proporción con inversión extranjera directa: una fuente más estable de recursos.

A pesar de un leve repunte en el 2007 ocasionado de manera especial por un choque de oferta, y de manera similar a lo ocurrido a nivel mundial, la inflación sigue registrando niveles favorables. En el año 2007 la inflación anual superó la meta que había fijado el Banco de la República y se ubicó en 5.69%. Desde mediados del 2006, el Banco Central ha reaccionado y la inflación proveniente de presiones de demanda muestra un comportamiento controlado.

El buen desempeño de la actividad real ha favorecido igualmente el fortalecimiento del sector financiero. La mayoría de indicadores de solidez del sistema (calidad de la cartera, nivel de cubrimiento y relación de solvencia) siguen registrando niveles altamente favorables. La cartera de créditos, que a finales del 2006 e inicios del 2007 había mostrado un acelerado crecimiento, viene registrando un menor dinamismo; lo cual es coherente con las medidas de política monetaria.

Asimismo, el programa económico del Gobierno en los últimos años ha tomado una serie de medidas correctivas buscando fortalecer las finanzas públicas. Los resultados obtenidos han sido positivos; el déficit del Sector Público Consolidado (SPC) bajó de 3.6% del PIB en 2002 a 1.3% del PIB en el 2004, cerrándose en 2005 por primera vez en 11 años en equilibrio fiscal (0% del PIB). Durante el año 2006, el Sector Público Consolidado (SPC) arrojó un déficit

de 0,8% del PIB, producto de un mejor resultado fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) y del Banco de la República, a pesar de un leve deterioro en el sector descentralizado.

Por su parte, el resultado fiscal del SPC acumulado a tercer trimestre del 2007 fue de 0,2% del PIB, inferior en 0,7% del PIB al observado en el mismo periodo del año anterior producto del deterioro del sector descentralizado. Cabe resaltar que a pesar de este menor superávit, el balance del GNC mejoró significativamente frente al observado entre enero y septiembre del año 2006, pasando de -2,6% del PIB a -1,7% del PIB.

En este sentido, es importante tener en cuenta que dicho esfuerzo fiscal ha permitido consolidar la tendencia decreciente del endeudamiento de Colombia. La deuda neta de activos financieros del Sector Público pasó de 47,9% del PIB en el año 2002 a 30,9% del PIB en el 2006.

De esta manera, se pretende lograr resultados superiores a los establecidos por la Comunidad Andina, para garantizar la sostenibilidad fiscal y el crecimiento económico en el largo plazo. Las reformas aprobadas en el año 2007 están en línea con estos propósitos de mediano y largo plazo. Entre las principales iniciativas aprobadas están el Plan Nacional de Desarrollo, el Acto Legislativo relacionado con la reforma a las transferencias y la Reforma al Régimen de Zonas Francas, entre otras, las cuales se detallan a continuación:

**A. Plan Nacional de Desarrollo “Estado Comunitario: Desarrollo para Todos”:** El

Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010 tiene como orientación básica consolidar y continuar las directrices del plan 2002-2006 de seguridad, confianza, desarrollo económico y equidad social pero con particular énfasis y prioridad en dos objetivos fundamentales; mantener el crecimiento económico alcanzado recientemente y complementarlo con una noción más amplia de desarrollo. En esta noción más amplia se tiene en cuenta que el crecimiento económico se debe articular con sólidas políticas sociales y económicas en las cuales obren como criterios relevantes y decisivos la equidad, la reducción de la pobreza, la sostenibilidad ambiental y la descentralización.

**B. Reforma a las Transferencias:** La propuesta del Gobierno tuvo como objetivo alcanzar

coberturas universales en servicios sociales básicos como salud y educación, así como avanzar significativamente en el incremento de coberturas en los servicios públicos domiciliarios de agua potable y saneamiento básico, al mismo tiempo que se protegen principios básicos de estabilidad fiscal y, por tanto, macroeconómica. Esta es el garante último de que, en el mediano y largo plazo, las coberturas universales sean sostenibles y reduzcan la pobreza de los sectores más vulnerables de la población colombiana. Mediante el acto legislativo se aprobó una regla de crecimiento real de las transferencias de la Nación a los territorios que permite cumplir los objetivos previamente mencionados de cobertura y sostenibilidad fiscal en el mediano y largo plazo.



**C. Reforma al Régimen de Zonas Francas:** Esta reforma busca atraer inversión extranjera, promocionar la actividad comercial, industrial, turística y tecnológica y la reconversión de los sectores productivos, a través de la aplicación de instrumentos como la reducción del impuesto de renta (que en el año 2008 será de 33% y las empresas sometidas al régimen de zonas francas tributarán sobre el 15%). Esta reforma busca otorgar beneficios que atraen capital extranjero y empresas, permitiendo alcanzar mayores niveles de competitividad, disminución en la tasa de desempleo y crecimiento de la economía.

Las leyes aprobadas garantizan una disminución en los riesgos fiscales a los que se puede ver enfrentado el país y, por otro lado, transparencia en los mercados. De esta manera, se ha logrado generar un ambiente propicio para la inversión tanto nacional como extranjera que garantice el crecimiento de la economía colombiana.

## 2. Evaluación Económica en el año 2007

### 2.1 Sector Real

El crecimiento económico mantiene la tendencia creciente observada durante los últimos años, 4,7% en 2005, 6,8% en 2006, y 7,3% en el período enero-septiembre del 2007, con respecto al mismo período del año anterior.

Este crecimiento se ha sustentado en el incremento de la demanda interna, gracias al comportamiento de la inversión y del consumo privado. La tasa de inversión ronda sus máximos históricos y el consumo de los hogares presenta crecimientos acorde con el mayor dinamismo del PIB. Ello ha favorecido la mayor demanda de importaciones, especialmente de bienes de capital y materias primas.

Por otra parte, el crecimiento favorable de nuestros principales socios comerciales permitió el incremento de las exportaciones en el transcurso del año 2007, tanto de productos no tradicionales, como es el caso de las exportaciones industriales, como de productos tradicionales, que continúan registrando tasas de crecimiento positivas debido al contexto externo favorable y a los altos precios de los principales commodities (carbón, petróleo y café) en el mercado internacional.

A su vez, los principales sectores que han contribuido al crecimiento del PIB en lo corrido del 2007 son industria, comercio, servicios financieros e inmobiliarios y transporte. Algunos indicadores sectoriales, como la producción industrial, las ventas de comercio minorista y los índices de confianza de la industria y del comercio sugieren que este comportamiento se mantuvo en los últimos meses del 2007, e igualmente permiten prever unas perspectivas favorables para el año 2008. Sin embargo, se aprecia una moderación en las tasas de crecimiento de diversos sectores, lo cual es consistente con la política monetaria adoptada

desde inicios del año 2006 que ha buscado evitar incrementos desbordados de la demanda y llevar la economía hacia tasas de crecimiento sostenibles, aunque todavía favorables frente a los registros históricos.

Adicionalmente, el alto crecimiento económico ha favorecido las mejores condiciones del mercado laboral, lo cual se puede confirmar con el crecimiento de los ocupados en los sectores de industria y comercio. Tal como se ha observado durante los últimos años, los indicadores de calidad del empleo continúan mejorando.

### 2.1.1 Oferta

El desempeño de los sectores no transables durante el período enero-septiembre de 2007 se vio favorecido por el buen comportamiento de la demanda interna, lo que se refleja en el crecimiento de sectores como construcción, transporte y comunicaciones y comercio, que registraron tasas de crecimiento de 12,2%, 11,4% y 11,0%, respectivamente (Cuadro 1).

Por otra parte, en el sector transable, la actividad industrial contribuyó de manera destacada al aumento de la actividad productiva, al registrar un incremento de 6.9% anual en los nueve primeros meses del año 2007, frente a un crecimiento de 7,5% del sector no transable (Cuadro 2).

En efecto, el crecimiento anual del sector industrial fue de 11,9% en el período enero-septiembre del 2007. Este comportamiento estuvo explicado por un buen desempeño de los sectores relacionados con la producción de bienes de construcción, bienes de capital y bienes de consumo, principalmente.

Cuadro 1  
 CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA  
 (Enero - Septiembre 2007 / Enero - Septiembre 2006)

| RAMAS DE ACTIVIDAD  | Crecimiento | Participación | Contribución (1) |
|---|-------------|---------------|------------------|
| AGROPECUARIO, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA                                | 2,4%        | 12,5%         | 0,3              |
| EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS   | 2,5%        | 4,4%          | 0,1              |
| ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA  | 2,5%        | 2,9%          | 0,1              |
| INDUSTRIA MANUFACTURERA   | 11,9%       | 15,2%         | 1,8              |
| CONSTRUCCION  | 12,2%       | 6,1%          | 0,7              |
| COMERCIO, REPARACION, RESTAURANTES Y HOTELES                            | 11,0%       | 11,8%         | 1,30             |
| TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACION                               | 11,4%       | 8,4%          | 1,0              |
| ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS Y SERV. INMOBILIARIOS                      | 7,8%        | 16,7%         | 1,31             |
| SERV. SOCIALES, COMUNALES Y PERSONALES                                  | 2,5%        | 18,1%         | 0,4              |
| <i>(Menos) Servicios financieros medidos indirectamente</i>             | 23,4%       | 3,8%          | 0,9              |
| SUBTOTAL VALOR AGREGADO   | 6,7%        | 92,3%         | 6,2              |
| <i>Impuestos menos subvenciones sobre la producción e importaciones</i> | 15,5%       | 7,7%          | 1,2              |
| <b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>   | <b>7,3%</b> | <b>100%</b>   | <b>7,3</b>       |

(1) Puntos porcentuales

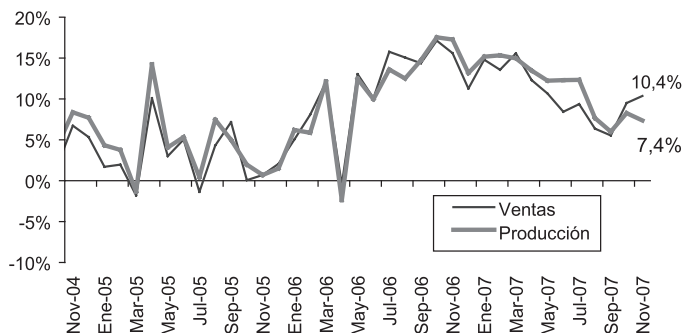
Cuadro 2  
 CRECIMIENTO DEL PIB SECTORES TRANSABLES Y NO TRANSABLES  
 (Enero - Septiembre 2007 / Enero - Septiembre 2006)

| SECTOR   | Crecimiento | Participación | Contribución (1) |
|--|-------------|---------------|------------------|
| TRANSABLE  | 6.9%        | 32.1%         | 2.2              |
| NO TRANSABLE   | 7.5%        | 64.0%         | 4.8              |
| (menos) Servicios financieros medidos indirectamente             | 23.4%       | 3.8%          | 0.9              |
| SUBTOTAL VALOR AGREGADO  | 6.7%        | 92.3%         | 6.2              |
| Impuestos menos subvenciones sobre la producción e importaciones | 15.5%       | 7.7%          | 1.2              |
| <b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>                                    | <b>7.3%</b> | <b>100%</b>   | <b>7.3</b>       |

Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público  
 (1) Puntos porcentuales

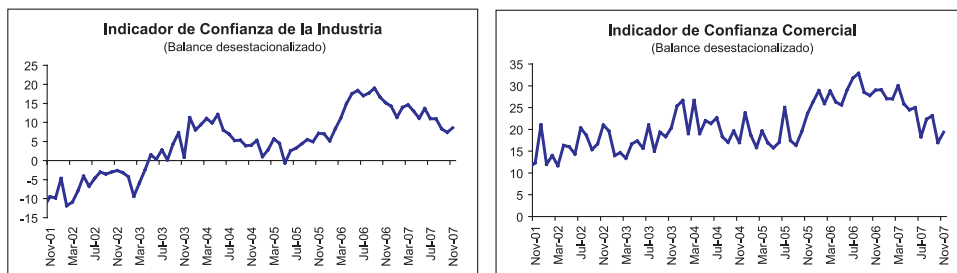
En general los principales indicadores de actividad económica continuaron presentando un comportamiento favorable durante el cuarto trimestre del año 2007. Este es el caso de la producción y las ventas industriales (Gráfico 1). Asimismo, los indicadores de confianza de la industria y el comercio permanecen en niveles altos (Gráfico 2).

Gráfico 1  
 PRODUCCIÓN Y VENTAS DE LA INDUSTRIA SIN TRILLA  
 (Variación anual en el acumulado año corrido)



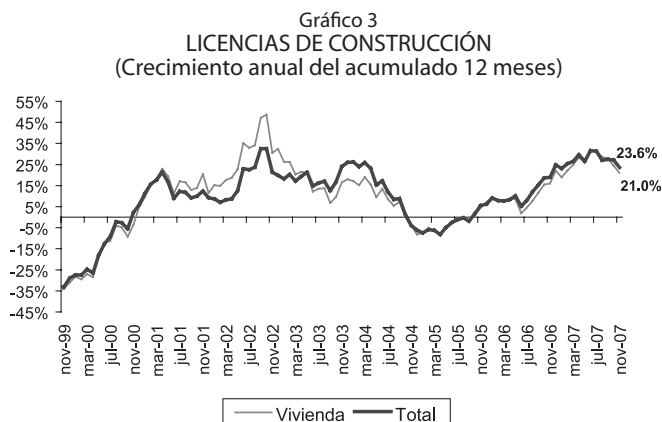
Fuente: DANE.

Gráfico 2



Fuente: Fedesarrollo

Por su parte, el área licenciada para la construcción registró un aumento de 23,6% en el acumulado anual a noviembre del 2007, lo que sustenta el buen comportamiento de esta actividad (Gráfico 3).



Fuente: DANE.

## 2.1.2 Demanda

En el transcurso del año 2007, la demanda interna continuó siendo el principal motor del crecimiento de la economía. En efecto, tanto la inversión total como el consumo privado contribuyeron favorablemente en este resultado, al registrar un incremento anual durante el período enero-septiembre del 2007 de 22,0% y 7,4%, respectivamente (Cuadro 3).

La mejora de la situación económica de los hogares se ha reflejado en un buen desempeño del consumo privado. Por su parte, el mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital ha estado relacionado con el buen dinamismo de la inversión.

Cuadro 3  
CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES DE DEMANDA  
(Enero-Septiembre 2007 / Enero-Septiembre 2006)

| Concepto                                       | Crecimiento | Participación | Contribución<br>(puntos porcentuales) |
|--|-------------|---------------|---------------------------------------|
| Consumo final                                  | 6,2%        | 82,1%         | 5,1                                   |
| Hogares  | 7,4%        | 63,0%         | 4,6                                   |
| Gobierno                                       | 2,3%        | 19,0%         | 0,4                                   |
| Formación bruta de capital                     | 22,0%       | 24,2%         | 5,3                                   |
| Formación Bruta de capital Fijo                | 17,8%       | 21,6%         | 3,9                                   |
| Variación de existencias                       | 57,2%       | 2,6%          | 1,5                                   |
| Demanda interna                                | 9,8%        | 106,2%        | 10,4                                  |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 8,6%        | 103,7%        | 8,9                                   |
| Exportaciones totales                          | 6,4%        | 19,8%         | 1,3                                   |
| (menos) Importaciones totales                  | 16,6%       | 26,0%         | 4,3                                   |
| <b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>                  | <b>7,3%</b> | <b>100,0%</b> | <b>7,3</b>                            |

Fuente: DANE.

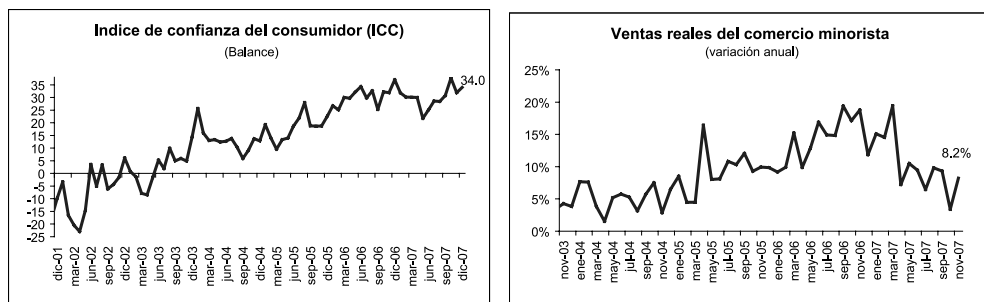
Por su parte, las exportaciones totales presentaron un crecimiento de 6,4%, en términos reales entre enero y septiembre del 2007. El buen comportamiento de la demanda externa ha permitido un crecimiento positivo de las exportaciones no tradicionales en dólares, que aumentaron 23,9% entre enero y noviembre del 2007, frente al mismo periodo del año anterior.

El aumento de la demanda interna ha impulsado el crecimiento de las importaciones, las cuales continúan registrando incrementos importantes. Entre enero y septiembre del 2007, estas últimas mostraron un crecimiento anual de 16,6%, en términos reales, que a su vez se sustenta en un aumento de las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios tales como: maquinaria y suministro eléctrico (26,3%), equipo de transporte (34,0%), productos químicos (8,9%), y productos de vidrio (19,2%).

Distintos factores sugieren que el buen comportamiento de la demanda interna observado durante los últimos años se mantendrá, aunque probablemente a ritmos más moderados y sostenibles. Por ahora, el buen nivel de la confianza de los consumidores y el crecimiento en las ventas del comercio al por menor confirman que el consumo privado mantiene un favorable dinamismo (Gráfico 4).

Adicionalmente, el incremento en las importaciones de bienes de capital y las mejores condiciones para la inversión permiten ser optimistas sobre el desempeño de la inversión en lo que resta del 2007, e igualmente para el próximo año (Gráfico 5). Al igual en el caso del consumo, se prevén tasas de crecimiento de la inversión menores aunque todavía favorables, principalmente en respuesta a la política monetaria, que desde inicios del 2006 ha buscado evitar crecimientos desbordados de la demanda que puedan incidir negativamente sobre la inflación.

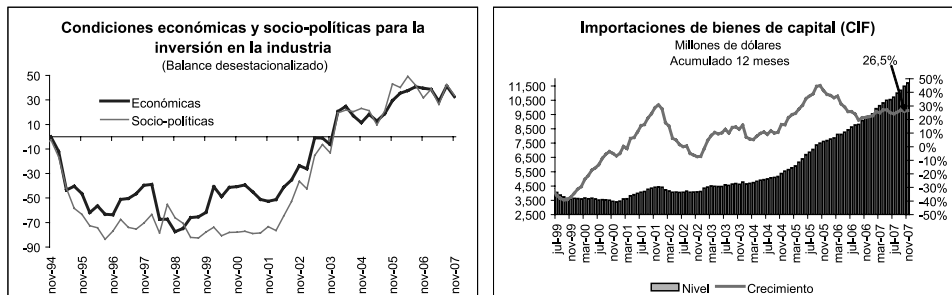
Gráfico 4



Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor - Fedesarrollo.

Fuente: DANE.

Gráfico 5

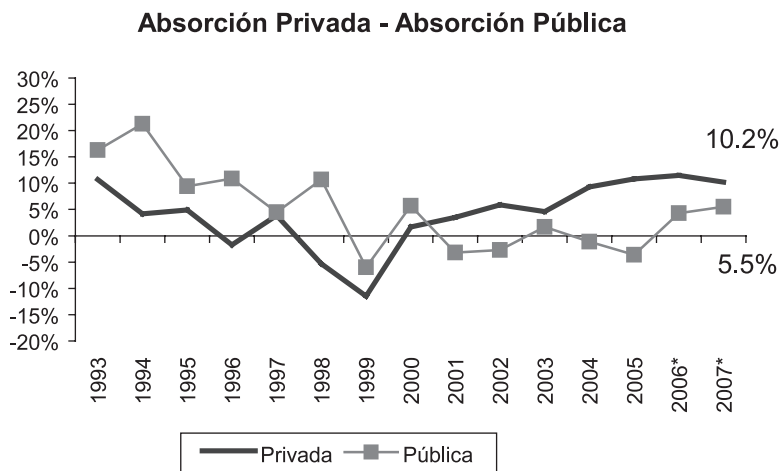


Fuente: Fedesarrollo.

Fuente: DANE - DIAN.

Es importante resaltar que en los últimos años el crecimiento de la economía ha estado fuertemente influenciado por la dinámica del sector privado, en especial por la inversión. Se proyecta para el año 2007 un crecimiento de 10,2% real en la absorción privada frente a un 5,5% real de la absorción del sector público (Gráfico 6).

Gráfico 6



Fuente: DANE. Estimaciones > Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

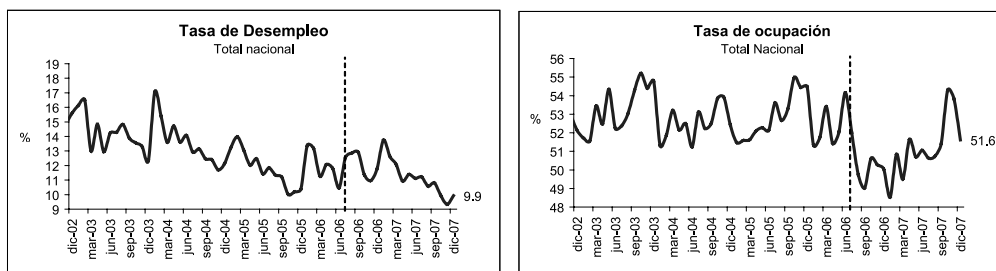
\* Proyección.

## 2.2 Empleo

Al cumplirse un año de los cambios metodológicos incorporados en la Encuesta Continua de Hogares del DANE, los datos volvieron a ser comparables desde el mes de agosto del 2007. Las últimas observaciones muestran mejoras en los principales indicadores del mercado laboral (Gráficos 7 y 8).

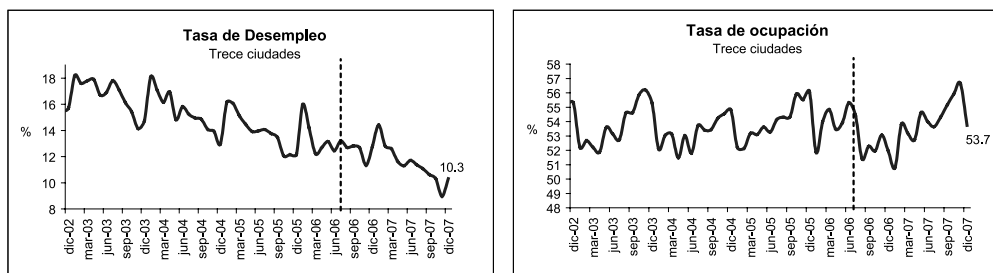
En el cuarto trimestre del 2007 la ocupación registró un aumento cercano al 7,9% a nivel nacional, con respecto al mismo período del año anterior. Por su parte, en las 13 principales ciudades, el crecimiento de los ocupados fue de 9,5%, para el mismo período. La tasa global de participación aumentó tanto a nivel nacional como en las principales trece ciudades, al pasar de 56,5% en el cuarto trimestre del 2006 a 59,0% en el mismo periodo del año 2007 y de 52,3% a 55,4% en el caso de las trece principales ciudades. Este resultado se reflejó de igual forma en una disminución de la tasa de desempleo, que pasó de 11,4% en el cuarto trimestre del 2006 a 9,8% en el mismo periodo del 2007, a nivel nacional, y en las principales trece ciudades de 12,30% a 9,9%, en igual período.

Gráfico 7  
**TASA DE DESEMPLEO Y TASA DE OCUPACIÓN - TOTAL NACIONAL**  
 Encuesta Continua de Hogares – Información mensual



Fuente: DANE - ECH

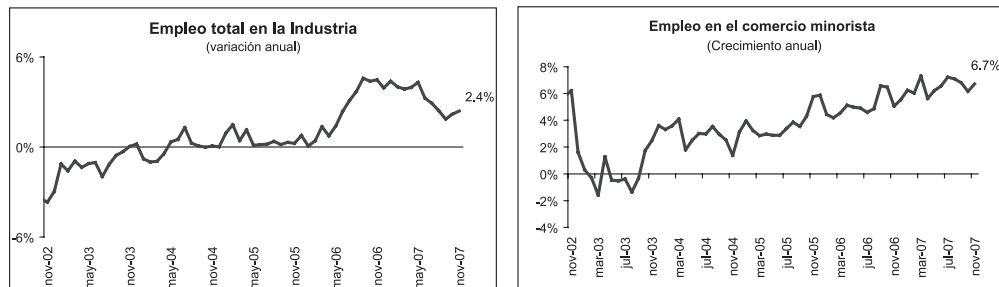
Gráfico 8  
**TASA DE DESEMPLEO Y TASA DE OCUPACIÓN - TRECE CIUDADES**  
 Encuesta Continua de Hogares – Información mensual



Fuente: DANE - ECH

Adicionalmente, la generación de empleo ha sido dinámica en los sectores que han presentado una mayor contribución al crecimiento económico. Por ejemplo, el empleo en el comercio minorista registró un crecimiento en noviembre del 2007 cercano al 7%, y el de la industria, de igual forma, registró un comportamiento favorable en este mismo periodo (2,4%) (Gráfico 9).

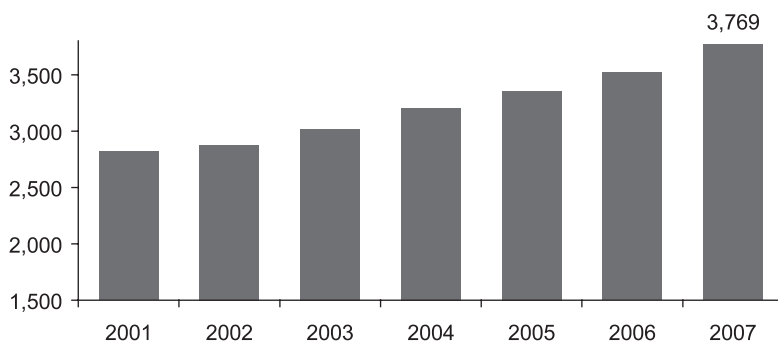
Gráfico 9



Fuente: DANE

Durante los últimos años se han registrado mejoras en la calidad del empleo. De hecho, algunos indicadores relacionados con este tema, como es el caso de la formalización, muestran una tendencia creciente. Entre los años 2002 y 2007 se crearon 892 mil empleos formales (Gráfico 10).

Gráfico 10  
EMPLEOS FORMALS - TRECE CIUDADES  
Miles de personas



Fuente: DANE  
Información al mes de diciembre de cada año

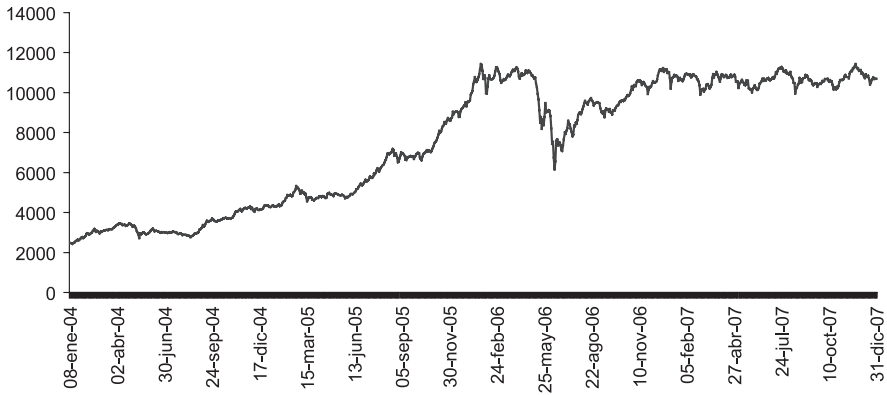
## 2.3 Precio de los Activos

Durante el año 2007, el Índice General de la Bolsa de Valores (IGBC) presentó un comportamiento negativo al desvalorizarse en 4,18% en términos anuales. Esta tendencia contrasta con el buen desempeño del año 2006, cuando las acciones que conforman el índice incrementaron su rentabilidad en 17,32% (Gráfico 11). El cambio de tendencia en el mercado accionario fue producto de la inestabilidad de los mercados financieros



internacionales y de las presiones inflacionarias que se presentaron tanto en Colombia como en las principales economías de la región. Sin embargo, es preciso destacar que a pesar de la desvalorización de las acciones en el 2007, el IGBC se encuentra todavía en niveles favorables, superiores a los observados antes del 2005. Ello es consistente con el buen desempeño y resultados de las empresas en los últimos años.

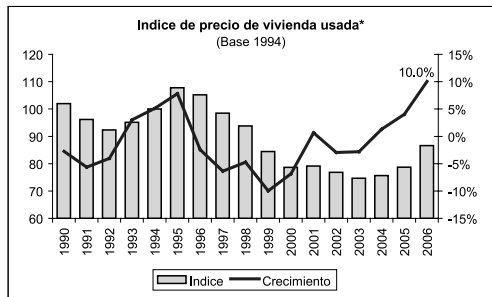
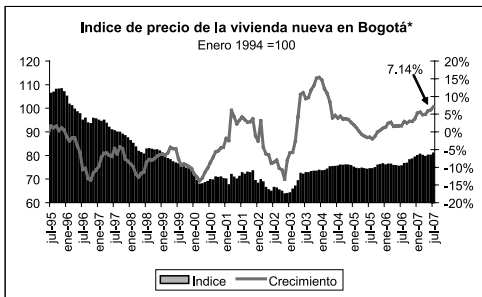
Gráfico 11  
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Por su parte, en el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda ha registrado importantes valorizaciones en los últimos años, tanto para la vivienda nueva como para la vivienda usada (Gráfico 12).

Gráfico 12  
ÍNDICE DE PRECIO DE VIVIENDA



Fuente: DNP y DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Fuente: Banco de la República, con información del ICAV.  
\* Índice de precios relativo de vivienda usada en el IPC total

\* Índice de precios relativo de vivienda nueva con el IPC total

## 2.4 Sector Externo

### 2.4.1 Balanza de Pagos

Al tercer trimestre del año 2007, los resultados globales de la balanza de pagos del país registraron un déficit acumulado de US\$ 4 297 millones (3,42% del PIB), financiado con un superávit de la cuenta de capitales de US\$ 8 972 millones (7,14% del PIB). En este periodo, se generó una acumulación de reservas internacionales brutas de US\$ 4 570 millones (2,67% del PIB), generando un saldo de reservas internacionales brutas a septiembre del 2007 de US\$ 20 554 millones.

#### 2.4.1.1 Cuenta Corriente

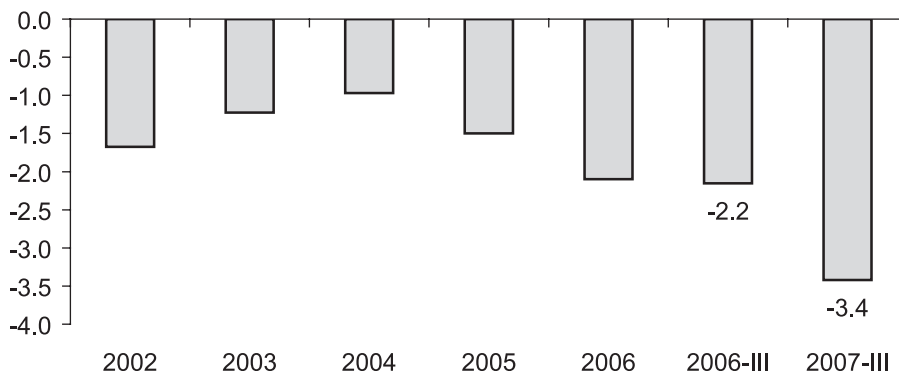
El déficit en cuenta corriente al tercer trimestre del 2007 fue de 3,4% del PIB (US\$4 297 millones) (Gráfico 13). Esta cifra se explica por un déficit en la balanza comercial de bienes<sup>1</sup> por 0,7% del PIB (US\$912 millones), un déficit en la balanza comercial de servicios no factoriales por 1,4% del PIB (US\$1 786 millones), egresos netos por renta de factores de 4,3% del PIB (US\$5 340 millones) e ingresos netos por transferencias de 3,0% del PIB (US\$3 740 millones). El déficit en cuenta corriente muestra una ampliación con respecto al observado el mismo período del año 2006 en 1,3 puntos del PIB (US\$ 2 149 millones). Sin embargo, es menor al que registró Colombia a finales de los años 90, cuando la economía atravesaba también por un periodo de auge económico.

La balanza comercial de bienes a septiembre del 2007 fue deficitaria en US\$ 912 millones, resultado de US\$ 21 604 millones por exportaciones y US\$ 22 517 por importaciones. Este déficit contrasta con el superávit obtenido durante el mismo período del 2006 de US\$ 424 millones. La diferencia, de US\$ 1 337 millones, se explica por el mayor ritmo de crecimiento de las importaciones, de 25,25%, frente al de las exportaciones, de 17,41%. El incremento del valor importado se concentró en las mayores compras de bienes de capital por US\$ 1 694 millones (equivalente a un crecimiento de 26,9%) y de bienes intermedios, aumentando US\$1 688 millones (igual a un aumento de 21,9%). Estas cifras sugieren que el déficit en cuenta corriente, explicado parcialmente por un aumento significativo de las importaciones de bienes de capital, ha permitido sustentar el fuerte proceso de inversión de los últimos años.

Por su parte, la dinámica exportadora fue influenciada básicamente por el aumento de las ventas externas de ferróníquel del orden de US\$ 568 millones (correspondiente a una ampliación de 82,6%), de carbón por US\$ 621 millones (un incremento de 30,4%), y del sector no tradicional por US\$ 1 766 millones (que representa un crecimiento de 20,0%). La dinámica exportadora fue favorecida por el buen comportamiento en los términos de intercambio y la mayor demanda de nuestros productos por parte de la economía venezolana.

<sup>1</sup>No considera operaciones especiales de comercio.

Gráfico 13  
 CUENTA CORRIENTE  
 (% del PIB)



Fuente: Banco de la República

#### 2.4.1.2 Cuenta de Capital y Financiera

Por su parte, la cuenta de capitales fue equivalente a 7,1% del PIB, resultado del ingreso de US\$8 972 millones a la economía colombiana durante los meses de enero a septiembre del 2007. Este superávit fue mayor al obtenido en el mismo período del 2006, cuando llegó a 1,4% (US\$1 423 millones). Los flujos de financiamiento de largo plazo alcanzaron un valor de US\$7 169 millones, los cuales representaron 5,7% del PIB y fueron superiores a los registrados en el 2006 en 4,6% del PIB. El sector público obtuvo un endeudamiento externo neto de US\$1 540 millones entre enero y septiembre del 2007, mayor al registrado en el mismo período del 2006 de -US\$1 452 millones.

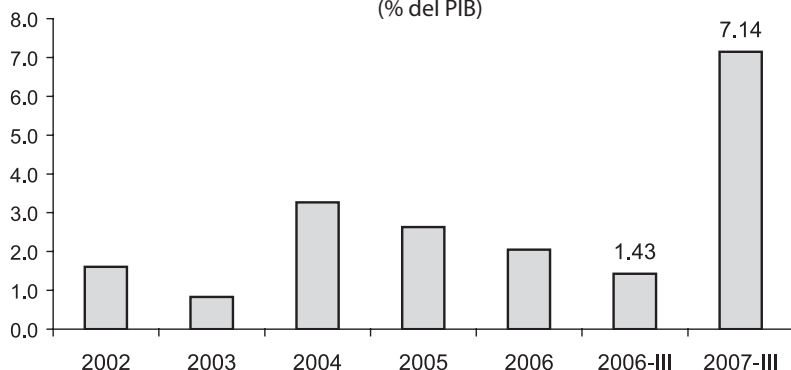
El comportamiento de los flujos de financiamiento de largo plazo se explica fundamentalmente por el notable desempeño de la inversión extranjera directa. El flujo de inversión extranjera directa que ingreso al país fue de US\$6 527 millones (5,20% del PIB) entre enero y septiembre del 2007. Durante el año 2007 se registraron operaciones como la venta de empresas a inversionistas extranjeros como Acerías Paz del Río, Promigas, TV Cable, Cable Centro, El Tiempo, entre otras. Asimismo, los sectores minero y de petróleo presentaron ingresos significativos de inversión extranjera.

Entretanto, la inversión de colombianos en el exterior alcanzó US\$43 millones (0,03% del PIB) en el mismo período. De esta manera, la inversión extranjera directa neta representó un 5,16% del PIB. Esta cifra es mayor en 152 puntos porcentuales con respecto al período de enero a septiembre del 2006, cuando la inversión extranjera directa neta se ubicó en 3,64% del PIB.

De esta manera, si bien se observa una ampliación del déficit en cuenta corriente, éste muestra características diferentes a las evidenciadas en otros periodos de auge económico. En primer lugar, el déficit en cuenta corriente ha sustentado el proceso de inversión registrado en los

últimos años. En segundo lugar, y también a diferencia de otros periodos de ampliación del déficit en cuenta corriente, la principal fuente de financiamiento es la inversión extranjera directa, la cual resulta más estable que otras formas de financiamiento como el endeudamiento o la inversión extranjera de portafolio.

Gráfico 14  
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA  
(% del PIB)

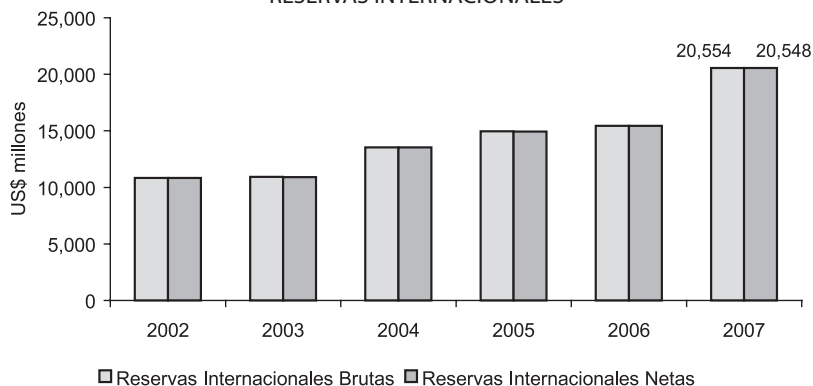


Fuente: Banco de la República

### 2.4.1.3 Reservas Internacionales

Entre enero y septiembre del año 2007 se acumularon reservas internacionales brutas por US\$4 570 millones, lo que ocasionó que el saldo de reservas internacionales brutas al final de dicho período llegara a US\$20 554 millones. Este saldo es equivalente a 8,4 meses de importaciones de bienes y 7,0 meses de importaciones de bienes y servicios<sup>2</sup> (Gráfico 15).

Gráfico 15  
RESERVAS INTERNACIONALES



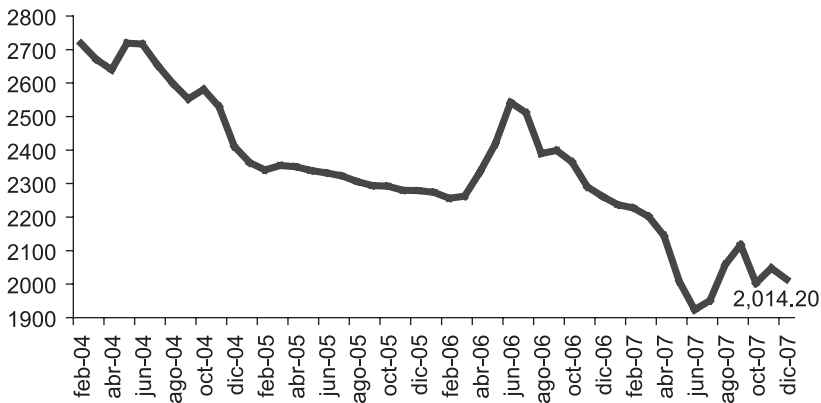
Fuente: Banco de la República

<sup>2</sup> El cálculo se realizó teniendo en cuenta la importación de bienes y de bienes y servicios correspondientes al período de octubre del 2006 a septiembre del 2007.

#### 2.4.1.4 Tasa de Cambio Nominal

A lo largo del año 2007 la tasa de cambio mantuvo una tendencia revaluacionista y fue mayor que la observada en el 2006. La revaluación fin de período en el 2007 fue de 10,02% frente a 2,03% del año anterior (ver gráfico 16).

Gráfico 16  
 TASA DE CAMBIO PROMEDIO MENSUAL  
 (pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República

Durante el año 2007, el Banco de la República intervino activamente el mercado cambiario con el fin de contrarrestar la alta volatilidad que mostró el tipo de cambio. En el año, el Banco de la República efectuó compras netas de reservas internacionales por US\$4 713 millones, de las cuales \$554,5 millones se realizaron a través de opciones put (compra de divisas), US\$4 527,4 millones a través de compras discrecionales y US\$368,9 millones a través de opciones call (venta de divisas).

También con el ánimo de proteger a la tasa de cambio del vaivén de los flujos de capital de corto plazo, desde mayo, y con carácter transitorio, se impuso un depósito de seis meses al endeudamiento externo (por parte de la JDBR) y a las inversiones de portafolio (por parte del Gobierno), equivalente al 40% del valor del desembolso, en el primer caso, y al aumento de las inversiones, en el segundo. Adicionalmente, a las operaciones de derivados de los intermediarios del sistema financiero se les implantó un límite de apalancamiento de 500% de su patrimonio técnico.

A finales del 2007, el Gobierno y el Banco de la República, flexibilizaron parcialmente las condiciones del depósito. Se permitió que fuese pagado en pesos colombianos o en dólares de Estados Unidos. En segundo lugar, se hizo menos onerosa la redención anticipada del depósito. Por último, se levantó el depósito sobre la inversión de portafolio en emisiones primarias.

## 2.5 Sector Financiero y Monetario

### 2.5.1 Sistema Financiero

En el año 2007, el sistema financiero colombiano continuó arrojando resultados positivos, favorecido por la demanda interna, el crecimiento de la economía nacional y las favorables condiciones macroeconómicas, entre otros factores. Asimismo, todos los indicadores de solidez del sistema continuaron reflejando un comportamiento adecuado a lo largo del año.

Al igual que en el año 2006, durante el 2007 los mercados financieros a nivel global se caracterizaron por presentar períodos de alta volatilidad, a los cuales no fueron ajenos los mercados locales. Sin embargo, la solidez que continúan mostrando las entidades crediticias y las favorables condiciones de los fundamentales del país, permitieron que el sistema no se afectara fuertemente.

El sistema financiero registró al cierre del 2007 utilidades por \$4 011 mm, un crecimiento de 24,9% en la cartera de créditos y un margen de solvencia de 13,5%, que continúa manteniéndose por encima del mínimo requerido.

Cuadro 4  
PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO

|                            |                                       | <i>dic-05</i> | <i>dic-06</i> | <i>dic-07</i> |
|----------------------------|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Utilidades</b>          | <i>mm - Acumulado<br/>año corrido</i> | 3390          | 3569          | 4011          |
| <b>Cartera Bruta Total</b> | <i>Crecimiento Anual</i>              | 15.5%         | 32.1%         | 24.9%         |
| <b>Calidad de Cartera</b>  | <i>%</i>                              | 2.7%          | 2.6%          | 3.3%          |
| <b>Solvencia</b>           | <i>%</i>                              | 13.5%         | 12.8%         | 13.5%         |

Fuente: Superintendencia Financiera, Cálculos DGPM.

#### 2.5.1.1 Utilidades

Los establecimientos de crédito registraron un crecimiento de 12,4% en sus utilidades acumuladas, que se ubicaron al finalizar el año 2007 en \$4 011 mm.

La banca privada nacional, que en el año 2006 había registrado el mayor crecimiento en sus utilidades, fue desplazada en el 2007 por la banca privada extranjera, que con utilidades por \$492 mm al mes de diciembre, logró un crecimiento de 27,9% anual en su resultado final (Cuadro 5).

El favorable comportamiento de las utilidades también se refleja en los principales indicadores de rentabilidad. El ROA y el ROE de los establecimientos de crédito se ubicaba en el mes de noviembre de 2007 en 2,33% y 21,16%, respectivamente. Igualmente, los activos del sistema crecen de manera importante y al mes de noviembre reportaron un crecimiento anual de 18%.

Cuadro 5  
 UTILIDADES ACUMULADAS

|          | Sector Privado Nacional | Sector Privado Extranjero | Cooperativo | Total Público 1 Piso | TOTAL SIN 2 Piso CON OCGS | TOTAL SIN 2 Piso CON COOP |
|----------|-------------------------|---------------------------|-------------|----------------------|---------------------------|---------------------------|
| dic-2004 | 2,029.8                 | 360.3                     | 17.4        | 490.7                | 2,880.1                   | 2,898.3                   |
| dic-2005 | 2,607.0                 | 349.9                     | 18.5        | 414.3                | 3,370.0                   | 3,389.7                   |
| dic-2006 | 2,747.6                 | 384.8                     | 21.8        | 415.3                | 3,549.7                   | 3,569.4                   |
| nov-2007 | 2,925.7                 | 455.1                     | 18.6        | 248.9                | 3,630.1                   | 3,648.3                   |
| dic-2007 | 3,218.2                 | 492.1                     | 23.1        | 277.8                | 3,989.4                   | 4,011.2                   |

Miles de millones

Fuente: Superintendencia Financiera,.

### 2.5.1.2 Cartera

En el año 2007 el crecimiento de la cartera del sistema se mantuvo en buenos niveles (superiores al 20%), impulsada por elevados niveles de la demanda interna y el buen desempeño de la economía. Sin embargo, como respuesta a la política monetaria implementada por la autoridad monetaria, se empezó a observar desde el segundo trimestre del año una desaceleración en el crecimiento de los diferentes tipos de carteras.

La cartera bruta total que al cierre del 2006 presentó una variación anual de 32,1%, registró su punto máximo de crecimiento en el mes de marzo del 2007 con una variación anual de 34,4%. Al cierre de dicho año la variación anual de la cartera fue de 24,86%, ritmo similar al observado a mediados del 2006.

Por tipo de crédito, la cartera que más crece es la de consumo. En el 2007 se incrementó a una tasa anual del 32,4%, tasa que si bien es elevada muestra una importante reducción frente a la observada en diciembre del 2006 (49,4%). Le sigue la cartera comercial, que en igual periodo creció 22,7% (28,4% en el 2006). El microcrédito ha venido desacelerándose de manera más pronunciada; cerró el 2007 con una variación anual de 17,2% (33,7% en el 2006) (su nivel histórico más bajo). El crecimiento de la cartera hipotecaria se mantuvo a lo largo del año y se estabilizó en crecimientos anuales de alrededor del 15%, alcanzando a finales del 2007 una variación anual de 16,3%.

Los indicadores de calidad (cartera vencida / cartera bruta) y cubrimiento (provisiones / cartera vencida) de la cartera total se ubicaron a diciembre del 2007 en 3,3% y 132,6% respectivamente, mostrando un leve deterioro respecto a los niveles observados en diciembre del 2006 (2,6% y 153,6% respectivamente). De todas maneras, estos niveles de los indicadores son claramente más favorables que los observados en los años 90, el anterior periodo de expansión crediticia de ese periodo.

Cuadro 6  
CARTERA BRUTA POR TIPO DE CRÉDITO

|                     | dic-07 | Variación mensual | Variación Anual |
|---------------------|--------|-------------------|-----------------|
| <b>Comercial</b>    | 66,850 | -0.2%             | 22.7%           |
| <b>Consumo</b>      | 34,495 | 1.6%              | 32.4%           |
| <b>Hipotecaria</b>  | 8,766  | -1.4%             | 16.3%           |
| <b>Microcrédito</b> | 1,966  | 0.6%              | 17.2%           |

Miles de millones  
Fuente: Superintendencia Financiera, Cálculos DGPM

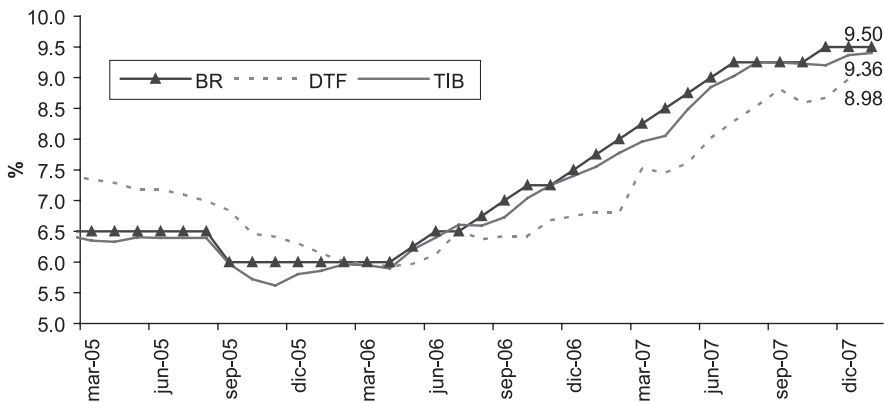
## 2.5.2 Sector Monetario

### 2.5.2.1 Tasas de Interés

Con el fin de contrarrestar las presiones inflacionarias observadas a lo largo del año, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo en el año 2007 la política monetaria contractiva que venía implementando desde mayo del 2006.

La evaluación de crecimiento de la demanda agregada, los pronósticos de inflación y con el fin de hacer más ágil la transmisión de la política de aumento en tasas, llevaron a la JDBR a tomar medidas adicionales que vale la pena mencionar; 1) imposición de un encaje marginal de 40% sobre los depósitos del sistema financiero; 2) ajuste a las tasas de usura de crédito comercial y de consumo; y, 3) mayores requerimientos de provisiones para el crédito de consumo.

Gráfico 17  
TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO  
(promedio mensual)



Fuente: Banco de la República



Asimismo, durante el año 2007, la JDBR determinó 8 aumentos de 25 puntos básicos (pb) cada uno en su tasa de intervención, elevando la tasa de interés para las operaciones de expansión monetaria de 7,5% a 9,5%. Estas modificaciones se trasladaron casi en su totalidad a la tasa interbancaria (TIB), cuyo promedio mensual de diciembre fue de 9,35%. Las demás tasas del mercado también reaccionaron significativamente frente a medidas de política monetaria.

La tasa de Interés Interbancaria – TIB, presentó una tendencia al alza durante todo el año, ubicándose incluso para varias semanas en igual nivel que la tasa de referencia del Banco de la República. De esta manera, la TIB se ubicó en promedio durante el 2007 en 8,66 %, es decir, 217 puntos básicos por encima del promedio registrado en el 2006 (6,49%).

Igualmente, la tasa para los depósitos a término fijo a 90 días - DTF presentó un comportamiento ascendente y se ubicó en promedio para el 2007 en 8,01% frente a un promedio de 6,27% observado en el 2006, lo cual significó un incremento de 174 puntos básicos en esta tasa.

La tasa activa, que refleja la tasa de colocación de créditos por parte de los intermediarios del sistema financiero, también reaccionó al alza y se ubicó en promedio en 244 puntos básicos por encima de la tasa promedio observada en el 2006 (12,92%), al llegar a 15,38%.

Cuadro 7  
TASAS DE INTERÉS  
(Fin de período)

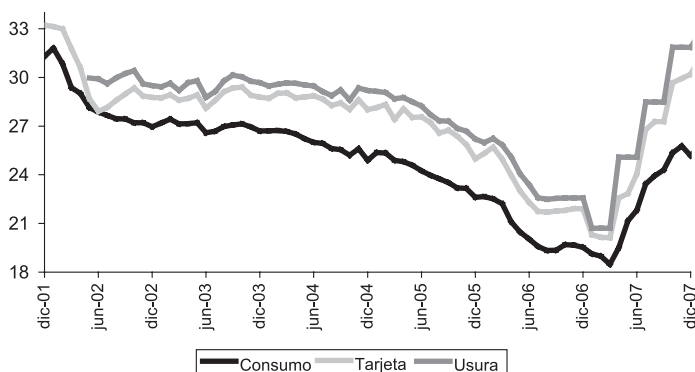
|                  | <b>dic-06</b> | <b>dic-07</b> | <b>Prom. 2007</b> |
|------------------|---------------|---------------|-------------------|
| <b>DTF</b>       | 6.75%         | 8.98%         | 8.01%             |
| <b>TIB</b>       | 7.40%         | 9.36%         | 8.66%             |
| <b>Activa BR</b> | 13.04%        | 16.61%        | 15.38%            |

Fuente: Banco de la República  
\* Promedio de las tasas mensuales

El análisis por tipo de crédito muestra que todas las tasas aumentaron, destacándose el alza registrada para las aplicadas a los créditos otorgados con tarjeta de crédito (830 pb) y a los destinados a consumo (564 pb). A este comportamiento también contribuyó el ajuste en la tasa de usura<sup>3</sup> (929 pb), determinado por la Superintendencia Financiera (Grafico 18).

<sup>3</sup> Tasa máxima autorizada para otorgar créditos.

Gráfico 18  
TASA DE INTERÉS DE COLOCACIÓN



Fuente: Banco de la República

### 2.5.2.2 Agregados Monetarios

Al cierre del año 2007, todos los agregados monetarios presentaron un importante crecimiento, impulsado especialmente durante el último trimestre del año. El saldo de la base monetaria se ubicó en \$32 415 mm, registrando un crecimiento anual de 19,9%. De sus componentes, el efectivo creció en 11,3% en el año debido casi en su totalidad al incremento de moneda fuera del sistema financiero. Las reservas del sistema financiero que crecieron en 44,8% estuvieron impulsadas por los depósitos del sistema financiero en el Banco de la República, los cuales registraron un crecimiento de 92,7%, debido en parte al cambio en la política de encaje<sup>4</sup> (Cuadro 8) y a la recuperación de la demanda por efectivo, por lo que el efectivo en caja del sistema financiero creció en 16,9%.

Cuadro 8

|  | Encaje Ordinario |                      | Encaje Marginal |                      |
|--|------------------|----------------------|-----------------|----------------------|
|  | Anterior         | Actual <sup>1/</sup> | Anterior        | Actual <sup>1/</sup> |
| Cuentas corrientes y otras exigibilidades a la vista | 13.00%           | 8.30%                | -               | 27.00%               |
| Cuentas de Ahorro                                    | 6.00%            | 8.30%                | -               | 27.00%               |
| CDT  | 2.50%            | 2.50%                | -               | 5.00%                |

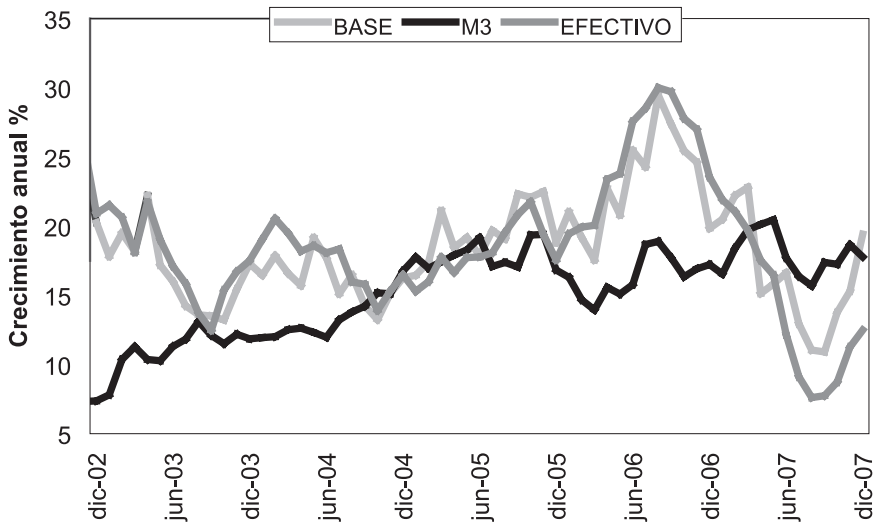
<sup>1/</sup> Encajes modificado por las Resoluciones Externas N° 3 de mayo 6 de 2007 y N° 7 de junio 15 de 2007 de la JDBR.

<sup>4</sup> Como se mencionó anteriormente, en el mes de mayo de 2007 el Banco de la República impuso un encaje marginal sobre las cuentas corrientes, de ahorro y CDT's menores a 18 meses.

Por su parte el M1 presentó una variación anual de 11,9% con un saldo al 28 de diciembre del 2007 de \$45 367 mm. El M3 terminó el 2007 con un saldo de \$154 844 mm y una variación anual de 17,8%. De los componentes de este último agregado monetario, se destaca el crecimiento de los Pasivos Sujetos a Encaje – PSE que con un saldo de \$132 499 mm registraron un crecimiento de 18,9% en el año.

Es de anotar que entre las cuentas que componen los PSE se presentó una reconversión y de este modo se observó una reducción de los depósitos en cuenta corriente (12,6%) e importantes incrementos en los depósitos fiduciarios (38,1%), y entre los cuasidineros el incremento de los depósitos a término – CDT’s (29,0%) (Gráfico 19).

Gráfico 19  
 AGREGADOS MONETARIOS



Fuente: Superintendencia Financiera, cálculos Banco de la República

## 2.6. Indicadores de Vulnerabilidad

### 2.6.1 Calificación Riesgo País

A pesar de la crisis en el sector hipotecario en Estados Unidos, Colombia y en general los títulos de soberanos emergentes se mostraron resistentes a la crisis y aunque tuvieron aumentos de rendimiento y ampliaciones en sus *spreads*, fueron sustancialmente menores a los registrados por corporativos o instituciones financieras, tanto de países desarrollados como de países emergentes.

La explicación a este fenómeno, que resulta particularmente interesante, si se tiene en cuenta la vulnerabilidad histórica de Latinoamérica en general de los mercados emergentes a los choques externos, reside en la sustancial mejoría que se sigue observando en los indicadores fiscales y macroeconómicos de estos países y su consecuente resistencia frente a impactos que desequilibran la cuenta corriente, o que a nivel fiscal afecten la capacidad de atender las obligaciones. En ese sentido, Colombia continuó siendo reconocido por los inversionistas como un crédito de buena calidad y paralelamente tuvo mejorías en la calificación de las 3 agencias calificadoras más importantes: S&P, Fitch y Moody's.

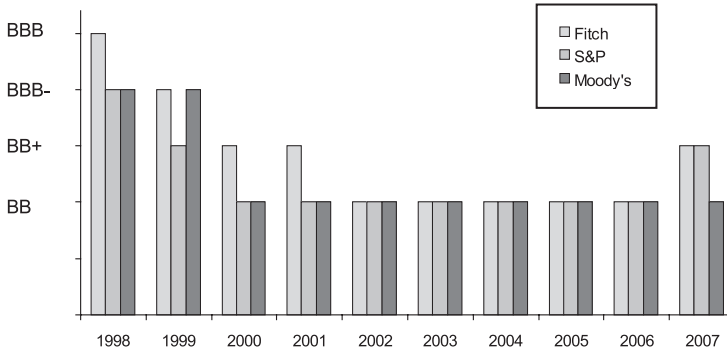
Así, teniendo en cuenta la estructura económica, el excelente registro de cumplimiento de Colombia, los incentivos institucionales para recuperarse en caso del *default* y la flexibilidad frente a prestamistas oficiales, entre otros factores, S&P otorgó a los bonos de largo plazo denominados en moneda extranjera la calificación BBB- ubicándolos en la categoría grado de inversión. Si bien la calificación de Colombia como emisor no tuvo cambios y permaneció en BB+, se trató de una señal positiva hacia el mercado al aumentar el valor relativo de los bonos colombianos denominados en moneda extranjera y dar a la calificación crediticia una nueva perspectiva de análisis.

La agencia Fitch, por su parte, cambió la calificación de Colombia como emisor de deuda en moneda extranjera de BB a BB+. Las motivaciones para esta mejoría fueron el crecimiento económico sostenido experimentado por el país, la disciplina fiscal y la política activa de manejo de deuda. De igual forma, se resaltó el papel positivo que el crecimiento y los flujos de inversión extranjera directa han tenido en la financiación del déficit en cuenta corriente y la importancia de las reformas aprobadas en el Congreso para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

De otro lado, la agencia Moody's modificó el panorama de la deuda extranjera de largo plazo de estable a positivo. Los mejores indicadores de deuda/PIB como resultado del crecimiento de la economía colombiana durante los últimos años y la consolidación en el frente fiscal tras la aprobación de varias reformas, fueron mencionados como factores clave para tomar esa decisión. En ese sentido, se señaló también la recuperación de la inversión como factor determinante del crecimiento y se ponderó su importancia al tratarse de un factor estructural que garantiza la sostenibilidad de la dinámica del crecimiento en el largo plazo y, por ende, también de la mejoría en los ratios de deuda.

No obstante, se identifican aún ciertas fuentes de vulnerabilidad. Las agencias calificadoras coinciden en señalar que la inflexibilidad del gasto público es todavía una limitante para lograr disminuir la exposición de las finanzas públicas al ciclo económico. De igual forma, consideran que una posible disminución en los flujos de IED podría afectar el cubrimiento del déficit en cuenta corriente.

Gráfico 20  
 EVOLUCIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE COLOMBIA



(\*) Los bonos globales emitidos en moneda extranjera son calificados por Standar & Poor's como Grado de Inversión (BBB- ). Sin embargo, la República de Colombia como Emisor de deuda en moneda extranjera sigue siendo calificada como Grado Especulativo (BB+) por la misma forma.

## 2.6.2 Spreads

El nerviosismo de los mercados por la crisis en el sector hipotecario estadounidense, las pérdidas de las principales instituciones financieras internacionales por su sobreexposición a ese sector y la aparición de las primeras señales de desaceleración de la principal economía del mundo como resultado de la contracción del crédito y de la pérdida de confianza de inversionistas y consumidores, generaron un aumento de las primas de riesgo.

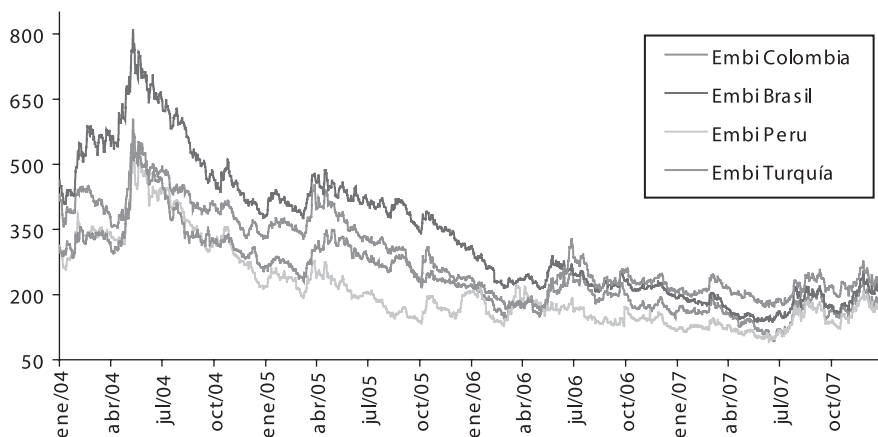
Dicha ampliación de los *spreads* fue inducida no sólo por el aumento absoluto de los rendimientos de los activos menos confiables, sino también por la valorización en los bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados siempre como un refugio en épocas de volatilidad y nerviosismo. La caída en las tasas de los Tesoros también estuvo influenciada por los recortes en la tasa de referencia de la Reserva Federal para tratar de contener la crisis crediticia y mitigar sus efectos en el crecimiento económico. En efecto, la tasa que se había mantenido inalterada hasta agosto del 2007, fue recortada en tres oportunidades y terminó el año en 4,25%.

El comportamiento de los *spreads* de soberanos latinoamericanos y emergentes tuvo dos tendencias durante el año. Hasta el mes de junio continuaron cayendo, salvo por una pequeña corrección en marzo desatada por el desplome de la Bolsa de Shangai y el efecto dominó en las demás plazas bursátiles del mundo. Este episodio de reversión de *carry trade*, aparentemente aislado, encendió las alarmas por la sobreexposición a activos y mercados riesgosos. No obstante, fue sólo hasta junio, cuando se evidenció la gravedad de la situación del sector hipotecario *subprime* y el contagio a otros sectores, que el mercado realmente se vio afectado y que los *spreads* comenzaron a ampliarse significativamente. De cualquier forma, y como se mencionó previamente, un fenómeno de desligación (*decoupling*) entre el entorno internacional y el comportamiento de los mercados emergentes, gracias a los

cambios estructurales de estas economías, la situación fiscal positiva, la acumulación en la mayoría de los casos de superávits en cuenta corriente y el crecimiento de las reservas internacionales, permitió a los soberanos emergentes reducir su vulnerabilidad y limitar la ampliación de los spreads. Las excepciones son contadas y tienen que ver principalmente con la inestabilidad del marco legal en países vecinos.

Así, el *spread* de Colombia, representado por el índice EMBI de JP Morgan, descendió durante la primera mitad del año hasta llegar a un mínimo histórico de 93 pbs en junio. Sin embargo, con el aumento de la percepción de riesgo, el EMBI Colombia comenzó a subir fuertemente, terminando el año alrededor de los 195 puntos básicos, nivel que no se veía desde mediados del año 2006. En el gráfico 21 puede observarse el comportamiento del EMBI Colombia comparado frente al de otros países emergentes.

Gráfico 21



Fuente: Bloomberg

La actividad de prefinanciamiento llevada a cabo durante el segundo semestre del 2006, evitó a la Nación tener que financiarse en un entorno complejo de volatilidad durante el año 2007. Durante ese año, la Nación realizó entonces una sola transacción en los mercados internacionales, consistente en la emisión del nuevo bono TES Global con vencimiento en el 2027 para financiar una recompra de bonos de la parte corta de la curvas de dólares y de TES Globales. El monto de la emisión fue equivalente a US \$1 000 millones y se recompraron bonos por un monto nominal de aproximadamente US \$850 millones.

Con esta operación, parte de la estrategia proactiva de la Nación para mejorar el perfil de deuda externa, el gobierno no sólo siguió disminuyendo su riesgo de refinanciamiento y su riesgo cambiario, sino también continuó reduciendo distorsiones en la parte corta de la curva de rendimientos en dólares y de TES Globales. Además, la emisión del bono con vencimiento en el 2027 permitió al gobierno extender la duración en 6,42 años y la

vida media en 16,56 años en comparación al portafolio de bonos recomprados. Es también importante destacar que la operación se lanzó al mercado el 12 de junio, en una de las pocas ventanas que habrían de presentarse durante ese período y justo antes de que la volatilidad y el nerviosismo prácticamente cerraran el acceso a los mercados durante julio y agosto.

### 2.6.3 El nivel de las Reservas Internacionales

El análisis de los indicadores de vulnerabilidad externa de la economía se centra en aquellos que miden la incidencia del endeudamiento externo tanto en su nivel como en la obligación de pagos que genera a corto plazo. Estos indicadores se complementan con la inclusión del déficit en la cuenta corriente. En general, los mercados internacionales consideran que un valor inferior a uno en estos indicadores puede dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías, dependiendo de las características de cada país.

La estrategia de acumulación de reservas internacionales adoptada por el Banco reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar choques externos. Estos pueden ser originados en choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagios o, en general eventos que lleven a sobre-reacciones de los inversionistas y a una reversión rápida de los flujos de capital. En este contexto, mantener un nivel adecuado de reservas internacionales no solo puede servir para enfrentar dichos choques de liquidez, sino que ayuda a disminuir la probabilidad de su ocurrencia.

A continuación se presenta la evolución de diferentes indicadores de las reservas internacionales netas durante el período comprendido entre los años 2002 a 2007 para el caso colombiano (Cuadro 9). Para los indicadores clasificados en los grupos A y B hubo una mejora considerable en los de amortizaciones y los de liquidez externa para el año 2007. Sin embargo, el único indicador que muestra un valor cercano a uno al finalizar el 2007 es  $[RIN / \text{amortizaciones de deuda año siguiente} + \text{Déficit en cuenta corriente año siguiente}]$ .

Para los indicadores clasificados en el grupo C se observa que las reservas se han mantenido por encima a siete meses de importaciones, nivel superior a los estándares internacionales para este indicador. Por otra parte, también se muestra que el mayor saldo de las reservas en el 2007 ha significado un aumento respecto a su tamaño como proporción del PIB en dólares y como proporción de los depósitos en el sistema financiero.

Cuadro 9  
INDICADORES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DE COLOMBIA

|   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007 ( e ) |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| <b>Saldo</b>  |        |        |        |        |        |            |
| <b>Reservas Internacionales Netas (millones de dólares)</b>               | 10.841 | 10.916 | 13.536 | 14.947 | 15.436 | 20.949     |
| <b>Indicadores</b>  |        |        |        |        |        |            |
| <b>A. Indicador de amortizaciones de deuda externa</b>                    |        |        |        |        |        |            |
| Amortizaciones deuda externa (US\$ millones)                              | 10.018 | 10.068 | 8.688  | 13.063 | 13.186 | 10.531     |
| Reservas Netas / Amortizaciones deuda externa del año en curso            | 1,08   | 1,08   | 1,56   | 1,14   | 1,17   | 1,99       |
| Reservas Netas / Amortizaciones deuda externa del siguiente año           | 1,08   | 1,26   | 1,04   | 1,13   | 1,47   | 1,71       |
| <b>B. Posición adecuada de liquidez externa</b>                           |        |        |        |        |        |            |
| RIN / (Servicio de la deuda año corriente)                                | 0,87   | 0,87   | 1,21   | 0,93   | 0,96   | 1,53       |
| RIN / (Servicio de deuda año siguiente)                                   | 0,87   | 0,98   | 0,85   | 0,93   | 1,13   | 1,34       |
| RIN / (Amortizaciones de deuda año corriente + Def Cta Cte año corriente) | 0,95   | 0,99   | 1,41   | 1,00   | 0,95   | 1,23       |
| RIN / (Amortizaciones de deuda año siguiente + Def Cta Cte año siguiente) | 0,98   | 1,14   | 0,91   | 0,92   | 0,91   | 0,99       |
| <b>C. Otros indicadores de reservas internacionales</b>                   |        |        |        |        |        |            |

(e)= Estimado

Fuente: Estimaciones del Banco de la República



### 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento

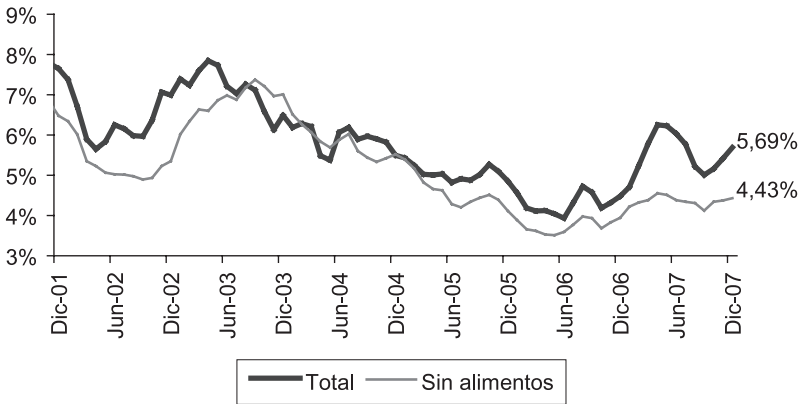
A continuación se realiza un análisis de la evolución de los indicadores de convergencia de la Comunidad Andina para el 2007. De esta manera, se observa el comportamiento de dichos indicadores durante el año 2007 y la consistencia con las metas de convergencia de la Comunidad Andina.

#### 3.1 Inflación

La meta comunitaria de la Comunidad Andina establece el compromiso de los países miembros de alcanzar y mantener una inflación anual de un dígito, medida en sus propios índices de precios al consumidor.

La inflación en el transcurso del año 2007 registró una tendencia creciente y se ubicó en 5,69%, resultado superior en 1,21 puntos porcentuales a la registrada en el 2006 cuando fue de 4,48%, y sobrepasando la meta establecida por el Banco de la Republica en un rango de 3,5% - 4,5% (Gráfico 22).

Gráfico 22  
 ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
 (Crecimiento anual)

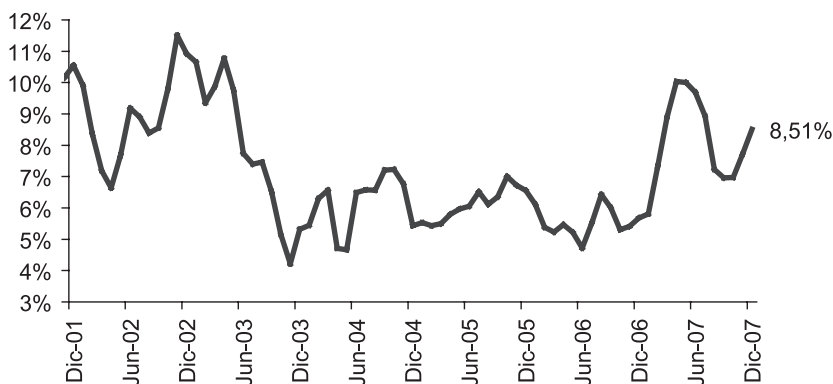


Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El aumento de la inflación en el 2007 se debió principalmente a choques de oferta en el grupo de alimentos debido a factores climáticos, al aumento de la demanda externa y a incrementos en los precios internacionales de alimentos utilizados en la fabricación de biocombustibles. De esta manera, la inflación de alimentos pasó de 5,68% en el 2006 a 8,51% en el 2007 (Gráfico 23). El repunte de la inflación, y en particular de la inflación de alimentos, ha sido un fenómeno global, que ha afectado a países desarrollados y emergentes. De hecho, fueron muy pocos los países de America Latina que cumplieron con las metas o proyecciones del 2007.

La inflación “macroeconómica”, medida a través de la inflación de no transables, o de la inflación sin alimentos ni regulados, muestra un comportamiento controlado en respuesta a las acciones de política monetaria iniciadas en el 2006.

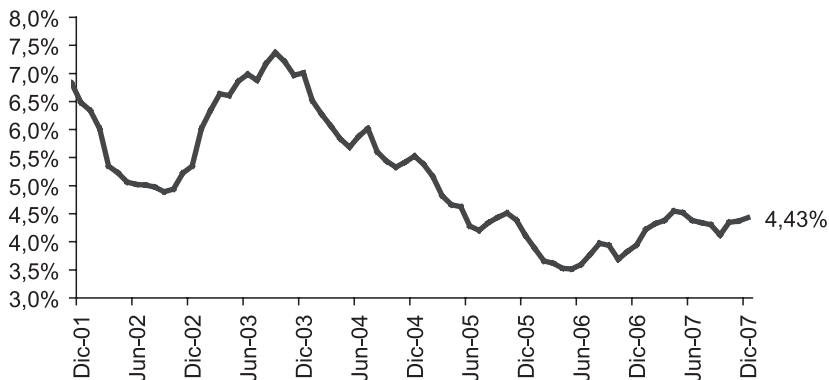
Gráfico 23  
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DEL IPC DE ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Los principales indicadores de inflación básica se ubicaron en el rango meta establecido por el Banco de la República (3,5% - 4,5%). De hecho, la inflación sin alimentos fue de 4,43% en el 2007 mientras que en el 2006 había sido de 3,94%. (Gráfico 24).

Gráfico 24  
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DEL IPC SIN ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

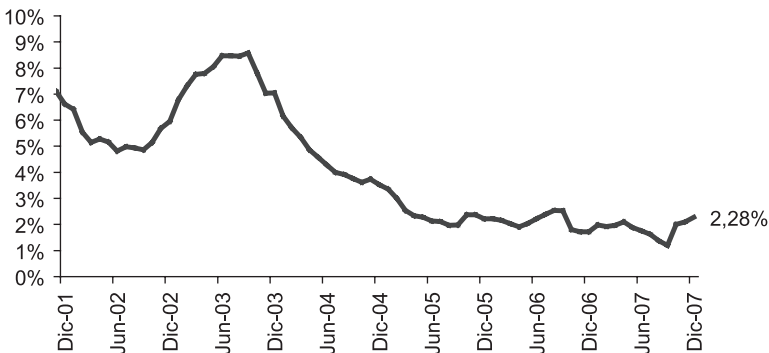
De igual forma la inflación sin alimentos ni regulados se ubicó en 3,95% en el 2007, mayor que la presentada en el 2006 (3,43%) (Gráfico 25). Este aumento se debió a incrementos tanto en la inflación de transables como de no transables (Gráficos 26 y 27). Particularmente, el incremento de la inflación de no transables a comienzos del 2006, se explica por presiones de demanda debidas al mayor dinamismo del crecimiento económico. Sin embargo, como resultado de la política contraccionista adoptada por la autoridad monetaria desde inicios del 2006 y complementada en mayo de 2007, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados empezó a ceder en el ultimo trimestre del 2007 (Gráfico 27). Este comportamiento es consistente con una desaceleración del crecimiento de la demanda interna, el cual pasó de tasas de 11% a finales del 2006 a tasas del 8% en el tercer trimestre del 2007.

Gráfico 25  
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DEL IPC SIN ALIMENTOS NI REGULADOS



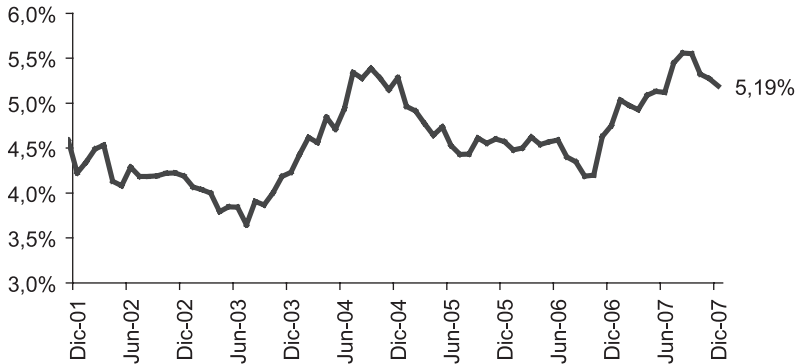
Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 26  
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DEL IPC DE TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 27  
 INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DEL IPC NO TRANSABLES  
 (Sin alimentos ni regulados)



Fuente: DANE. Cálculos DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

### 3.2 Sector Público

La Comunidad Andina determinó que a partir del año 2002 el déficit del Sector Público No Financiero no deberá exceder el 3% del PIB. Transitoriamente durante el periodo 2002-2004 el límite podría alcanzar hasta el 4% del PIB.

A continuación se presenta un breve análisis acerca del comportamiento del balance fiscal del Sector Público y sus respectivos sectores durante el período enero-septiembre del 2007 y los mismos nueve meses del 2006.

#### 3.2.1 Sector Público Consolidado

Al cierre del tercer trimestre del 2007, el Sector Público Consolidado (SPC) registró un superávit fiscal de \$875 mm (0,2% del PIB)<sup>5</sup> como resultado de un superávit del Sector Público No Financiero (SPNF) de \$642 mm (0,2% del PIB), de un superávit del Banco de la República por \$1 178 mm (0,3% del PIB) y de Fogafín por \$391 mm (0,1% del PIB) y de costos de la reestructuración financiera por \$968 mm (0,3% del PIB) (Cuadro 10).

<sup>5</sup> La medición del balance fiscal realizada por el Banco de la República, calculada a través de las fuentes de financiamiento del sector público, presentó un balance inferior en 0,1% del PIB frente al calculado por el Consejo Superior de Política Fiscal – CONFIS. Esta divergencia, que se registra como una discrepancia estadística, se explica por la diferencia entre la muestra que maneja el Banco de la República y la del CONFIS.

Cuadro 10  
 BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO  
 Comparativo III Trimestre de 2006 – III Trimestre de 2007

| Balances por Periodo                               | Ene-Sep (\$MM) |               | Ene- Sep (% PIB) |             |
|--|----------------|---------------|------------------|-------------|
|  | 2006           | 2007*         | 2006             | 2007*       |
| <b>1. Sector Público No Financiero</b>             | <b>2.048</b>   | <b>642</b>    | <b>0,6</b>       | <b>0,2</b>  |
| <b>Gobierno Nacional Central</b>                   | <b>-8.228</b>  | <b>-6.106</b> | <b>-2,6</b>      | <b>-1,7</b> |
| <b>Sector Descentralizado</b>                      | <b>10.276</b>  | <b>6.748</b>  | <b>3,2</b>       | <b>1,9</b>  |
| Seguridad Social                                   | 3.125          | 4.115         | 1,0              | 1,2         |
| Empresas del nivel nacional                        | 4.713          | 1.575         | 1,5              | 0,4         |
| Empresas del nivel local                           | 432            | 601           | 0,1              | 0,2         |
| Gobiernos Regionales y Locales**                   | 2.006          | 456           | 0,6              | 0,1         |
| <b>2. Balance cuasifiscal del Banrep.</b>          | <b>1.015</b>   | <b>1.178</b>  | <b>0,3</b>       | <b>0,3</b>  |
| <b>3. Balance de Fogafín</b>                       | <b>686</b>     | <b>391</b>    | <b>0,2</b>       | <b>0,1</b>  |
| <b>4. Costos de la Reestructuración Financiera</b> | <b>-919</b>    | <b>-968</b>   | <b>-0,3</b>      | <b>-0,3</b> |
| <b>5. Discrepancia Estadística</b>                 | <b>105</b>     | <b>-368</b>   | <b>0,0</b>       | <b>-0,1</b> |
| <b>SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO</b>                  | <b>2.935</b>   | <b>875</b>    | <b>0,9</b>       | <b>0,2</b>  |

\* Cifras Preliminares

\*\* Incluye Fondo Nacional de Regalías

Fuente: CONFIS

En comparación con el periodo enero-septiembre del 2006, el resultado fiscal del SPC se deterioró en 0,7% del PIB. Este comportamiento se explicó esencialmente por un menor resultado del SPNF en 0,4% del PIB, debido en gran parte al menor superávit del sector descentralizado (1,3% del PIB), que se vio compensado parcialmente por el mejor resultado fiscal registrado por parte del Gobierno Nacional Central (0,9% del PIB).

El resultado fiscal registrado por el Gobierno Central durante el periodo enero-septiembre del 2007 frente al mismo lapso en el 2006 presentó una reducción en cerca de 26% en términos nominales (0,9% en relación con el PIB), al pasar de \$8 228 mm (2,6% del PIB) a \$6 106 mm (1,7% del PIB). Lo anterior se explica porque si bien los ingresos crecieron a un ritmo de 17% respecto al mismo período del 2006, los gastos lo hicieron a una tasa de 10,2%, inferior a la del crecimiento de la economía.

En el Sector Descentralizado, los factores que más contribuyeron al deterioro fueron la mayor inversión de Ecopetrol en 0,2% del PIB y el menor balance de los gobiernos regionales y locales en 0,5% del PIB. De acuerdo con la medición que hace el Banco de la República por debajo de la línea, más la deuda flotante del FNR, el balance de las entidades territoriales a septiembre del 2007 ascendió a \$456 mm (0,1% del PIB), inferior en \$1 550 mm con respecto al resultado del mismo periodo del 2006. El menor resultado del sector se debió al ciclo político del Presupuesto que llevó a las regiones a aumentar su gasto en el último año de gobierno (Cuadro 11).<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Mayor información relacionada con el balance del Sector Público Consolidado puede ser consultada en el Documento CONFIS 02 de 2008.

Cuadro 11  
BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO  
Comparativo III Trimestre de 2006 – III Trimestre de 2007

| SECTORES                                | Ene-Sep (\$MM) |               | Ene- Sep (% PIB) |             |
|---|----------------|---------------|------------------|-------------|
|   | 2006           | 2007*         | 2006             | 2007*       |
| <b>Seguridad Social</b>                 | <b>3.125</b>   | <b>4.115</b>  | <b>1,0</b>       | <b>1,2</b>  |
| <b>Empresas del nivel nacional</b>      | <b>4.713</b>   | <b>1.575</b>  | <b>1,5</b>       | <b>0,4</b>  |
| Ecopetrol                               | 2.644          | 2.442         | 0,8              | 0,7         |
| FAEP*                                   | 883            | 521           | 0,3              | 0,1         |
| Eléctrico                               | 287            | 381           | 0,1              | 0,1         |
| Resto Nacional                          | 899            | -1.769        | 0,3              | -0,5        |
| <b>Empresas del nivel local</b>         | <b>432</b>     | <b>601</b>    | <b>0,1</b>       | <b>0,2</b>  |
| EPM                                     | -50            | 73            | 0,0              | 0,0         |
| EMCALI                                  | -41            | 183           | 0,0              | 0,1         |
| Resto Local                             | 523            | 345           | 0,2              | 0,1         |
| <b>Gobiernos Regionales y Locales**</b> | <b>2.006</b>   | <b>456</b>    | <b>0,6</b>       | <b>0,1</b>  |
| <b>Sector Descentralizado</b>           | <b>10.276</b>  | <b>6.748</b>  | <b>3,2</b>       | <b>1,9</b>  |
| <b>Gobierno Nacional Central</b>        | <b>-8.228</b>  | <b>-6.106</b> | <b>-2,6</b>      | <b>-1,7</b> |
| <b>Sector Público no Financiero</b>     | <b>2.048</b>   | <b>642</b>    | <b>0,6</b>       | <b>0,2</b>  |

\* Cifras Preliminares

\*\* Incluye Fondo Nacional de Regalías

Fuente: CONFIS

### 3.2.2 Gobierno Nacional Central

Durante el periodo enero-septiembre del 2007 el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) ascendió a \$6 106 mm (1,7% del PIB), producto de la diferencia entre ingresos -de caja y causados- por \$51 542 mm (14,4% del PIB) y gastos -contabilizados como la suma total de pagos, préstamo neto y deuda flotante- por \$57 248 mm (16,1% del PIB). Este resultado refleja una reducción del déficit en alrededor de 26% con respecto al observado durante los mismos nueve meses del 2006 (\$8 228 mm), que en términos del PIB representa una disminución de 0.9%. Por su parte, los costos totales de la reestructuración financiera sumaron \$968 mm (0,3% del PIB), obteniendo un déficit a financiar por \$7 074 mm (2,0% del PIB).

Cabe resaltar que el mejor resultado fiscal entre enero y septiembre del año anterior obedece a un ritmo de crecimiento de los ingresos mucho mayor que el de los gastos -cuyo nivel de crecimiento se ha controlado dado que a septiembre crecieron a una tasa inferior que la de la economía-.

Cuadro 12  
BALANCE FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL  
Comparativo III Trimestre de 2006 – III Trimestre de 2007

| SECTORES                   | Ene-Sep (\$MM) |               | Ene- Sep (% PIB) |             | Crec. %<br>2007/2006 |
|----------------------------|----------------|---------------|------------------|-------------|----------------------|
|                            | 2006           | 2007*         | 2006             | 2007*       |                      |
| <b>Ingresos Totales</b>    | <b>43.721</b>  | <b>51.142</b> | <b>13,6</b>      | <b>14,4</b> | <b>17,0</b>          |
| Tributarios                | 39.117         | 45.457        | 12,2             | 12,8        | 16,2                 |
| No Tributarios             | 206            | 178           | 0,1              | 0,1         | -13,6                |
| Fondos Especiales          | 371            | 415           | 0,1              | 0,1         | 11,9                 |
| Recursos de Capital        | 3.980          | 5.064         | 1,2              | 1,4         | 27,2                 |
| Alicutoas                  | 47             | 29            | 0,0              | 0,0         | -39,5                |
| <b>Gastos Totales</b>      | <b>51.948</b>  | <b>57.248</b> | <b>16,2</b>      | <b>16,1</b> | <b>10,2</b>          |
| Intereses                  | 11.837         | 13.241        | 3,7              | 3,7         | 11,9                 |
| Funcionamiento**           | 34.405         | 37.536        | 10,7             | 10,6        | 9,1                  |
| Servicios personales       | 5.437          | 5.882         | 1,7              | 1,7         | 8,2                  |
| Transferencias             | 26.428         | 28.929        | 8,2              | 8,1         | 9,5                  |
| Gastos Generales           | 2.539          | 2.725         | 0,8              | 0,8         | 7,3                  |
| Inversión**                | 5.366          | 6.262         | 1,7              | 1,8         | 16,7                 |
| Préstamo neto              | 341            | 209           | 0,1              | 0,1         | -38,7                |
| <b>Déficit</b>             | <b>-8.228</b>  | <b>-6.106</b> | <b>-2,6</b>      | <b>-1,7</b> | <b>-25,8</b>         |
| <b>CRSF</b>                | <b>919</b>     | <b>968</b>    | <b>0,3</b>       | <b>0,3</b>  | <b>5,3</b>           |
| <b>Déficit a financiar</b> | <b>-9.147</b>  | <b>-7.074</b> | <b>-2,8</b>      | <b>-2,0</b> | <b>-22,7</b>         |

\* Cifras Preliminares

\*\* Gastos de Funcionamiento e Inversión incluyen pagos y deuda flotante.

Fuente: CONFIS

En comparación con los tres primeros trimestres del 2006 los ingresos del Gobierno fueron superiores en 17% (0,8% del PIB) durante el mismo periodo del 2007. Este incremento estuvo explicado principalmente por el comportamiento positivo tanto del recaudo tributario que pasó de \$39 117 mm (12,2% del PIB) en el 2006 a \$45 457 mm (12,8% del PIB) en el 2007, como de los ingresos de capital que pasaron de \$3 980 mm (1,2% del PIB) a \$5 064 mm (1,4% del PIB)-.

El crecimiento de los ingresos tributarios en 16,2% (0,8% en términos del PIB) obedeció al dinamismo de la actividad económica y una mejor gestión por parte de la DIAN. Asimismo, el incremento de 27,2% de los ingresos de capital (0,2% en términos del PIB) acumulados a septiembre resultó esencialmente de mayores excedentes financieros entregados a la Nación -principalmente de los provenientes de Ecopetrol (\$3 334 mm) y de Ecogas (\$622 mm).

Por su parte, el gasto del GNC entre enero y septiembre del 2007 (\$57 248 mm, 16,1% del PIB) se redujo como porcentaje del PIB en 0,1 toda vez que su crecimiento nominal fue inferior al registrado por la economía durante el periodo en consideración<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Mientras que el gasto de la Nación a septiembre se incrementó nominalmente a una tasa de 10,2%, el PIB presentó un crecimiento del orden de 11%.

Del total de gastos, 66% correspondió a funcionamiento, 23% a intereses, y el 10% a inversión. En este sentido, es importante tener en cuenta que más del 70% de los gastos del Gobierno Central se destinan a cumplir las obligaciones asociadas con pago de intereses (3,7% del PIB) y transferencias (8,1% del PIB), lo que significa que la mayor parte del gasto está sujeto a rigideces estipuladas por Ley o compromisos previamente adquiridos.

### 3.2.3 Deuda Neta del Sector Público No Financiero (SPNF) <sup>8</sup>

La deuda neta del SPNF ha continuado su tendencia decreciente de acuerdo a lo programado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2007. A septiembre del 2007, la deuda neta del SPNF asciende a 28.0% del PIB gracias al esfuerzo de ajuste fiscal que la actual administración ha venido realizando y al desempeño positivo que la economía colombiana ha venido presentado.

Cuadro 13  
RESUMEN DEUDA  
(2002 – Junio 2007)  
% PIB

| CONCEPTO   | dic-02      | dic-03      | dic-04      | dic-05      | dic-06      | sep-07      |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>1. Gobierno Nacional Central</b>                      | <b>55,7</b> | <b>54,9</b> | <b>51,3</b> | <b>50,6</b> | <b>48,2</b> | <b>45,3</b> |
| Deuda interna  | 30,3        | 29,8        | 30,6        | 33,9        | 31,8        | 31,8        |
| Deuda externa  | 25,4        | 25,1        | 20,7        | 16,7        | 16,4        | 13,5        |
| <b>2. Nivel Territorial - Administraciones Centrales</b> | <b>3,8</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,1</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,0</b>  |
| Deuda interna  | 3,1         | 2,3         | 1,7         | 1,7         | 1,6         | 1,6         |
| Deuda externa  | 0,6         | 0,5         | 0,4         | 0,3         | 0,2         | 0,4         |
| <b>3. Ecopetrol</b>                                      | <b>0,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| Deuda interna  | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Deuda externa  | 0,5         | 0,2         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>4. Seguridad Social</b>                               | <b>0,6</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,5</b>  |
| Deuda interna  | 0,6         | 0,6         | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,5         |
| Deuda externa  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>5. Resto del SPNF</b>                                 | <b>10,7</b> | <b>9,1</b>  | <b>7,7</b>  | <b>6,4</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,3</b>  |
| Deuda interna  | 6,7         | 6,1         | 5,7         | 4,8         | 4,7         | 4,3         |
| Deuda externa  | 4,0         | 3,0         | 2,0         | 1,6         | 1,4         | 2,0         |
| <b>Total Deuda Bruta SPNF</b>                            | <b>71,3</b> | <b>67,7</b> | <b>61,7</b> | <b>59,7</b> | <b>56,7</b> | <b>54,2</b> |
| - Deudas al interior del SPNF                            | 14,6        | 13,7        | 12,5        | 14,0        | 13,7        | 12,5        |
| <b>Total Deuda Neta SPNF</b>                             | <b>56,7</b> | <b>53,9</b> | <b>49,2</b> | <b>45,7</b> | <b>43,0</b> | <b>41,6</b> |
| - Activos Externos                                       | 2,4         | 2,8         | 2,9         | 3,3         | 4,2         | 4,0         |
| <b>Total Deuda Neta de Activos Financieros Externos</b>  | <b>54,3</b> | <b>51,1</b> | <b>46,3</b> | <b>42,4</b> | <b>38,8</b> | <b>37,6</b> |
| - Activos Domésticos                                     | 6,4         | 7,0         | 8,1         | 8,8         | 7,8         | 9,7         |
| <b>Total Deuda Neta de Activos Financieros Totales</b>   | <b>47,9</b> | <b>44,1</b> | <b>38,2</b> | <b>33,6</b> | <b>30,9</b> | <b>28,0</b> |

Fuente: DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público

<sup>8</sup> La deuda neta del SPNF se obtiene de descontar de la deuda bruta, la deuda en poder del sector público y todos sus activos financieros internos y externos.





**ECUADOR**



Informe de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas  
de Convergencia Macroeconómica

## 1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia

Luego de adoptado el esquema de dolarización, la decisión de política fiscal más importante ha sido la expedición de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal –LOREYTF–, en junio del año 2002 así como las reformas introducidas a esta ley en julio del 2005, su codificación publicada en agosto del 2006 y las reformas .

Los aspectos principales de la LOREYTF constituyen la determinación de reglas macro fiscales así como la estructuración de los fondos petroleros. Así, en el título II de la LOREYTF se hace referencia a las Reglas Macro fiscales a las que está sujeta la gestión fiscal (Capítulo I), el endeudamiento público (Capítulo II) y las inversiones en sociedades de capital (Capítulo III). El espíritu de esta ley está relacionado con la necesidad de precautelar la sostenibilidad fiscal mediante el control del crecimiento del gasto corriente primario, la reducción del resultado no petrolero del Presupuesto del Gobierno Central y la reducción del endeudamiento público con relación al PIB.

De esta manera, la gestión fiscal reflejada en la proforma del presupuesto del gobierno central de cada año estará sujeta a dos reglas<sup>1</sup> :

*“...1) Las asignaciones previstas en la proforma del gobierno central para remuneraciones, sueldos, salarios, bienes y servicios de consumo, transferencias corrientes y otros gastos corrientes del gobierno central, como: pago de impuestos, tasas, contribuciones, seguros, comisiones y otros originados en las actividades operacionales del Estado, no se incrementarán anualmente en más del 3,5 por ciento en términos reales, determinados considerando el deflactor implícito del Producto Interno Bruto al año de ejecución del Presupuesto al que corresponda dicha proforma, mismo que será publicado por el Banco Central del Ecuador y constará dentro de las directrices presupuestarias. Los recursos destinados a la inversión pública, así como los asignados para cubrir el servicio de la deuda pública, no se encuentran incluidos en dicha limitación.*

*El crecimiento de los gastos de inversión pública por encima del 5 por ciento en términos reales, determinados considerando el deflactor implícito del Producto Interno Bruto, se destinará exclusivamente a infraestructura física, equipamiento e inversión financiera, destinados al incremento patrimonial del Estado. Prohíbese expresamente utilizar estos recursos en gasto corriente; y,*

*2) El déficit resultante de los ingresos totales, menos los ingresos por exportaciones petroleras y menos gastos totales, se reducirá anualmente en 0.2 por ciento del PIB hasta llegar a cero.” .....*

<sup>1</sup> Capítulo I, Artículo 3 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, vigente de acuerdo al Art. 1 de la Ley No. 2005-4 publicada en el Registro Oficial No. 69 de 27 de julio de 2005.

Estas reglas macrofiscales a las cuales está sujeto el Presupuesto del Gobierno Central, han contribuido a que el Sector Público No Financiero refleje a partir del 2000 superávit en el resultado global, cumpliendo con holgura la meta determinada al interior de la CAN.<sup>2</sup>

En cuanto a la regla macrofiscal relativa al endeudamiento público, en el Capítulo II de la LOREYFT, en su Art.5 se estipula:

*“Reducción y límite al endeudamiento público.- El Ministerio de Economía y Finanzas aplicará una política de reducción permanente de la deuda pública, tendiente a que la relación entre el saldo de la deuda pública total y el PIB disminuya como mínimo en 16 puntos porcentuales durante el período gubernamental de 4 años contados a partir del 15 de enero del año 2003. Igual regla se aplicará para los siguientes cuatrienios, hasta que la relación deuda PIB se encuentre en el 40%.*

*Una vez alcanzado el 40% en la relación deuda/PIB, el nivel de endeudamiento público no podrá superar este límite o porcentaje.*

Con respecto al endeudamiento público, la legislación interna del Ecuador, determina un nivel de endeudamiento, inferior a la meta comunitaria de la CAN<sup>3</sup>.

## 2. Entorno Macroeconómico

### 2.1 Sector Real

#### 2.1.1 El Producto Interno Bruto (PIB)<sup>4</sup>

El Producto Interno Bruto (PIB) creció en 0,31%, 0,51% y 1,08%<sup>5</sup> durante el primer, segundo y tercer trimestre respectivamente. Al cierre del tercer trimestre del año 2007, la economía ecuatoriana reportó un crecimiento del orden del 1,08% con relación al segundo trimestre, evidenciando por tanto una recuperación de la economía respecto del comportamiento observado durante los seis primeros meses del año 2007.

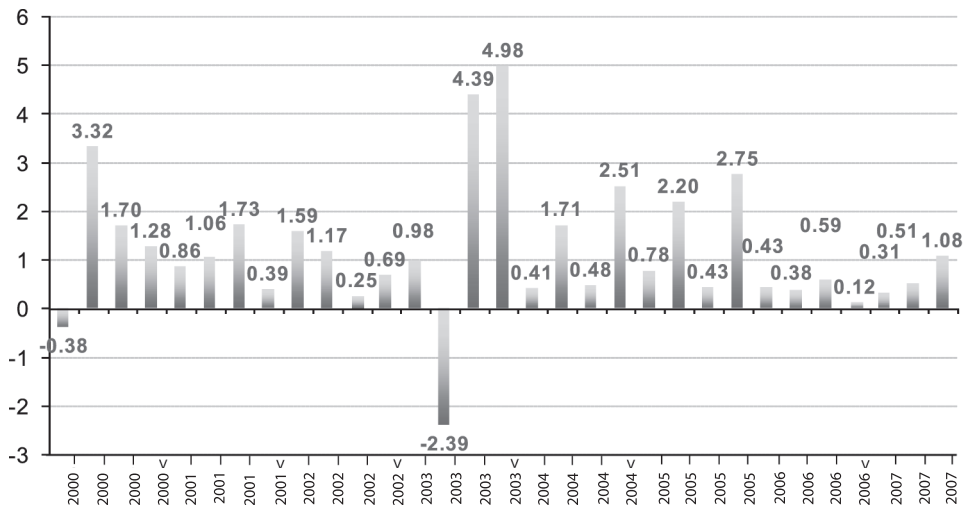
<sup>2</sup> Según los criterios de convergencia, el déficit del sector público no financiero de cada País Miembro no debería exceder del 3% del PIB; transitoriamente, durante el período 2002-2005, podría ser de 4% del PIB.

<sup>3</sup> Esta meta establece que el saldo de la deuda pública (externa e interna) del sector público consolidado no excederá del 50% del PIB al final de cada ejercicio económico. Cada país definirá de manera particular el ejercicio económico a partir del cual se aplicará esta meta, sin exceder el año 2015.

<sup>4</sup> Elaborado a partir del Boletín Estadístico No. 63 de Cuentas Nacionales Trimestrales, correspondiente al tercer trimestre del año 2007.

<sup>5</sup> Respecto al trimestre anterior.

Gráfico 1  
 PIB TRIMESTRAL  
 (variación porcentual respecto al trimestre anterior)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Las industrias de fabricación de productos de la refinación del petróleo, así como la de explotación de minas y canteras, tuvieron al tercer trimestre una variación negativa respecto al trimestre anterior, -6,12% y -0,40% respectivamente, evidenciando así el bajo dinamismo generado por el sector del petróleo.

Las ramas de actividad que determinaron el crecimiento del PIB del tercer trimestre fueron: Construcción 5,58%, Gobierno General 4,54%, Intermediación Financiera 2,90%, Transporte 1,87%, Pesca 1,66%.

Al analizar la tasa de crecimiento del PIB para el tercer trimestre del 2007, a través de los componentes del gasto o *demanda agregada*, se observa: un incremento del consumo del Gobierno general 3,52%, el Consumo de los Hogares 1,24%, la Formación Bruta de Capital Fijo 1,99% y las exportaciones en el orden de 5,1%.

El consumo final de los hogares durante el tercer trimestre del 2007 creció en 1,24%, respecto al observado en el segundo trimestre del año; mientras que su variación con relación al tercer trimestre del 2006 (t/t-4) fue de 3,36%. Si bien la variación del consumo en términos del tercer trimestre del año anterior fue positiva, se observa una desaceleración desde algunos trimestres anteriores. El menor dinamismo está explicado entre otros factores por el menor volumen de crédito otorgado por el sistema financiero para el consumo.

Uno de los factores que parcialmente contribuyó a la recuperación del consumo durante el tercer trimestre del 2007 (en relación al trimestre previo) fue el mayor ingreso de remesas de emigrantes ecuatorianos en el exterior. El tercer trimestre se reportó un aumento de las remesas de 5,53%, respecto al trimestre anterior y de 7,52% en relación al tercer trimestre del 2006.

En términos de volumen, las exportaciones crecieron en 5,1% durante el tercer trimestre del 2007, respecto al segundo trimestre y en 5,35% en relación al mismo período del año 2006 (t/t-4); así, con respecto al segundo trimestre 2007 se destacan aumentos en las exportaciones de tabaco elaborado, productos de la refinación de petróleo y gas en 16,96%; maquinaria equipo y material de transporte, 16,22%; productos silvícolas y de la extracción de madera, 11,18%; productos de minas y canteras, 11,14%; petróleo crudo, gas natural y servicios relacionados, 8,93%; productos químicos, plásticos y del caucho, 7,54%; azúcar 5,58%; cereales y panadería, 3,99%, entre otros. Sin embargo en este mismo período también se presentaron importantes decrecimientos en las exportaciones de: electricidad -64,03%; productos alimenticios diversos -6,84%; y, productos de la producción animal, -3,2%.

En cuanto a la inversión (pública y privada), medida a través de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF), ésta se incrementó en 1,99% durante el tercer trimestre del 2007 en relación al trimestre inmediato anterior, explicado por el crecimiento de la inversión destinada a las obras de construcción (5,56%). Con respecto al mismo período del año anterior, se observa una reducción fue de -1,78%. En general, la evolución de la inversión muestra una tendencia decreciente en los tres trimestres anteriores al tercer trimestre del 2007.

### **2.1.2 Valor Agregado por actividad económica**

Al tercer trimestre del 2007 el PIB se incrementó 1,08% respecto al segundo trimestre del 2007. El valor agregado petrolero decreció en -4,98%, mientras que el valor agregado no petrolero aumentó en 1,93%.

Las ramas que registraron el mayor crecimiento son: construcción (5,6%), administración pública y defensa (4,54%), intermediación financiera (2,90%), transporte y almacenamiento (1,87%), pesca (1,66%).

La **agricultura**, durante el tercer trimestre del 2007, presentó un crecimiento de 0,22%, respecto al segundo trimestre. Al interior de esta actividad se evidenció crecimientos en la producción animal, silvicultura y extracción de la madera, que fueron contrarrestados por caídas en los cultivos de banano, café y cacao, y otros cultivos agrícolas, afectados por problemas climáticos.

La **industria manufacturera** (de la que se excluye la actividad dedicada a la refinación de petróleo) continúa recuperándose luego del bajo desempeño observado desde el cuarto trimestre del 2006. En efecto, para el tercer trimestre del 2007 se registró un crecimiento del

valor agregado de 1,32%, respecto al segundo trimestre y de 3,64% con relación al tercer trimestre del 2006. Se destaca crecimientos en la elaboración de, productos alimenticios diversos, papel e imprentas, productos químicos, plásticos y caucho, elaboración de textiles, prendas de vestir y cuero, elaboración de productos de la carne y pescado; elaboración de productos metálicos y no metálicos.

La actividad de la **construcción** creció 5,58% en el tercer trimestre del 2007 con relación al segundo trimestre. El comportamiento de la industria de la construcción, en el tercer trimestre del 2007, empieza a reflejar los efectos del aumento asignado y comprometido de recursos públicos por parte del gobierno y que han sido destinados a nuevas obras de infraestructura pública. El efecto real de esta medida gubernamental se reflejaría en el incremento del volumen de producción de esta industria en el cuarto trimestre del 2007 y en el 2008, de acuerdo a la capacidad de gestión que evidencien cada una de las instituciones ejecutoras responsables de cada uno de los proyectos.

La **intermediación financiera**, que incluye la actividad de bancos privados y públicos, mutualistas, financieras, seguros (de vida y generales), tarjetas de crédito, entre otras, creció en 2,90% en el tercer trimestre del 2007 comparado con el segundo trimestre.

De otro lado, el **transporte y almacenamiento**, que refleja la movilización de mercancías y pasajeros, en el tercer trimestre del 2007 presentó una variación positiva de 1,87% con relación al segundo trimestre, asociado de la movilización interna de mercancías y al desempeño del sector externo de la economía.

## 2.2 Sector Monetario y Financiero

### 2.2.1 Balance del Banco Central del Ecuador (BCE)

En términos generales, la Política Monetaria de cualquier país se analiza a través de la observación de la evolución de los balances de los bancos centrales respectivos. En el caso ecuatoriano, bajo un esquema de dolarización, el balance del Banco Central del Ecuador, tiene ciertas particularidades derivadas de las disposiciones legales vigentes y de la relación de la Reserva Internacional de Libre Disponibilidad (RILD) frente a los pasivos del BCE.

#### 2.2.1.1 Sistema de Canje

De acuerdo con lo dispuesto en la Ley para la Transformación Económica del Ecuador, el BCE, podría emitir moneda fraccionaria en moneda nacional siempre que se encuentre respaldada al 100% con reservas internacionales de libre disponibilidad. El sistema de canje en su balance transparenta esta identidad. Así, el saldo de fraccionario en circulación a diciembre del 2007 mostró un incremento de US\$ 5,4 millones respecto al monto observado en diciembre del 2006, ascendiendo a US\$ 71,4 millones, monto respaldado con la parte correspondiente de la RILD.

### **2.2.1.2 Sistema de Reserva Financiera**

Este balance transparenta la igualdad existente entre los depósitos para encaje que mantienen las instituciones financieras (IFIs) en el BCE con una cantidad igual de RILD. En este sistema se registran las operaciones interbancarias que se encuentran también respaldadas en 100% con divisas. Por la naturaleza de este tipo de operaciones, el saldo de este sistema tiene alta volatilidad. En este sistema se refleja el resultado de un instrumento de política monetaria, (el encaje) cuya característica principal es la de ser obligatorio para las entidades financieras que se encuentran bajo el control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Estos depósitos a diciembre del 2007 registraron un saldo de US\$ 690 millones, presentando un importante incremento de US\$172 millones con respecto a diciembre del 2006. Este aumento de recursos por parte del sistema financiero depositado en el BCE responde básicamente a un crecimiento de los depósitos de las IFIs por sobre-encaje, ya que las instituciones financieras por fin de año suelen incrementar los depósitos en el BCE.

### **2.2.1.3 Sistema de Operaciones**

En este sistema se registran las siguientes transacciones:

1. Reciclaje de dinero en el sistema financiero.
2. Los resultados de la política fiscal.
3. Las colocaciones de obligaciones financieras tanto en títulos del BCE (TBC) como en obligaciones del BCE (OBC), efectuadas con el objetivo de: i) disminuir la cantidad de dinero en circulación y ii) ofrecer un mecanismo opcional de colocación de recursos a aquellas instituciones que registren excedentes de liquidez de largo plazo.

#### **• Reciclaje de recursos**

Respecto a las operaciones de reciclaje éstas corresponden a la colocación de TBC por parte del BCE a las entidades financieras con excesos de liquidez. La contraparte de la colocación son las operaciones de reporto efectuadas entre el BCE y las entidades financieras que presentan deficiencias temporales de liquidez. Durante el año 2007 únicamente se registraron saldos de TBC en los meses de enero, noviembre y diciembre. Por su parte, en este período no se efectuó operaciones de reporto.

#### **• Resultados de la política fiscal**

Los resultados de política fiscal se aprecian en la evolución del saldo de los depósitos y obligaciones del SPNF en el BCE. A diciembre del 2007, el saldo de depósitos del SPNF en el BCE, presentó un importante incremento de US\$ 1 327 millones con respecto a diciembre del 2006, alcanzando un saldo de US\$3 198 millones. Es importante indicar que durante este año, los depósitos básicamente crecieron, entre otras causas por:



i) aumento de los recursos del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) por US\$ 276 millones, producto del superávit global de la entidad del orden de US\$592 millones, cabe señalar que el IESS durante el último trimestre del 2007 adquirió nuevos papeles del Estado a mediano y largo plazo, ya que en los primeros tres trimestres esta entidad únicamente efectuó operaciones de roll-over de bonos de mediano y largo plazo; ii) recursos provenientes del incremento en el precio de petróleo; iii) recaudación tributaria; iv) algunos desembolsos de Organismos Internacionales principalmente de libre disponibilidad (CAF, US\$ 967 millones; BID, US\$ 100 millones) entre otros ingresos.

#### • **Colocaciones de Obligaciones del Banco Central (TBC y OBC)**

El BCE tiene la facultad legal para emitir TBC y OBC, con lo cual puede contraer la cantidad de dinero en circulación en la economía, y ofrecer un mecanismo opcional de colocación de recursos para aquellas instituciones que registren excedentes de liquidez de largo plazo. Cabe resaltar dos aspectos.

1. El BCE ha realizado únicamente colocaciones de TBC (hasta un año plazo), en montos marginales. Adicionalmente, el BCE ha propuesto la emisión de obligaciones (OBC), a plazos mayores a un año, las mismas que serían ofrecidas a instituciones financieras que se encuentren bajo el control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Estos montos son determinados por el BCE, dependiendo de la situación de liquidez de la economía nacional; y en coordinación con el plan de colocación de títulos del Estado por parte del Ministerio Finanzas.
2. A diferencia de los bancos centrales del mundo, estos títulos no tienen cero riesgo, puesto que su repago depende de la situación financiera del BCE y no de la facultad ilimitada que tienen de emitir moneda los bancos centrales no dolarizados.

#### **2.2.1.4 Sistema de Otras Operaciones**

Finalmente, en el sistema de Otras Operaciones del BCE, se registran todas las transacciones inherentes a la operatividad normal del BCE. Al contabilizar por separado este sistema se garantiza que los gastos cuasifiscales (Estado de Resultados) del Banco Central del Ecuador no afecte el nivel de la RILD, ni los sistemas que cuentan con el 100% de respaldo.

### **2.2.2 Sistema Bancario Privado**

#### **2.2.2.1 Captaciones**

El sistema bancario privado tuvo un comportamiento irregular durante el año 2007. Las obligaciones con el público (depósitos) registraron un incremento de alrededor de

US\$ 1 278 millones, con un crecimiento porcentual de 16,9% en relación a diciembre del 2006, similar al crecimiento anual anterior (16,3%). Sin embargo, el mayor aumento de las captaciones de la banca se dio básicamente en el segundo semestre del 2007, ya que en los primeros meses este rubro presentaba una desaceleración en su crecimiento. Los depósitos a la vista<sup>6</sup> en el período diciembre 2006 - diciembre 2007 aumentaron en US\$501 millones (16,1%), y los de plazo<sup>7</sup> aumentaron, en US\$777 millones (17,4%). (ver cuadro 1)

Cuadro 1  
BANCA PRIVADA – PASIVOS MONETARIOS  
(US\$ millones)

|                      | <i>Millones US\$</i> |              |              | <i>Variaciones</i> |                 |                   |                   |
|----------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|                      | dic-05               | dic-06       | dic-07       | Absoluta           |                 | Relativa          |                   |
|                      | (a)                  | (b)          | (c)          | (d)=<br>(b)-(a)    | (e)=<br>(c)-(b) | Dic 06/<br>Dic 05 | Dic 07/<br>Dic 06 |
| Depósitos a la Vista | 2,621                | 3,111        | 3,612        | 489                | 501             | 18.7%             | 16.1%             |
| Depósito a Plazo     | 3,880                | 4,452        | 5,228        | 572                | 777             | 14.7%             | 17.4%             |
| <b>Total</b>         | <b>6,501</b>         | <b>7,562</b> | <b>8,840</b> | <b>1,061</b>       | <b>1,278</b>    | <b>16.3%</b>      | <b>16.9%</b>      |

Fuente: Banco Central del Ecuador

Por su parte, la estructura de las captaciones indica una preferencia de los depositantes por mantener recursos en forma líquida (a la vista y de ahorro). Efectivamente, a diciembre del 2007, por cada dólar captado en depósitos a plazo (sin depósitos de ahorro), hubo 2,30 en depósitos en forma líquida, esto similar a la estructura de captaciones observada a fines del 2006.

### 2.2.2.2 Crédito y Activos Externos de la Banca

En consistencia con la evolución de los depósitos, el crédito al sector privado también muestra un comportamiento variable durante el año 2007. A diciembre del 2007 el crecimiento de la cartera total es de 11,6% menor al observado en diciembre del 2006. (ver cuadro 2).

<sup>6</sup> Depósitos monetarios del sector privado (empresas y hogares), de empresas públicas no financieras, de gobiernos provinciales y locales.

<sup>7</sup> Corresponde a los depósitos de ahorro, a plazo fijo, operaciones de reporto y otros depósitos del sector privado (empresas y hogares), empresas públicas y gobiernos provinciales y locales. No se incluyen los depósitos de ahorro, plazo y otros depósitos del Gobierno Central y del IESS

Cuadro 2  
BANCA PRIVADA – CARTERA DE CRÉDITO  
(US\$ millones)

|                              | Millones US\$ |              |              | Variaciones     |                 |                   |                   |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|                              | dic-05        | dic-06       | dic-07       | Absoluta        |                 | Relativa          |                   |
|                              | (a)           | (b)          | (c)          | (d)=<br>(b)-(a) | (e)=<br>(c)-(b) | Dic 06/<br>Dic 05 | Dic 07/<br>Dic 06 |
| Cartera por Vencer           | 5,223         | 6,582        | 7,383        | 1,359           | 801             | 26,0%             | 12,2%             |
| Cartera Vencida              | 265           | 224          | 216          | -41             | -8              | -15,5%            | -3,6%             |
| <b>Total</b>                 | <b>5,488</b>  | <b>6,806</b> | <b>7,599</b> | <b>1,318</b>    | <b>793</b>      | <b>24,0%</b>      | <b>11,6%</b>      |
| <b>Índice Morosidad en %</b> | <b>4,8%</b>   | <b>3,3%</b>  | <b>2,8%</b>  |                 |                 |                   |                   |
| Comercial                    | 5,4%          | 2,8%         | 2,3%         |                 |                 |                   |                   |
| Consumo                      | 4,4%          | 4,5%         | 4,1%         |                 |                 |                   |                   |
| Vivienda                     | 1,6%          | 1,4%         | 1,3%         |                 |                 |                   |                   |
| Microcrédito                 | 7,4%          | 5,4%         | 4,3%         |                 |                 |                   |                   |

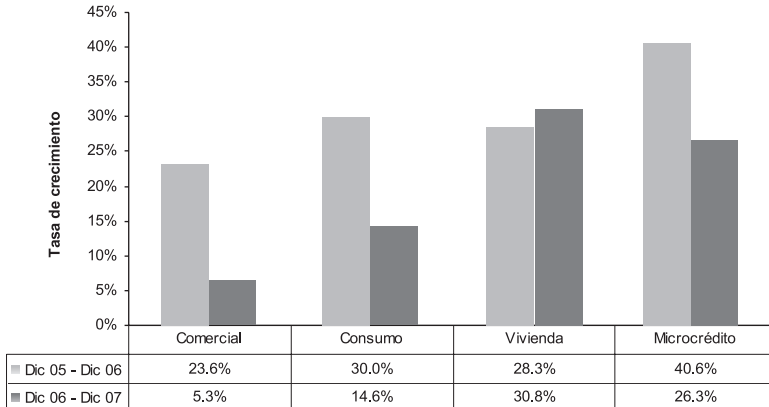
Fuente: Banco Central del Ecuador

La cartera por vencer fue superior en US\$ 801 millones con respecto al saldo registrado en diciembre del 2006, equivalente a un crecimiento de 12,2%, inferior al crecimiento anual observado el año 2006 (26,0%). Por su parte, la cartera vencida presentó una disminución de US\$ 8 millones (-3,6%) para estas mismas fechas, con lo cual el índice de morosidad se situó en 2,8%. Cabe indicar que el índice de morosidad se reduce para todos los sectores de crédito: comercial, consumo, vivienda y microcrédito (cuadro No. 2) especialmente en el sector de microcrédito.

En la estructura del saldo de cartera por tipo de crédito, la comercial continuó registrando la más alta participación (49,1%); seguida por la de consumo (29,4%); vivienda (13,7%); y microempresa (7,9%), observándose un aumento de las participaciones de los sectores de consumo, vivienda y microcrédito; y una disminución de la participación del crédito comercial. De su parte, el crédito al sector vivienda presenta una tasa de crecimiento del 30,8% con respecto a diciembre del 2006, seguido de los sectores de microcrédito y consumo que durante este período crecen en 26,3% y 14,6% respectivamente, mientras que el sector comercial presenta un aumento de 5,3%. (ver gráfico 2).

Por otro lado, en cuanto al volumen de crédito durante el período enero-diciembre del 2007, éste aumentó en 0,7%, cabe señalar que el volumen de crédito al sector comercial y vivienda con respecto al mismo período del año 2006 presentó la mayor expansión, con una tasa de crecimiento de 4,9% y 8,1% en su orden, en tanto que los sectores consumo y microcrédito presentan tasas negativas de crecimiento de 14,3% y 10,1%, respectivamente (ver cuadro 3).

Gráfico 2  
BANCA PRIVADA- CARTERA VIGENTE POR TIPO DE OPERACIÓN



Fuente: Banco Central del Ecuador

Cuadro 3  
BANCA PRIVADA: VOLUMEN DE CRÉDITO  
(US\$ millones)

|              | <i>Millones US\$</i>      |                           | <i>Variaciones</i> |                 |
|--------------|---------------------------|---------------------------|--------------------|-----------------|
|              | <b>Ene.-Dic.<br/>2006</b> | <b>Ene.-Dic.<br/>2007</b> | <b>Absoluta</b>    | <b>Relativa</b> |
| Comercial    | 6, 969                    | 7,308                     | 339                | 4.9%            |
| Consumo      | 1,526                     | 1,308                     | -219               | -14.3%          |
| Microcrédito | 859                       | 772                       | -87                | -10.1%          |
| Vivienda     | 447                       | 483                       | 36                 | 8.1%            |
| <b>Total</b> | <b>9,801</b>              | <b>9,871</b>              | <b>69</b>          | <b>0.7%</b>     |

Fuente: Banco Central del Ecuador

En resumen, si bien el crecimiento de la cartera se ha desacelerado durante el año 2007, cabe destacar que el dinamismo de la cartera por vencer en los últimos años ha implicado un aumento de su participación en el total de activos de la banca, de 49% a fines del año 2004, a 53,8% a diciembre del 2007 (ver cuadro 4).

Cuadro 4  
BANCA PRIVADA: PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES CUENTAS DEL ACTIVO  
CON RESPECTO AL ACTIVO TOTAL  
(en porcentajes)

| Fechas | Cartera de<br>Crédito por vencer | Activos<br>Externos | Activos<br>Líquidos * |
|--------|----------------------------------|---------------------|-----------------------|
| dic-04 | 49.0%                            | 29.0%               | 38.0%                 |
| dic-05 | 52.5%                            | 28.1%               | 37.0%                 |
| dic-06 | 55.2%                            | 27.5%               | 35.2%                 |
| dic-07 | 53.8%                            | 29.8%               | 37.0%                 |

\* Incluye los activos líquidos externos e internos.

Fuente: Banco Central del Ecuador

Por su parte, los activos externos<sup>8</sup> presentaron un incremento de US\$ 718 millones (27,7%) con respecto a los datos observados el 31 de diciembre del 2006. Cabe señalar que la composición de dichos activos ha cambiado; es así que mientras en el año 2004, alrededor del 60,3% de los activos externos estaban compuestos por billetes y monedas y depósitos e inversiones de corto plazo; a diciembre del 2007, dicha participación disminuyó a 53,2%. Mientras tanto, la participación de títulos valores, acciones y otras participaciones a más largo plazo se incrementó desde 39,7% a 46,8% en el mismo período.

### 2.2.3 Otras Entidades del Sistema Financiero

Las otras entidades del sistema financiero<sup>9</sup> al 31 de diciembre del 2007, presentaron un comportamiento similar al de la banca privada. Los depósitos del público reflejaron un incremento de US\$ 341 millones con respecto al 31 de diciembre del 2006, llegando a un valor de US\$ 1 602 millones. Este incremento de las captaciones fue obtenido especialmente por el sistema de cooperativas, cuyas captaciones aumentaron en US\$ 260 millones. La tasa de crecimiento anual de las captaciones de las otras entidades del sistema financiero a diciembre del 2007 (27%) aumentó en 8,0 puntos porcentuales con respecto a lo observado en el año 2006 (ver cuadro 5).

Con relación a la evolución de la cartera por vencer, ésta presentó un crecimiento de 22,3% (US\$ 355 millones) durante el período diciembre 2006-diciembre 2007. Las cooperativas es el segmento que presenta un mayor monto del crédito (US\$ 982 millones) y durante el 2007 este creció en US\$ 247 millones, 33,5% con respecto a los datos observados en diciembre del 2006. Los sectores de tarjetas de crédito, mutualista y financieras presentan las siguientes tasas de crecimiento: 42,3%, 17,7% y 8,6%, respectivamente.

<sup>8</sup> Incluye fondos disponibles en el exterior (depósitos e inversiones de corto plazo e inversiones a más largo plazo tanto en el sector público como privado).

<sup>9</sup> Incluye, el sistema de cooperativas, mutualistas, financieras privadas, tarjetas de crédito.

Cuadro 5  
OTRAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO-PASIVOS MONETARIOS

|                      | <i>Millones US\$</i> |        |        | <i>Variaciones</i> |                 |                   |                   |
|----------------------|----------------------|--------|--------|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|                      | dic-05               | dic-06 | dic-07 | Absoluta           |                 | Relativa          |                   |
|                      | (a)                  | (b)    | (c)    | (d)=<br>(b)-(a)    | (e)=<br>(c)-(b) | Dic.06/<br>Dic 05 | Dic.07/<br>Dic 06 |
| <b>Captaciones</b>   | 1,059                | 1,261  | 1,602  | 201                | 341             | 19.0%             | 27.0%             |
| Cooperativas         | 534                  | 661    | 921    | 128                | 260             | 24.0%             | 39.3%             |
| Mutualistas          | 268                  | 325    | 385    | 57                 | 61              | 21.3%             | 18.6%             |
| Financieras Privadas | 231                  | 264    | 284    | 33                 | 20              | 14.2%             | 7.5%              |
| Tarjetas de Crédito  | 27                   | 10     | 11     | -16                | 1               | -61.2%            | 6.6%              |

\* Incluye los activos líquidos externos e internos.  
Fuente: Banco Central del Ecuador

Cuadro 6  
OTRAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO-CARTERA DE CRÉDITO

|                              | <i>Millones US\$</i> |        |        | <i>Variaciones</i> |                 |                   |                   |
|------------------------------|----------------------|--------|--------|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|                              | dic-05               | dic-06 | dic-07 | Absoluta           |                 | Relativa          |                   |
|                              | (a)                  | (b)    | (c)    | (d)=<br>(b)-(a)    | (e)=<br>(c)-(b) | Dic.06/<br>Dic 05 | Dic.07/<br>Dic 06 |
| <b>Cartera Total</b>         | 1,392                | 1,694  | 2,058  | 302                | 364             | 21.7%             | 21.5%             |
| Cooperativas                 | 628                  | 766    | 1,020  | 139                | 254             | 22.1%             | 33.1%             |
| Mutualistas                  | 203                  | 223    | 259    | 19                 | 37              | 9.4%              | 16.6%             |
| Financieras Privadas         | 512                  | 649    | 701    | 137                | 52              | 26.7%             | 8.0%              |
| Tarjetas de Crédito          | 49                   | 56     | 78     | 7                  | 21              | 14.7%             | 38.0%             |
| <b>Cartera por Vencer</b>    | 1,305                | 1,593  | 1,948  | 288                | 355             | 22.1%             | 22.3%             |
| Cooperativas                 | 597                  | 736    | 982    | 138                | 247             | 23.1%             | 33.5%             |
| Mutualistas                  | 194                  | 211    | 249    | 17                 | 37              | 8.9%              | 17.7%             |
| Financieras Privadas         | 478                  | 600    | 652    | 122                | 51              | 25.6%             | 8.6%              |
| Tarjetas de Crédito          | 35                   | 46     | 65     | 10                 | 19              | 29.4%             | 42.3%             |
| <b>Cartera Vencida</b>       | 87                   | 101    | 110    | 14                 | 10              | 15.7%             | 9.5%              |
| Cooperativas                 | 30                   | 31     | 38     | 0                  | 7               | 1.5%              | 24.0%             |
| Mutualistas                  | 9                    | 11     | 11     | 2                  | 0               | 19.7%             | -4.0%             |
| Financieras Privadas         | 34                   | 49     | 49     | 15                 | 1               | 43.1%             | 1.4%              |
| Tarjetas de Crédito          | 14                   | 11     | 13     | -3                 | 2               | -23.2%            | 19.2%             |
| <b>Índice Morosidad en %</b> | 6.3%                 | 6.0%   | 5.4%   |                    |                 |                   |                   |
| Cooperativas                 | 4.8%                 | 4.0%   | 3.7%   |                    |                 |                   |                   |
| Mutualistas                  | 4.6%                 | 5.1%   | 4.2%   |                    |                 |                   |                   |
| Financieras Privadas         | 6.6%                 | 7.5%   | 7.0%   |                    |                 |                   |                   |
| Tarjetas de Crédito          | 28.0%                | 18.8%  | 16.2%  |                    |                 |                   |                   |

Fuente: Banco Central del Ecuador

Por su parte, la cartera vencida de las otras entidades del sistema financiero registró un aumento del orden del 9,5% equivalente a US\$ 10 millones para estas mismas fechas, con lo que el índice de morosidad se ubicó en 5,4%, menor al observado en diciembre del 2006. En el 2007, las tasas de morosidad más elevadas corresponden al sector de tarjetas de crédito con un índice de morosidad que se ubicó en 16,2%, porcentaje similar al observado en el 2006.

### **Concentración crediticia de las otras entidades del sistema financiero privado.**

Al 31 de diciembre del 2007, en el sector **cooperativas**, el crédito a los segmentos de microcrédito y consumo continúan siendo los más representativos con el 43,4% y 43,2% respectivamente, del total de la cartera por vencer de este sector, seguido por los segmentos vivienda y comercial con una participación del 12,3% y 1,2% en su orden.

En las **mutualistas**, el crédito hipotecario (vivienda), su principal segmento, concentró el 69,7% del saldo de la cartera por vencer seguido del crédito al sector comercial y consumo, 17,9% y 12,4% respectivamente; el segmento microcrédito no registra operaciones en este sector.

La composición de la cartera por vencer de las **sociedades financieras privadas**, tiene una alta concentración del crédito en el segmento consumo a través básicamente de las tarjetas de crédito (82,6%) y en menor medida a las actividades de financiamiento comercial (11,1%), microcrédito (4,3%) y vivienda (2,0%)

## **2.3 Sector Externo**

En el contexto de una economía dolarizada la balanza de pagos cobra mayor importancia como instrumento de análisis, pues al no contar con la posibilidad de emitir circulante, ni de modificar la paridad de la moneda, los cambios en la liquidez de la economía (la oferta de circulante) dependen del resultado de las cuentas externas. Asimismo, el no disponer de instrumentos de política cambiaria, hace imprescindible el monitoreo del comportamiento del sector externo para formular políticas económicas alternativas (i.e., política comercial, en especial la arancelaria, política fiscal) capaces de contrarrestar posibles choques exógenos.

### **2.3.1 Cuenta corriente y balanza comercial<sup>10</sup>**

El resultado de la cuenta corriente ha estado determinado por el desempeño de la balanza comercial, así en los últimos años, el sector externo reflejó resultados superavitarios en la cuenta corriente vinculados, principalmente, a la evolución creciente del precio del petróleo en el mercado internacional así como a mayores ingresos de recursos provenientes de las remesas de emigrantes. Un superávit en la cuenta corriente implica que los residentes de la economía ecuatoriana han aumentado sus activos netos frente al exterior.

<sup>10</sup>En base a la información de comercio exterior registrado por la Corporación Aduanera Ecuatoriana.

Cuadro 7  
BALANZA DE PAGOS  
PRESENTACIÓN ANALÍTICA \*

|   | años            |                 | enero - septiembre |                 |
|---|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|
|   | 2005            | 2006 p/         | 2006               | 2007            |
| <b>1 CUENTA CORRIENTE</b>               | <b>322.0</b>    | <b>1,539.6</b>  | <b>1,348.0</b>     | <b>954.2</b>    |
| <i>Bienes</i>                           | <b>758.3</b>    | <b>1,765.2</b>  | <b>1,568.9</b>     | <b>1,212.2</b>  |
| Balanza comercial (comercio registrado) | 534.1           | 1,448.7         | 1,331.8            | 957.2           |
| Exportaciones                           | 10,100.0        | 12,728.2        | 9,619.2            | 9,847.4         |
| Petróleo y derivados                    | 5,869.8         | 7,544.5         | 5,866.8            | 5,648.3         |
| Las demás                               | 4,230.2         | 5,183.6         | 3,752.4            | 4,199.1         |
| Importaciones                           | 9,565.9         | -11,279.5       | -8,287.4           | -8,890.2        |
| Bienes de consumo                       | -2,353.8        | -2,598.4        | -1,883.0           | -1,932.1        |
| Otros                                   | -7,212.1        | -8,681.0        | -6,404.4           | -6,958.1        |
| Comercio No registrado y "Otros" neto   | 224.2           | 316.5           | 237.1              | 255.0           |
| <i>Servicios</i>                        | <b>-1,129.9</b> | <b>-1,324.9</b> | <b>-957.4</b>      | <b>-1,062.4</b> |
| Servicios prestados                     | 1,012.1         | 1,016.4         | 760.6              | 850.0           |
| Servicios recibidos                     | -2,142.0        | -2,341.3        | -1,718.1           | -1,912.4        |
| <i>Renta</i>                            | <b>-1,941.6</b> | <b>-1,950.0</b> | <b>-1,483.8</b>    | <b>-1,530.9</b> |
| Renta recibida                          | 86.4            | 165.0           | 116.4              | 188.3           |
| Renta pagada                            | -2,028.1        | -2,115.0        | -1,600.1           | -1,719.2        |
| <i>Transferencias corrientes</i>        | <b>2,635.2</b>  | <b>3,049.3</b>  | <b>2,220.3</b>     | <b>2,335.3</b>  |
| d/c remesas de emigrantes (netas)       | 2,405.3         | 2,858.7         | 2,117.4            | 2,259.6         |
| <b>2 CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b> | <b>-101.7</b>   | <b>-2,061.8</b> | <b>-1,100.8</b>    | <b>563.7</b>    |
| <i>Cuenta de capital</i>                | 13.0            | 13.8            | 8.5                | 13.0            |
| <i>Cuenta Financiera</i>                | -114.8          | -2,075.6        | -1,109.3           | 550.6           |
| Inversión directa                       | 493.4           | 270.7           | 124.2              | 470.8           |
| Inversión de cartera (neto)             | 365.9           | -1,383.9        | -1,340.3           | 19.9            |
| Otra inversión (1)                      | -974.0          | -962.5          | 106.9              | 59.9            |
| <b>3 ERRORES Y OMISIONES</b>            | <b>445.9</b>    | <b>391.6</b>    | <b>436.3</b>       | <b>18.8</b>     |
| <b>BALANZA DE PAGOS GLOBAL (1+2+3)</b>  | <b>666.1</b>    | <b>-130.6</b>   | <b>683.5</b>       | <b>1,536.7</b>  |
| <b>FINANCIAMIENTO</b>                   | <b>-666.1</b>   | <b>130.6</b>    | <b>-683.5</b>      | <b>-1,536.7</b> |
| Activos de reserva (2)                  | -709.6          | 123.6           | -706.9             | -1,587.8        |
| Financiamiento Excepcional (3)          | 43.5            | 7.1             | 23.4               | 51.0            |

p/ Provisional

\* Presentación conforme a la Metodología del V Manual de Balanza de Pagos

Notas:

<sup>1/</sup> Considera el movimiento de la deuda pública y privada que no está vinculada al movimiento de los títulos de deuda.

<sup>2/</sup> Corresponde a la variación de la Reserva de Libre Disponibilidad. Signo negativo significa incremento.

<sup>3/</sup> Incluye condonaciones, atrasos y pago de atrasos de periodos anteriores



A septiembre del 2007, el Ecuador mostró un superávit en la cuenta corriente de US\$ 954 millones (equivalente a 2,1% del PIB), cifra inferior al resultado observado durante enero-septiembre del 2006 (US\$ 1348 millones). El **superávit comercial** de US\$ 1 212 millones a septiembre del 2007 es el resultado de un continuo y creciente superávit en los últimos trimestres (US\$ 6 millones en el primer trimestre, US\$ 340 millones en el segundo trimestre y US\$ 866 millones en el tercer trimestre del 2007) que se explica por la recuperación de las exportaciones petroleras a partir del segundo trimestre, las mismas que reflejan un incremento en el precio del crudo ecuatoriano al pasar, en promedio, de US\$ 44,91 por barril en el primer trimestre del año a US\$ 54,6 por barril en el periodo enero-septiembre 2007. A pesar de esta favorable coyuntura en el precio, las exportaciones petroleras observadas (US\$ 5 648 millones) no han alcanzado los niveles observados a septiembre del 2006 (US\$ 5 867 millones), reflejando una disminución de 3,7% como consecuencia de una disminución en el volumen exportado.

La **balanza comercial petrolera** a septiembre del 2007 alcanzó US\$ 3 852 millones, presentando una caída de 5,6% frente a similar periodo del año 2006, como consecuencia de la reducción en el volumen exportado de petróleo crudo (8,5%) al pasar de 102,2 millones de barriles en enero-septiembre del 2006 a 93,6 millones de barriles a septiembre del 2007.

En cuanto a la **balanza comercial no petrolera**, en el periodo analizado, el déficit ascendió a US\$ 2 894 millones, superior en US\$ 145 millones al déficit observado en igual periodo del 2006 (US\$ 2 749 millones).

Las exportaciones no petroleras presentaron un desempeño positivo durante el periodo de análisis, registrando un crecimiento en valor de 11,9% alcanzando US\$ 4 199 millones, explicado por mayores volúmenes de ventas externas (-8,4%) frente a los registrados en igual periodo del año anterior así como por un incremento en nivel de precios (3,1%).

Durante los nueve meses del 2007, las exportaciones de **banano y plátano** contribuyeron con el 54,6% del total de los ingresos por exportaciones tradicionales y con el 22,8% de las exportaciones no petroleras alcanzando US\$ 957 millones. El volumen de estas ventas externas aumentó en 8,3% (llegando a US\$ 4 009 miles de toneladas métricas) mientras que el precio de venta registró una caída de 3,6% al ubicarse en promedio en US\$ 239 por ton. métr.

El valor de las exportaciones de **camarón** (US\$ 429 millones), representó el 24,5% del total de exportaciones tradicionales y el 10,2% de las no petroleras. A septiembre del 2007, estas exportaciones registraron una reducción en valor de 1,5%, resultado que refleja menores precios internacionales (4,1%) que cotizaron al crustáceo en US\$ 4 845 por ton. métr. Esta caída en los precios fue compensada parcialmente con el incremento de 2,8% en el volumen exportado totalizando US\$ 88,5 miles de ton. métr.

En el periodo de análisis, el desempeño de las exportaciones de **atún y pescado** fue positivo en términos de valor (US\$ 76 millones) pues registró un crecimiento de 9,9% a pesar de la caída observada en el nivel de precios (4%) cotizándose en US\$ 2 876 por ton. métr.

Las exportaciones de **cacao en grano** registraron un alto dinamismo pues presentó un crecimiento de 62,3% en valor (alcanzando US\$ 149 millones), principalmente por mejores precios de exportación debido a la diversificación del producto exportado, por lo que los precios de venta al exterior registraron una importante recuperación frente al año 2006 (63,5%) al ubicarse en US\$ 2 151 por ton.mét. El volumen exportado pasó de 61,3 ton.mét en enero – septiembre 2006 a 60,9 ton.mét en el mismo período del 2007 reflejando una caída de 0,7%.

En cuanto a las ventas externas de **flores** naturales, éstas representaron el 14,0% del total de ingresos por exportaciones no tradicionales y el 8,1% de las exportaciones no petroleras. A pesar del favorable precio para las flores ecuatorianas en el mercado internacional (US\$ 4 921.6 por ton.mét a septiembre del 2007 frente a US\$ 4 318 por ton.mét en el 2006) se observa una reducción en el volumen exportado de 10,7%. En su conjunto, el valor exportado se incrementó en 6,2% ubicándose en US\$ 342 millones.

En cuanto a las importaciones, las de bienes de consumo ascendieron a US\$ 1 932 millones, representando un aumento de 2,6% en valor. Este incremento es el resultado de un incremento en el volumen importado (0,8%) así como en los precios unitarios (1,8%).

Las cifras a septiembre del 2007 reflejan que los bienes de consumo no duradero (US\$ 1 217 millones), que representaron el 13,7% del total de importaciones, crecieron en 12,8% en valor, desglosado en un aumento del volumen de 6,2% y en el valor unitario de 6,7%. En este grupo, el rubro de mayor participación es el de productos farmacéuticos (US\$ 520 millones).

El valor de las importaciones de bienes de consumo duradero, alcanzó US\$ 715 millones y representaron el 8,0% del total importado a septiembre del 2007, y mostraron un decrecimiento en valor de 11% debido a menores cantidades importadas (-12%).

Las importaciones de materias primas registraron las mayores tasas de crecimiento en valor (17,1%) frente a lo observado en el mismo período del 2006. A septiembre del 2007, estas importaciones alcanzaron un valor de US\$ 2 947 millones, representando cerca de un tercio del valor total importado. Dentro de este grupo se destaca “materias primas para la industria” que alcanzó US\$ 2 332 millones.

En relación con la importación de bienes de capital (US\$ 2 213 millones), se observa un mayor volumen importado (8,9%), destinado al sector “equipo de transporte” que considera tractores, camiones y vehículos con cilindraje superior a los 3000 cc. El sector agrícola y la industria también demandaron mayores unidades de bienes de capital lo que da cuenta de una actualización tecnológica de la industria y de la agricultura ecuatoriana.

## Balanza de Servicios

En el periodo enero-septiembre del 2007, el **déficit de la balanza de servicios** (US\$ -1 062 millones) fue mayor en 11,0% con respecto al mismo periodo del 2006. Esto se explica principalmente por un aumento en los pagos al exterior por servicio de transporte (14,6%) por US\$ 978 millones que fue ligeramente compensado con ingresos recibidos por viajes (US\$ 456 millones) que se incrementaron en 24,8%.

## Balanza de Renta

Por su parte, en el periodo de análisis, la balanza de renta fue deficitaria en US\$ -1 531 millones, monto superior en 3,2% al registrado en el mismo periodo del 2006 (US\$ -1 484 millones).

La renta recibida por concepto de los rendimientos de las inversiones en el exterior sumó US\$ 188 millones, 61,8% más que en el primer semestre del 2006.

La renta pagada (US\$ 1 719 millones) comprende básicamente, los intereses por préstamos tanto de deuda pública como deuda privada, así como los dividendos y utilidades reinvertidas.

## Transferencias Corrientes

A septiembre del 2007 la balanza de transferencias corrientes ascendió a US\$ 2 335 millones, explicado fundamentalmente por el ingreso de remesas familiares (US\$ 2 260 millones).

### 2.3.2 Cuenta de Capital y Financiera

La cuenta de capital y financiera refleja financiamiento externo neto, el cual presentó un resultado positivo de US\$ 564 millones, a diferencia del déficit observado en enero - septiembre del 2006 (US\$ 1 101 millones).

El flujo de inversión directa en el Ecuador fue positivo en US\$ 471 millones, reflejando un ingreso de recursos a la economía básicamente en el área petrolera (US\$ 282 millones). La inversión de cartera y el movimiento neto de deuda pública y privada ascendieron a US\$ 20 millones y US\$ 60 millones respectivamente.

## Reserva Internacional de Libre Disponibilidad (RILD)

En el periodo enero-septiembre del 2007, la RILD reflejó una importante acumulación de recursos por US\$ 1 588 millones, alcanzando un saldo a septiembre del 2007 de US\$ 3 611 millones.

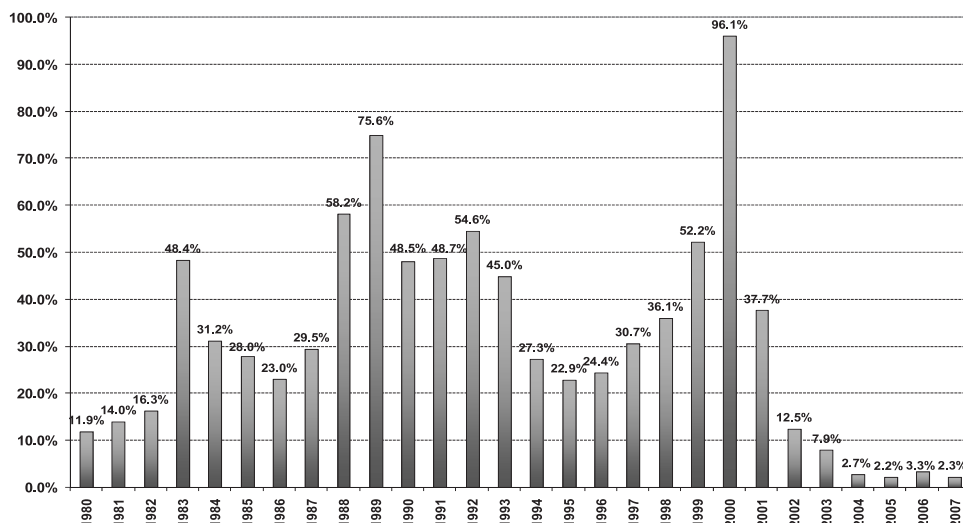
### 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento

#### 3.1 Evolución de los precios

*Respecto a este primer criterio de convergencia, Ecuador ha cumplido con holgura la meta establecida, respecto a alcanzar una tasa de inflación de un dígito. A partir de la adopción de la dolarización, la inflación ecuatoriana tiende a caer de manera progresiva, registrándose inflaciones a fin de período de un dígito desde el año 2002. En el 2007, la inflación promedio se ubicó en 2,3% y a diciembre se situó en 3,32%.*

Desde la adopción del esquema de dolarización se observa una reducción de las presiones inflacionarias en la economía ecuatoriana. Así, la inflación promedio anual pasó de 35,4% en el período 1995-1999 a 5,08% entre los años 2001 y 2007. Para el año 2007, la inflación promedio se ubicó en 2,3%, siendo así una de las más bajas en el marco de la región latinoamericana.

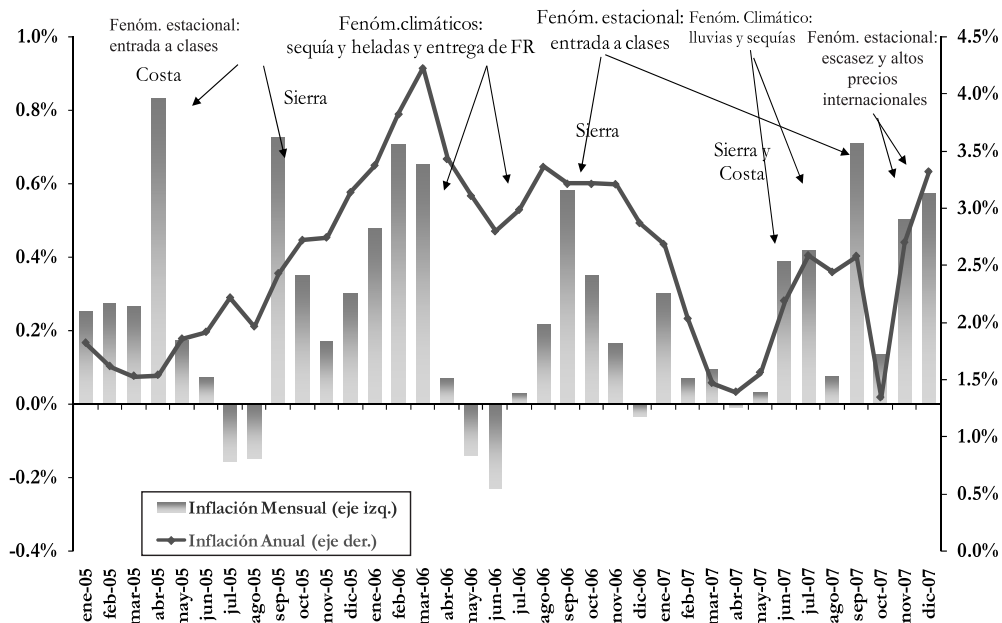
Gráfico 3  
INFLACIÓN PROMEDIO ANUAL



Ante la ausencia de presiones devaluatorias y ante la imposibilidad de la autoridad monetaria de emitir dinero sin un respaldo en la producción de la economía, las expectativas de inflación de los agentes fueron anclándose de manera progresiva. De esta manera, durante los últimos años las mayores presiones inflacionarias en la economía ecuatoriana se asocian fundamentalmente con choques exógenos negativos en la oferta, los mismos que se han suscitado por i) fenómenos de orden climático que afectan a la oferta de ciertos productos alimenticios; y, ii) variación de precios internacionales en materias primas y commodities. Ejemplo de ello fue lo ocurrido en el último trimestre del año 2005, primeros meses del 2006 y finales del 2007 (Ver gráfico No. 4). Adicionalmente, se debe considerar que el ritmo de crecimiento de los precios ha estado marcado por periodos estacionales, relacionados con la entrada a clases en la región Costa y en la Sierra.

Por el lado de la demanda, no se ha registrado choques con incidencia significativa en el ritmo de crecimiento de los precios, ni aún la devolución de los Fondos de Reserva del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), que en el caso del año 2007, alcanzó US\$ 130 millones, que constituye un monto menor al registrado en años anteriores. Sin embargo, se debe considerar que los incrementos salariales ejecutados en el Sector Público no Financiero, registrarían una tasa de crecimiento nominal del orden de 18% frente al año previo.

Gráfico 4  
 INFLACIÓN ANUAL



Durante el primer semestre del 2007, la inflación promedio anual se situó en 1,9%, inferior a la registrada en similar período del año anterior (3,5%). Cabe resaltar que en los primeros cuatro meses del 2007, la inflación anual registró una tendencia decreciente pasando de 2,68% en el mes de enero a 1,39% en abril. Esta evolución respondió a las condiciones climáticas favorables que influyeron positivamente en la producción y oferta de productos agrícolas en el mercado interno. A partir de mayo del 2007, la situación empieza a revertirse, al ubicarse la inflación anual en 1,56%. En junio, se observa un repunte en esta inflación, la misma que alcanzó 2,19%, mientras que la variación mensual fue de 0,39%. Por su parte, la inflación acumulada alcanzó 0,87%, que si bien se sitúa por debajo de la registrada a junio del año anterior (1,54%), es casi el doble del porcentaje registrado en el mes anterior (mayo) que alcanzó 0,48%. Este incremento en el nivel de precios es el resultado del aumento en varios productos alimenticios representativos de la canasta debido al exceso de lluvias en la región Sierra, que perjudicó la producción agrícola, así como al repunte de precios de ciertos productos (trigo) a nivel internacional. Cabe señalar que tradicionalmente, el mes de junio presenta tasas de inflación bajas, así, en junio del año 2006 se registró una deflación de 0,23% y en junio del 2005, una inflación de 0,07%.

El repunte inflacionario iniciado desde junio del 2007 continuó en el segundo semestre de ese año. A diciembre del 2007, la inflación mensual registró 0,57%, nivel que se explica por el incremento de precios de rubros como los de prendas de vestir, muebles, alimentos y bebidas no alcohólicas. La inflación anual a diciembre del 2007 se situó en 3,32%, mayor a la alcanzada 12 meses atrás (2,9%).

En el mes de diciembre del 2007, los precios al consumidor tuvieron un mayor incremento en comparación con las cifras históricas, debido fundamentalmente al incremento en el precio de los productos alimenticios que registraron el 1,41% en diciembre, mismo que contrasta con la deflación registrada en diciembre del año anterior.

Entre las causas más importantes que generaron las alzas en los precios durante la segunda mitad del año 2007, se pueden mencionar las siguientes:

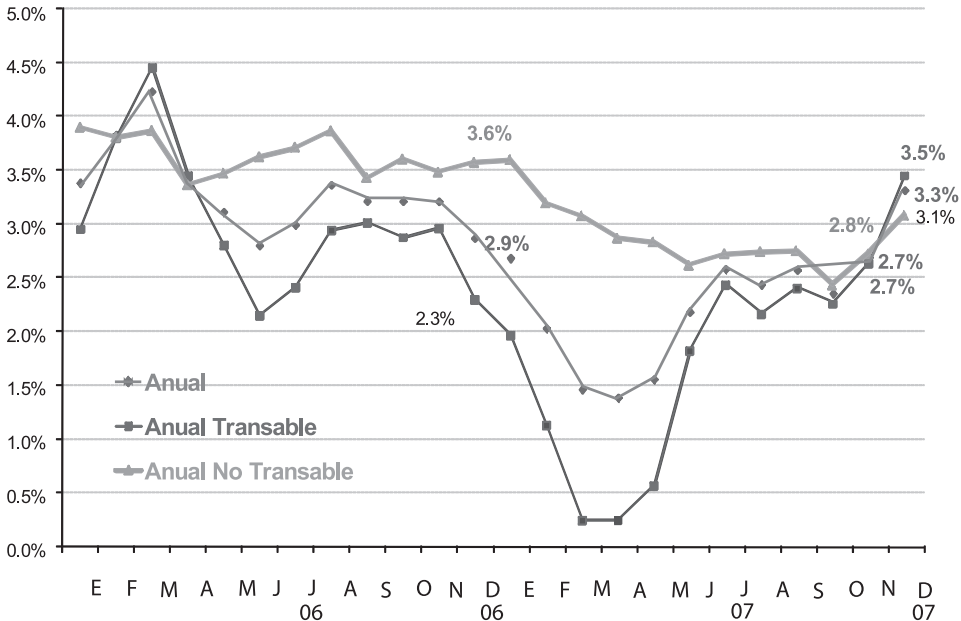
- i. La escasez en varios alimentos, fundamentalmente agrícolas, debido a sequías e inundaciones, en los meses de julio, lo que contribuyó a la mayor inflación del grupo alimenticio.
- ii. La intermediación y especulación en la cadena de comercialización.
- iii. El incremento del precio internacional de materias primas, que implicó una elevación de los costos de producción y un alza de los precios internos como los siguientes:
  - Derivados del petróleo, puesto que sus precios afectan a los de materias primas o insumos de producción importados, como fertilizantes, productos acrílicos del sector textil, pintura etc.
  - Materias primas importadas, como la harina de trigo.

- iv. El incremento del precio de materias primas nacionales como la leche, que también generó un aumento de los costos de producción, así como de los precios internos.
- v. En el mes de septiembre el incremento mensual y anual de los precios obedece al inicio del año escolar en la región de la Sierra, por lo que la división de consumo de Educación a nivel mensual y anual fue la más inflacionaria.
- vi. Otro factor a ser considerado es la depreciación del dólar de los Estados Unidos de América, en cuanto encarece los precios de los productos que provienen del exterior y repercuten en el mercado nacional.

**Bienes Transables y No Transables**

Durante el año 2007 la inflación anual de los bienes no transables, registró una tendencia decreciente, salvo un repunte en los dos últimos meses hasta alcanzar a fines de año 3,1% anual.

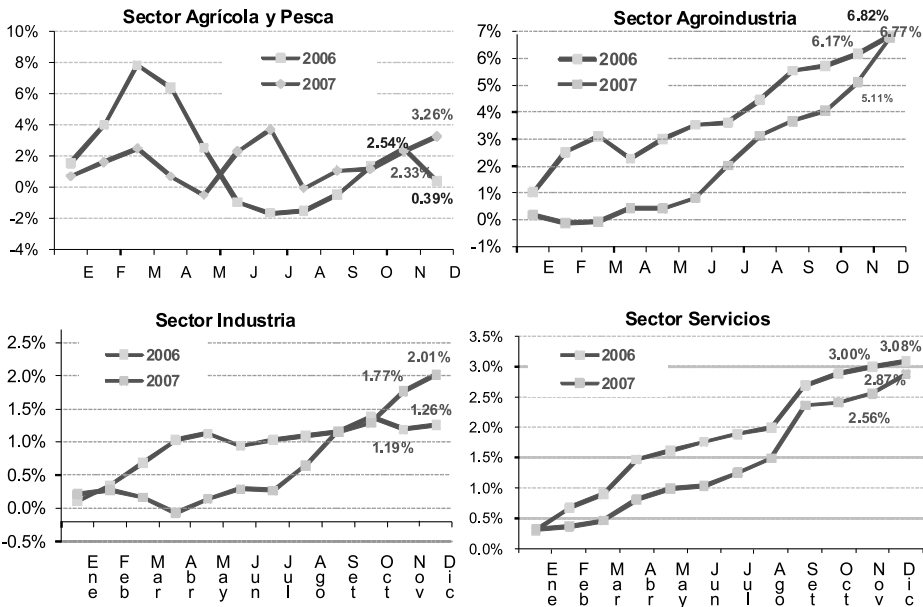
Gráfico 5  
INFLACIÓN ANUAL DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Por su parte, la inflación anual observada durante el año 2007 sigue una tendencia similar a la de la inflación de bienes transables; durante los primeros meses del año, se observa una reducción, revirtiéndose esta tendencia entre mayo y diciembre, con tasas anuales promedio de inflación de 2,5%. Los **bienes transables** alcanzaron una inflación acumulada durante el año 2007 de 3,5%, ubicándose por encima del porcentaje (2,3%) observado en el mismo período del año anterior.

Al analizar la inflación acumulada por sectores económicos, durante el año 2007 se observa que los sectores agroindustria y servicios, presentan tasas inferiores a las correspondientes del año 2006. En el sector industria la inflación acumulada en noviembre y diciembre del 2007 supera a las de los mismos meses del año 2006. A fines del 2007, la inflación acumulada en el sector agrícola y pesca supera a la observada en diciembre del 2006.

Gráfico 6  
INFLACIÓN ACUMULADA 2006 Y 2007: POR SECTOR ECONÓMICO



Específicamente, desde el mes de junio hasta diciembre, los productos alimenticios clasificados dentro del sector Agrícola y Pesca presentaron un incremento inflacionario. En efecto, las favorables condiciones climáticas que influyeron positivamente en la producción y oferta de productos agrícolas en el mercado interno de enero a mayo del 2007, se revirtió desde el mes de junio hasta finales de ese año.

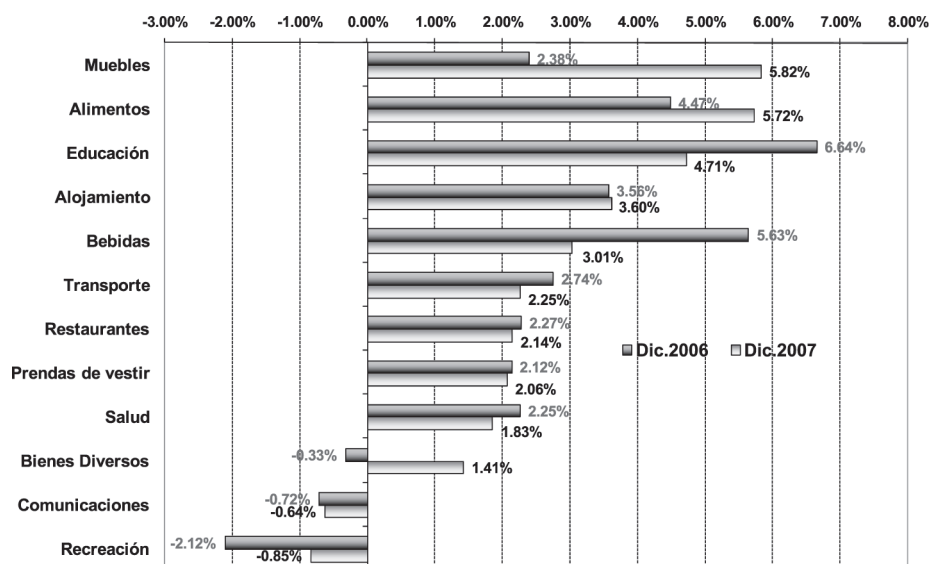


Esta situación obedeció a diversos aspectos: i) cambios climáticos, como el exceso de lluvias en la Sierra y sequías en la Costa; ii) la continua erupción del volcán Tungurahua, que afectó a la producción agrícola y de alimentos; iii) movimientos especulativos que incidieron en la escasez del gas doméstico, desabastecimiento en la comercialización de ciertos productos alimenticios, entre otros. En este contexto, la inflación acumulada del sector “Agrícola y Pesca” pasó de -0,50% en el mes de mayo del 2007 a 3,26% en el mes de diciembre de este año.

Por otra parte, el sector industrial también contribuyó al incremento en la inflación acumulada: En el mes de abril fue del orden de -0,07% y a finales del 2007 alcanzó 2,01%. Este comportamiento se explica básicamente por el repunte en el alza de los precios de varios productos a nivel internacional, especialmente los utilizados como materias primas o insumos de producción (fertilizantes, el trigo, la leche, aceite y el arroz).

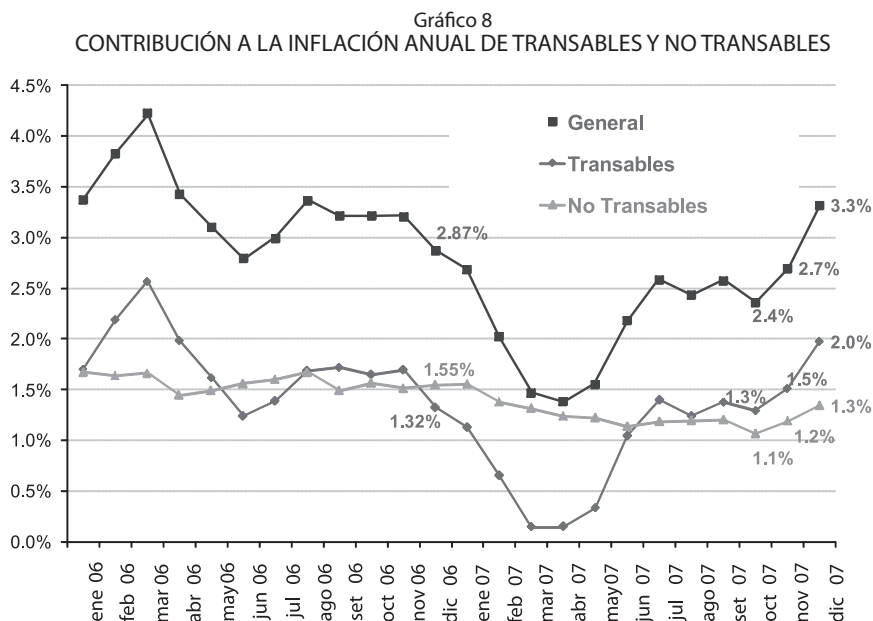
Por su parte, los **bienes no transables** alcanzaron una inflación acumulada durante el año 2007 de 3,1%, inferior a la alcanzada en el mismo período del año anterior (3,6%). En este grupo de bienes se observa una mayor desaceleración de la inflación a partir del mes de febrero del 2007, principalmente en los precios de educación, transporte y alojamiento.

Gráfico 7  
INFLACIÓN ACUMULADA POR DIVISIONES DE CONSUMO  
AÑOS 2006 Y 2007



Al hacer el análisis de la inflación de bienes y servicios por divisiones de consumo, se observa que los rubros de educación, bebidas, transporte y salud presentan la mayor desaceleración en su inflación acumulada al mes de diciembre del 2007, en comparación con el mismo periodo del año previo. Así, la inflación acumulada de “educación” pasó de 6.64% en diciembre del 2006, a 4,71% en el mismo periodo del año 2007; el rubro “bebidas” pasó de 5,63% a 3,01%; los rubros “transporte” y “salud”, se redujeron de 2,74% y 2,25% respectivamente, en diciembre del 2006, a 2,25% y -0,083% en el mismo orden, en diciembre del 2007.

En cuanto a la **contribución de los bienes transables y no transables a la inflación anual**, a diciembre del 2007 la mayor contribución corresponde a los bienes transables (2%), porcentaje superior al de diciembre del 2006 (1,32%), como se observa en el Gráfico No.8.



### 3.2 Evolución de las Finanzas Públicas

*El segundo criterio de convergencia hace referencia al déficit del Sector Público No Financiero de cada País Miembro de la CAN, el mismo que “no debería exceder del 3% del PIB; transitoriamente, durante el periodo 2002, - 2006, podría ser de 4% del PIB”.*

*Al respecto, desde el año 2000, Ecuador ha venido registrando consecutivamente un resultado superavitario del SPNF, determinado básicamente por la posición financiera del IESS y de los fondos que recogen los ingresos excedentarios provenientes de la exportación del crudo.*

Al momento, no se dispone de información actualizada a diciembre del año 2007, pues aún no se cierran los balances correspondientes. En este sentido, a continuación se presenta las cifras del período enero – noviembre del 2007.

### 3.2.1 Análisis del Sector Público No Financiero

#### 3.2.1.1 Análisis de los ingresos y gastos del SPNF

**Ingresos Efectivos.** - los ingresos efectivos para el periodo enero- noviembre del 2007 son de US\$ 11 821,1 millones, siendo US\$ 1 409,9 millones mayores a los registrados en el mismo periodo del año 2006 (US\$ 10 411,2 millones), lo cual representa un incremento del 13,5%. El crecimiento de los ingresos totales en el año 2007 responde a una buena gestión en la recaudación tributaria, un mejor desempeño de las empresas públicas y al incremento de las contribuciones a la seguridad social. Por otro lado, los ingresos petroleros exhiben un decrecimiento del 5,5%.

Cuadro 8  
INGRESOS EFECTIVOS EN MILLONES DE US\$  
Enero – Noviembre

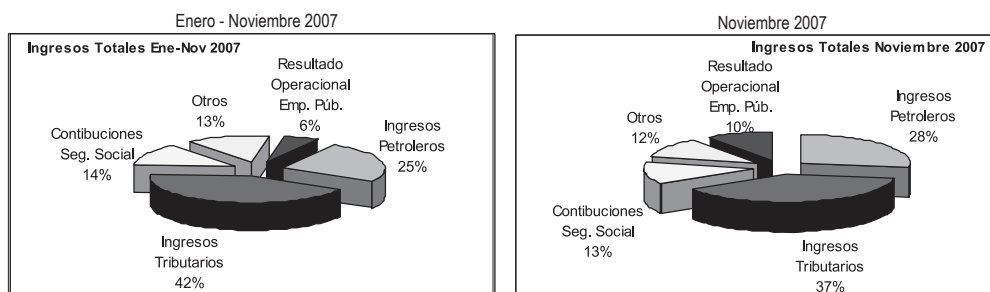
|  | 2006<br>Ene-Nov  | 2007<br>Ene-Nov  | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|--|------------------|------------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Ingresos Totales</b>                | <b>10.411,22</b> | <b>11.821,11</b> | <b>1.409,89</b>    | <b>13,54%</b>   | <b>1.226,06</b>   |
| <b>Ingresos Petroleros</b>             | <b>3.076,73</b>  | <b>2.908,33</b>  | <b>-168,40</b>     | <b>-5,47%</b>   | <b>342,22</b>     |
| <b>Ingresos No Petroleros</b>          | <b>7.347,10</b>  | <b>8.251,79</b>  | <b>904,69</b>      | <b>12,31%</b>   | <b>766,12</b>     |
| Ingresos Tributarios                   | 4.577,02         | 5.067,61         | 490,59             | 10,72%          | 468,59            |
| Renta y Utilidades                     | 1.366,81         | 1.564,08         | 197,26             | 14,43%          | 105,44            |
| IVA                                    | 2.244,46         | 2.496,12         | 251,66             | 11,21%          | 257,08            |
| ICE                                    | 316,35           | 317,68           | 1,33               | 0,42%           | 33,62             |
| Arancelarios                           | 586,68           | 622,54           | 35,86              | 6,11%           | 68,85             |
| Otros Impuestos                        | 62,70            | 67,19            | 4,49               | 7,16%           | 3,60              |
| Contribuciones Seg. Social             | 1.350,58         | 1.634,06         | 283,48             | 20,99%          | 155,84            |
| Otros                                  | 1.419,50         | 1.550,12         | 130,61             | 9,20%           | 141,69            |
| <b>Resultado Operacional Emp. Púb.</b> | <b>-12,61</b>    | <b>661,00</b>    | <b>673,60</b>      | <b>5342,82%</b> | <b>117,72</b>     |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF/SCM

Los ingresos totales efectivos del SPNF en el mes de noviembre del 2007 son de US\$ 1 226,1 millones, lo que representa un incremento de 18,2% con respecto del valor registrado en el mismo mes del año 2006 (US\$ 1 037,6 millones).

En el mes de noviembre de 2007 los ingresos del SPNF presentan la siguiente composición: Tributarios 37%, Petroleros 28%, Contribuciones a la Seguridad Social 13%, Resultado Operacional de las Empresas Públicas 10%, y otros 12%.

Gráfico 9  
COMPOSICIÓN INGRESOS EFECTIVOS



Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF / SCM

Los ingresos petroleros del mes de noviembre del 2007 (US\$ 342,2 millones) son superiores al promedio mensual del año (US\$ 264,4 millones), circunstancia que ratifica la tendencia positiva que este rubro registra desde el mes de septiembre del 2007.

Al comparar la composición de los ingresos del mes de noviembre del 2007, con los del periodo enero – noviembre del mismo año, se observa un incremento significativo en la participación de los ingresos por resultados operacionales de las empresas públicas, este hecho es ocasionado principalmente por el incremento de las transferencias realizadas por el fondo de solidaridad al SPNF.

Cuadro 9  
GASTOS DEVENGADOS EN MILLONES DE US\$  
Enero – Noviembre

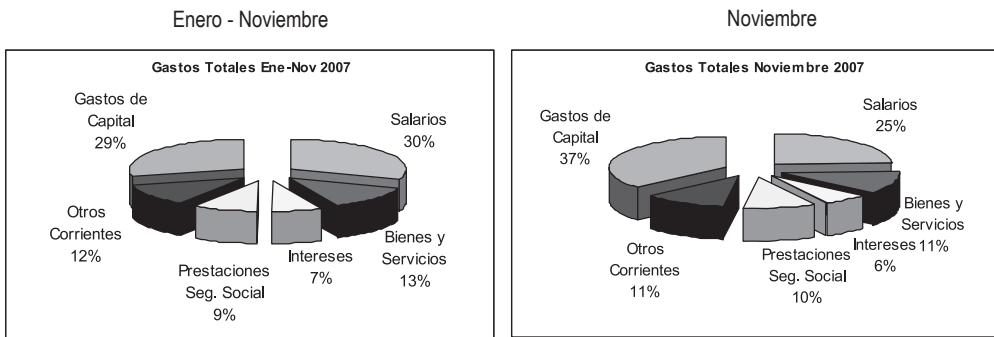
|                          | 2006<br>Ene-Nov | 2007<br>Ene-Nov  | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|--------------------------|-----------------|------------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Gastos Totales</b>    | <b>8.608,88</b> | <b>10.558,25</b> | <b>1.949,38</b>    | <b>22,64%</b>   | <b>1.108,63</b>   |
| <b>Gastos Corrientes</b> | <b>6.913,44</b> | <b>7.546,27</b>  | <b>632,83</b>      | <b>9,15%</b>    | <b>705,02</b>     |
| Salarios                 | 2.717,69        | 3.209,48         | 491,79             | 18,10%          | 271,02            |
| Bienes y Servicios       | 1.310,40        | 1.333,56         | 23,16              | 1,77%           | 127,28            |
| Intereses                | 809,55          | 760,97           | -48,58             | -6,00%          | 69,24             |
| Prestaciones Seg. Social | 1.111,51        | 943,88           | -167,62            | -15,08%         | 126,80            |
| Otros Corrientes         | 964,29          | 1.298,38         | 334,08             | 34,65%          | 110,67            |
| <b>Gastos de Capital</b> | <b>1.695,44</b> | <b>3.011,98</b>  | <b>1.316,54</b>    | <b>77,65%</b>   | <b>403,62</b>     |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF / SCM

**Gastos Devengados.**- los gastos devengados del SPNF en el periodo enero – noviembre del 2007 son de US\$ 10 558,3 millones, siendo US\$ 1 949,4 millones mayores a los registrados en el mismo periodo del año 2006 (US\$ 8 608,9 millones), lo que representa un crecimiento del 22,6%.

Este crecimiento se debe principalmente al incremento sostenido de las categorías de gasto de inversión (77,7%), sueldos y salarios (18,1%), y otros gastos corrientes (34,7%). A su vez se evidencia una disminución en los gastos en intereses (-6 %) y prestaciones sociales (-15,1%).

Gráfico 10  
 COMPOSICIÓN GASTOS DEVENGADOS



Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
 Elaboración: MF / SCM

En noviembre del año 2007, los gastos devengados del SPNF alcanzan un valor de US\$ 1 108,6 millones, lo que implica un incremento de US\$ 218,4 millones con respecto al registro del mes de noviembre de 2006 (US\$ 890,2 millones), es decir, un incremento del 24,5%.

El gasto del SPNF correspondiente al mes de noviembre de 2007 presenta la composición: sueldos y salarios 25%, inversión 37%, bienes y servicios 11%, prestaciones de la seguridad social 10%, intereses 6%, y otros gastos corrientes 11%.

Al comparar la composición de los gastos devengados del mes de noviembre del 2007 con la del periodo enero – noviembre del mismo año, se observa una mayor participación de los gastos relacionados a prestaciones sociales e inversión.

**3.2.1.2 Resultado del SPNF**

Para el periodo enero – noviembre 2007, el resultado global –RG- del SPNF muestra un superávit de US\$ 1 336,3 millones que, comparado con los US\$ 1 830,7 millones registrados en el mismo periodo del año anterior, muestra un decrecimiento de 27%.

El RG del SPNF obtenido en el periodo de análisis equivale al 3% del PIB, el cual al ser comparado con el 4,4% del PIB que se registra en el 2006 muestra una reducción de 1,4 puntos porcentuales del PIB en el indicador. Análogo comportamiento se presenta para el resultado primario, el cual pasa de US\$ 2 640,2 millones en periodo enero - noviembre del 2006 a US\$ 2 097,3 millones en el mismo periodo del 2007.

El mes de noviembre de 2007 registra un resultado global de superávit de US\$ 122,5 millones y un resultado primario de superávit US\$ 191,8 millones.

Cuadro 10  
RESULTADO FISCAL  
Enero – Noviembre

|                             | 2006<br>Ene-Nov | 2007<br>Ene-Nov | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Ingresos Totales</b>     | 10.411,22       | 11.821,11       | 1.409,89           | 13,54%          | 1.226,06          |
| <b>Gastos Totales</b>       | 8.608,88        | 10.558,25       | 1.949,38           | 22,64%          | 1.108,63          |
| <b>Ajustes de Tesorería</b> | -28,31          | -73,43          | -45,13             | 159,43%         | -5,10             |
| <b>Resultado Global</b>     | 1.830,65        | 1.336,29        | -494,36            | -27,00%         | 122,52            |
| % del PIB                   | 4,4%            | 3,0%            |                    |                 |                   |
| <b>Resultado Primario</b>   | 2.640,20        | 2.097,26        | -542,94            | -20,56%         | 191,76            |
| % del PIB                   | 6,4%            | 4,7%            |                    |                 |                   |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF/SCM

### 3.2.2 Presupuesto y Análisis del Gobierno Central

#### 3.2.2.1 Análisis de los ingresos y gastos del Gobierno Central – GC

**Ingresos Efectivos.**- los ingresos totales efectivos del GC en el periodo enero – noviembre del 2007 son de US\$ 7 446,2 millones, que comparado con los US\$ 6 303,2 millones registrados en el mismo periodo del año 2006 muestran un incremento de 18,1%.

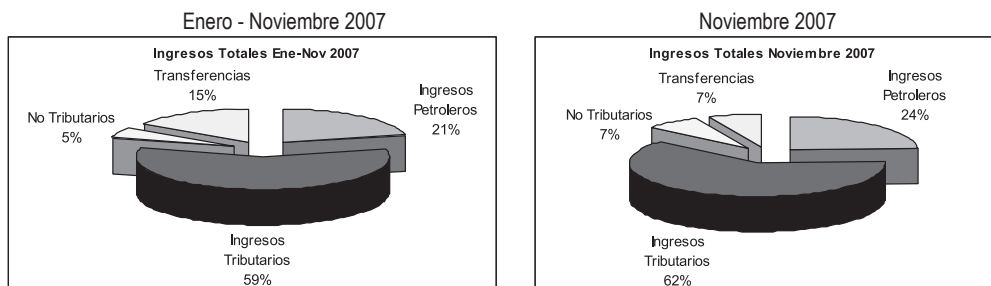
El crecimiento observado en el período enero - noviembre del 2007 es ocasionado principalmente por el aumento de los ingresos por transferencias y los tributos, especialmente IVA y Renta.

Cuadro 11  
 INGRESOS EFECTIVOS EN MILLONES DE US\$  
 Enero - Noviembre

|                               | 2006<br>Ene-Nov | 2007<br>Ene-Nov | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Ingresos Totales</b>       | <b>6.303,17</b> | <b>7.446,20</b> | <b>1.143,03</b>    | <b>18,13%</b>   | <b>652,31</b>     |
| <b>Ingresos Petroleros</b>    | <b>1.642,26</b> | <b>1.586,20</b> | <b>-56,06</b>      | <b>-3,41%</b>   | <b>157,35</b>     |
| <b>Ingresos No Petroleros</b> | <b>4.660,91</b> | <b>5.859,99</b> | <b>1.199,09</b>    | <b>25,73%</b>   | <b>494,96</b>     |
| Ingresos Tributarios          | 3.917,60        | 4.315,47        | 397,86             | 10,16%          | 406,41            |
| Renta y Utilidades            | 1.004,72        | 1.171,15        | 166,43             | 16,56%          | 78,95             |
| IVA                           | 2.045,59        | 2.274,95        | 229,36             | 11,21%          | 234,30            |
| ICE                           | 236,05          | 198,88          | -37,17             | -15,75%         | 22,82             |
| Arancelarios                  | 568,55          | 603,30          | 34,76              | 6,11%           | 66,74             |
| Otros Impuestos               | 62,70           | 67,19           | 4,49               | 7,16%           | 3,60              |
| No Tributarios                | 359,52          | 390,49          | 30,96              | 8,61%           | 44,72             |
| Transferencias                | 383,78          | 1.154,04        | 770,26             | 200,70%         | 43,84             |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación  
 Elaboración: MF/SCM

Gráfico 11  
 COMPOSICIÓN INGRESOS EFECTIVOS



Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
 Elaboración: MF/SCM

Los totales efectivos del GC en el mes de noviembre del 2007 son de US\$ 652,3 millones, siendo US\$ 119,9 millones mayores a los registrados en el mismo mes del año 2006 (US\$ 532,3 millones), lo que demuestra un crecimiento de 22,5%.

En cuanto a la composición de ingresos del GC para el mes de noviembre del 2007, se presenta la siguiente estructura: tributarios 62%, petroleros 24%, transferencias 7% y no tributarios 7%.

Al comparar la composición de los ingresos del mes de noviembre del 2007 con la del periodo enero - noviembre del mismo año, se observa mayor participación de los ingresos petroleros y tributarios; por otra parte, las transferencias disminuyen significativamente su participación en este mes.

**Gastos Devengados.**- los gastos devengados del GC en el periodo enero – octubre del 2007 son de US\$ 7 448,9 millones, siendo US\$ 1 378 millones mayores a los registrados en el mismo periodo del año 2006 (US\$ 6 070,9 millones), lo que evidencia un crecimiento del 22,7%. Este desempeño se debe principalmente al incremento de los gastos relacionados a salarios, bienes y servicios, y otros gastos corrientes, especialmente el subsidio eléctrico y el bono de desarrollo humano.

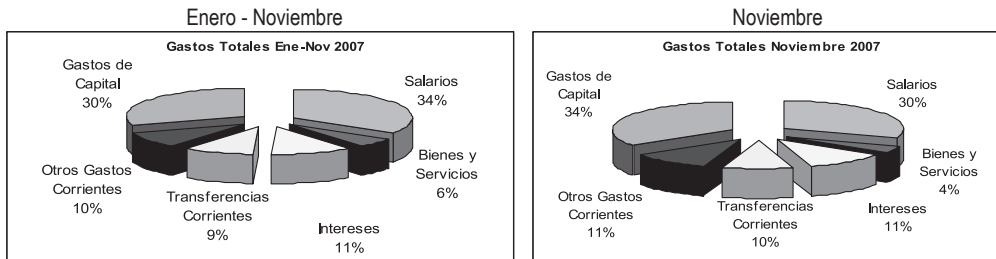
Cuadro 12  
GASTOS DEVENGADOS EN MILLONES DE US\$  
Enero - Noviembre

|                           | 2006<br>Ene-Nov | 2007<br>Ene-Nov | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|---------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Gastos Totales</b>     | <b>6.070,91</b> | <b>7.448,94</b> | <b>1.378,03</b>    | <b>22,70%</b>   | <b>659,27</b>     |
| <b>Gastos Corrientes</b>  | <b>4.619,15</b> | <b>5.191,33</b> | <b>572,18</b>      | <b>12,39%</b>   | <b>432,39</b>     |
| Salarios                  | 2.226,30        | 2.549,67        | 323,37             | 14,52%          | 199,93            |
| Bienes y Servicios        | 364,74          | 416,90          | 52,16              | 14,30%          | 27,57             |
| Intereses                 | 847,61          | 812,32          | -35,28             | -4,16%          | 70,62             |
| Transferencias Corrientes | 701,53          | 703,84          | 2,31               | 0,33%           | 63,61             |
| Otros Gastos Corrientes   | 478,98          | 708,60          | 229,62             | 47,94%          | 70,66             |
| <b>Gastos de Capital</b>  | <b>1.451,76</b> | <b>2.257,61</b> | <b>805,85</b>      | <b>55,51%</b>   | <b>226,88</b>     |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF/SCM



Gráfico 12  
 COMPOSICIÓN GASTOS DEVENGADOS



Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
 Elaboración: MF/SCM

Los gastos devengados del GC en el mes de noviembre del 2007 alcanzan un valor de US\$ 659,3 millones, superior en US\$ 12,4 millones al registrado en noviembre del año 2006 (US\$ 646,9 millones), lo que representa un ligero incremento del 1,9%.

En el mes de noviembre del 2007 se presenta la siguiente composición para el GC respecto a los gastos: salarios 30%, inversión 34%, bienes y servicios 4%, intereses 11%, transferencias corrientes 10% y otros corrientes 11%. Comparando la estructura de gastos devengados del mes de noviembre del 2007 con el periodo enero-noviembre del mismo año, se observa una mayor participación de los gastos relacionados a gastos de inversión.

### 3.2.2.2 Resultado del Gobierno Central

El resultado global -RG- del GC muestra un superávit de US\$ 70,7 millones correspondiente al periodo enero - noviembre 2007, que comparado con los US\$ 260,6 millones registrados en el mismo periodo del 2006 muestra una reducción de 72,9% en el indicador de resultado fiscal. El RG del GC obtenido en el periodo de análisis en el año 2007 representa el 0,2% del PIB, menor al 0,6% del PIB registrado en el mismo periodo del año 2006. Análogo comportamiento se presenta para el resultado primario que pasa de US\$ 1 108,2 millones en el periodo enero - noviembre del 2006 a US\$ 883 millones para el mismo periodo del año 2007.

Cuadro 13  
RESULTADO FISCAL  
Enero – Noviembre

|                             | 2006<br>Ene-Nov | 2007<br>Ene-Nov | Diferencia<br>US\$ | Diferencia<br>% | 2007<br>Noviembre |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Ingresos Totales</b>     | 6.303,17        | 7.446,20        | 1.143,03           | 18,13%          | 652,31            |
| <b>Gastos Totales</b>       | 6.070,91        | 7.448,94        | 1.378,03           | 22,70%          | 659,27            |
| <b>Ajustes de Tesorería</b> | -28,31          | -73,43          | -45,13             | 159,43%         | -5,10             |
| <b>Resultado Global</b>     | 260,56          | 70,69           | -189,87            | -72,87%         | -1,86             |
| % del PIB                   | 0,6%            | 0,2%            |                    |                 |                   |
| <b>Resultado Primario</b>   | 1.108,17        | 883,01          | -225,16            | -20,32%         | 68,76             |
| % del PIB                   | 2,7%            | 2,0%            |                    |                 |                   |

Fuente: Balances de la Tesorería de la Nación y entidades del SPNF  
Elaboración: MF/SCM

### 3.2.3 Fondos Petroleros

#### 3.2.3.1 FEISEH

Los ingresos registrados en el año 2007 alcanzan los US\$ 2 312,4 millones, por su parte los egresos en el periodo son de US\$ 1 368,1 millones.

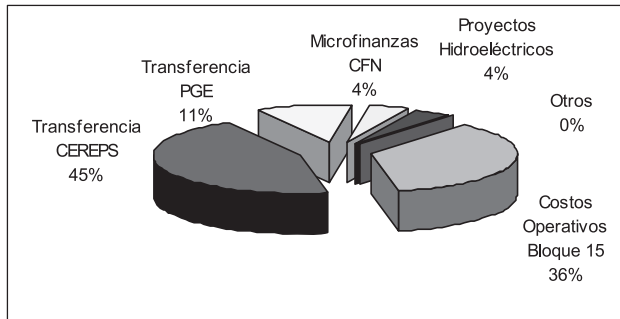
Cuadro 14  
MOVIMIENTO DEL FEISEH AL MES DE DICIEMBRE DE 2007  
En US\$ millones

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| <b>Total Ingresos</b>       | <b>2.312,4</b> |
| Ley de creación del FEISEH  | 2.284,0        |
| Intereses                   | 28,4           |
| <b>Total Egresos</b>        | <b>1.368,1</b> |
| Costos Operativos Bloque 15 | 489,4          |
| Transferencia CEREPS        | 615,1          |
| Transferencia PGE           | 145,0          |
| Microfinanzas CFN           | 60,0           |
| Proyectos Hidroeléctricos   | 57,6           |
| Otros                       | 1,1            |
| <b>Saldo FEISEH</b>         | <b>944,3</b>   |

\*Saldo acumulado a la fecha  
Fuente: Fideicomiso Mercantil FEISEH  
Elaboración: MF / SCM

Los gastos del fideicomiso presentan la siguiente composición: costos operativos 36%, transferencias CEREPS 45%, transferencias al presupuesto general del Estado 11%, transferencia Programa Sistema Nacional de Microfinanzas 4%, proyectos hidroeléctricos 4% y otros 0,08%.

Gráfico 13  
 COMPOSICIÓN DEL GASTO DEL FEISEH  
 al mes de diciembre de 2007



Fuente: Fideicomiso Mercantil FEISEH  
 Elaboración: MF / SCM

### 3.2.3.2 CEREPS

Los ingresos petroleros de la CEREPS para los años 2006 y 2007 alcanzan US\$ 868,8 millones y US\$ 993,6 millones respectivamente, lo que representa un incremento del orden de 14,4% para el año 2007. En tanto los egresos para el año 2007 son de US\$ 1 250,2 millones, que comparados con los US\$ 605,1 millones registrados en el 2006 constituyen un incremento de 106,6%.

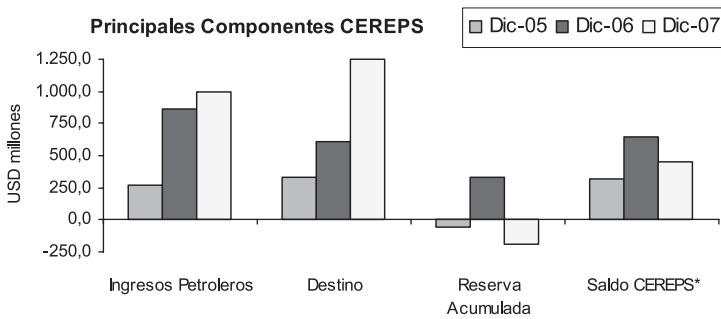
Cuadro 15  
 MOVIMIENTO DE LA CEREPS (INCLUYE FAC)

|                     | Dic-05 | Dic-06 | Dic-07  |
|---------------------|--------|--------|---------|
| Ingresos Petroleros | 270,7  | 868,8  | 993,6   |
| Devoluciones        | 1,2    | 63,0   | 70,1    |
| Destino             | 329,9  | 605,1  | 1.250,2 |
| Reserva Acumulada   | -58,0  | 326,7  | -186,5  |
| Saldo CEREPS*       | 314,7  | 641,4  | 454,9   |

\* Saldo acumulado al 31 de Diciembre. (Incluye intereses y devoluciones al FAC)  
 Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación  
 Elaboración: MF / SCM

El cambio en el manejo de la política fiscal implementado durante el año 2007 ha permitido alcanzar un nivel de utilización de los recursos de la CEREPS del orden del 125,8% de los ingresos petroleros registrados en el año 2007, lo cual le significó a la CEREPS el uso total del flujo del año 2007 y una desacumulación de recursos de saldos de años anteriores por un monto de US\$ 186,5 millones.

Gráfico 14  
PRINCIPALES COMPONENTES CEREPS  
2005 – 2007 al 31 de Diciembre



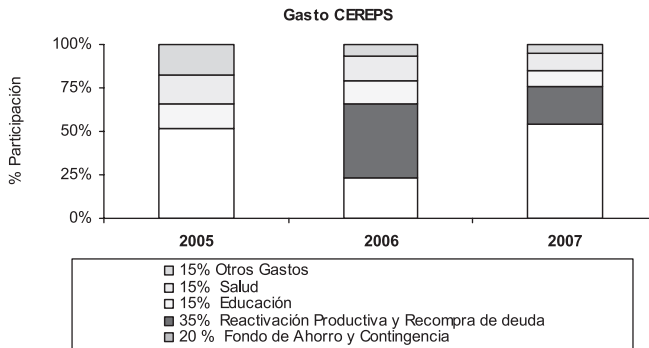
Saldo acumulado al 31 de Diciembre. (Incluye intereses y devoluciones al FAC)

Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación

Elaboración: MF / SCM

La utilización de recursos con cargo al Fondo de Ahorro y Contingencia incrementó significativamente su participación dentro de la CEREPS pasando del 23,3% en el 2006 a 54% en el 2007. El resto de categorías, a pesar de presentar crecimientos, consistentes no incrementaron su participación relativa.

Gráfico 15  
GASTO POR COMPONENTES CEREPS  
2005 – 2007 al 31 de Diciembre

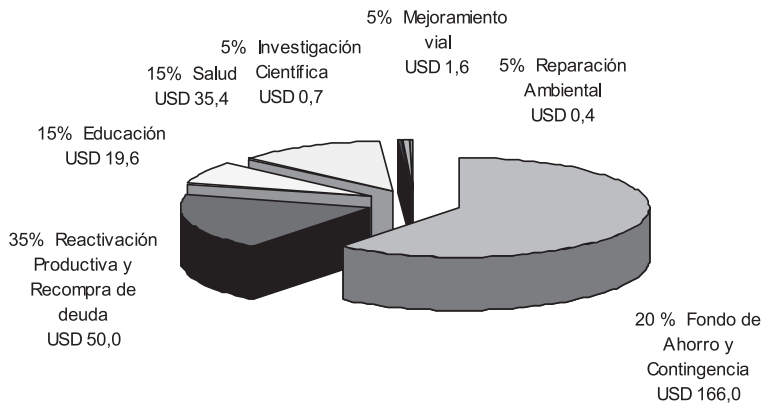


Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación

Elaboración: MF / SCM

En el mes de diciembre del 2007 se han realizado transferencias por un monto total US\$ 273,8 millones, lo cual lo coloca como el mes con mayor monto de transferencias en el 2007. Los recursos principalmente fueron dirigidos para atender la emergencia vial, reactivación productiva, proyectos de educación y salud.

Gráfico 16  
COMPOSICIÓN DEL GASTO DEL CEREPS  
diciembre de 2007



Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación  
Elaboración: MF / SCM

### 3.2.3.3 FAC

Los ingresos del FAC para el año 2007 son de US\$ 225,3 millones, mientras que para el año 2006 se registra un valor de US\$ 193,1 millones. La utilización de estos recursos en lo que va del año 2007 es del 299,6%, que difiere con el nivel de utilización en el mismo periodo del año 2006 del 73,1%.

Cuadro 16  
MOVIMIENTO DEL FAC

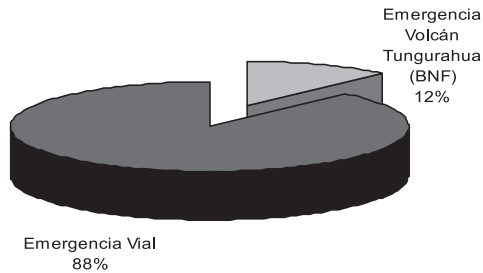
|           | Dic-05 | Dic-06 | Dic-07 |
|-----------|--------|--------|--------|
| Ingresos  | 55,3   | 193,1  | 225,3  |
| Destino   | -      | 141,1  | 675,0  |
| Saldo FAC | 129,9  | 410,4  | 235,3  |

Saldo acumulado para el 2007 al 31 de Noviembre

Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación  
Elaboración: MF / SCM

En el mes de diciembre del 2007 se han realizado transferencias por un monto total US\$ 166 millones, lo cual lo coloca como el mes con mayor monto de transferencias en el 2007. Los recursos principalmente fueron dirigidos para atender la emergencia vial.

Gráfico 17  
COMPOSICIÓN DEL GASTO DEL FAC  
mes de diciembre de 2007



Fuente: Subsecretaría de Tesorería de la Nación  
Elaboración: MF / SCM

### 3.2.4 Financiamiento SPNF

El resultado del SPNF a noviembre del año 2007, registró un superávit de US\$ 1 336 millones, equivalente a 2,1% del PIB, el mismo que es menor en 2,3 puntos porcentuales del PIB al resultado obtenido el año previo.

Cuadro 17  
 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO1/ – REQUERIMIENTOS DE FINANCIAMIENTO

|   | Ene. Nov 2006 |       | Ene. Nov 2007 p/ |       | Variación  |       |
|---|---------------|-------|------------------|-------|------------|-------|
|   | US\$ mill.    | % PIB | US\$ mill.       | % PIB | US\$ mill. | % PIB |
| Resultado global (sobre la línea)               | 1,831         | 4.4   | 1,336            | 3.0   | (495)      | 2.1   |
| a. Superávit (-) o Déficit (+) (d+e)            | (1,831)       | -4.4  | (1,336)          | -3.0  | 495        | 1.4   |
| b. Amortizaciones                               | 2,103         | 5.1   | 1,127            | 2.5   | (976)      | -2.5  |
| Amortización Internas                           | 588           | 1.4   | 396              | 0.9   | (192)      | -0.5  |
| Amortización Externas                           | 1,514         | 3.7   | 731              | 1.6   | (784)      | -2.0  |
| d/c Recompas                                    | 740           | 1.8   | 0                | 0.0   | (740)      | -1.8  |
| c. Desembolsos                                  | 1,182         | 2.9   | 1,116            | 2.5   | (66)       | -0.3  |
| Desembolsos internos                            | 296           | 0.7   | 316              | 0.7   | 20         | -0.0  |
| Desembolsos externos                            | 886           | 2.1   | 800              | 1.8   | (86)       | -0.3  |
| Atados a proyectos                              | 220           | 0.5   | 213              | 0.5   | (6)        | -0.1  |
| Multilaterales                                  | 666           | 1.6   | 587              | 1.3   | (79)       | -0.3  |
| BID   | 98            | 0.2   | 50               | 0.1   | (48)       | -0.1  |
| BM  | 0             | 0.0   | 0                | 0.0   | 0          | 0.0   |
| CAF   | 168           | 0.4   | 537              | 1.2   | 369        | 0.8   |
| FLAR  | 400           | 1.0   | 0                | 0.0   | (400)      | -1.0  |
| d. Total financiamiento interno y externo (c-b) | (921)         | -2.2  | (11)             | -0.0  | 910        | 2.2   |
| e. Otras fuentes de financiamiento (1+2+3+4)    | (910)         | -2.2  | (1,325)          | -3.0  | (415)      | -0.8  |
| 1. Var. Depósitos del SPNF en el BCE            | (122)         | -0.3  | (1,518)          | -3.4  | (1,396)    | -3.1  |
| 2. Var. Depósitos del SPNF en las IFIs          | (70)          | -0.2  | 15               | 0.0   | 85         | 0.2   |
| 3. Var. Activos FEIREP CEREPS y FAC             | (315)         | -0.8  | (213)            | -0.5  | 101        | 0.3   |
| d/c CEREPS                                      | (210)         | -0.5  | (42)             | -0.1  | 169        | 0.4   |
| FAC   | 10            | 0.0   | 29               | 0.1   | 20         | 0.0   |
| FEISEH  | (114)         | -0.3  | (127)            | -0.3  | (13)       | -0.0  |
| Variación de activos FEISEH                     | 0             | 0.0   | (74)             | -0.2  | (74)       | -0.2  |
| 4. Var. Deuda pendiente de pago                 | (404)         | -1.0  | 392              | 0.9   | 795        | 1.9   |

p/ provisional

Fuente: Banco Central del Ecuador y Ministerio de Economía y Finanzas

Durante el año 2007 se registró un financiamiento proveniente del endeudamiento, del SPNF neto negativo<sup>11</sup> de US\$ 11 millones, que supera al financiamiento neto negativo que se registró en el 2006 (US\$ 921 millones), mismo que contenía el efecto de la recompra de Bonos Globales 12 por US\$ 740 millones y de la utilización de recursos de la cuenta CEREPS para recompra de títulos de deuda interna, que constituyen operaciones que no se replican en este año.

Asimismo, en este año se registra un aumento de los depósitos del SPNF en el BCE por US\$ 1 396 millones. Por su parte, los depósitos en las IFIs se redujeron en US\$ 85 millones respecto al año 2006, debido a la utilización de recursos públicos. Cabe considerar que parte de la inversión pública no logró ejecutarse en el transcurso del período analizado, por lo que los recursos destinados a esos fines se mantienen en concepto de depósitos en el BCE. Adicionalmente, en este período también se registra una variación de la deuda flotante del orden de US\$ 795 millones, debido a una mayor acumulación frente al año anterior.

<sup>11</sup> Esto implica que el monto desembolsado superó al monto amortizado.

En cuanto a los recursos petroleros depositados en los diferentes fondos, durante el año 2007 estos disminuyeron en US\$ 101 millones, debido al efecto combinado de los incrementos y disminuciones que se observaron este año: i) la cuenta CEREPS disminuyó US\$ 169 millones; ii) el FAC disminuyó US\$ 20 millones; iii) el FEISEH aumentó US\$ 13 millones; y, iv) la variación de activos del FEISEH se incrementó en US\$ 74 millones.

Respecto al **financiamiento interno neto** proveniente del endeudamiento, se observa que en el período enero-noviembre 2007, éste fue negativo en US\$ 80 millones (0,2% del PIB). Como en años anteriores, se observa que la principal institución que invierte en estos valores constituye el IESS, y que la participación del sector privado es nula. Los recursos provenientes de las emisiones fueron destinados a propósitos de preservación de capital, la misma que no se refleja en el SPNF debido a que se trata de operaciones con el IESS, y que por consiguiente se consolida dentro del mismo SPNF.

En contraste con lo anterior, el **financiamiento externo neto** fue positivo y ascendió a US\$ 69 millones (0,2% del PIB). De los mencionados desembolsos, US\$ 213 millones se destinaron a financiar proyectos específicos, mientras los de libre disponibilidad fueron del orden de US\$ 587 millones y fueron entregados por organismos multilaterales: BID por US\$ 50 millones y CAF por US\$ 537 millones.

Dentro de las políticas de endeudamiento ejecutadas en el 2007, cabe mencionar que a diferencia del 2006, en este año no se efectuaron recompras de deuda; sin embargo, se efectuaron operaciones de reingeniería y preservación de capital con la CAF, con los recursos provenientes de los organismos multilaterales (libre disponibilidad). Estas operaciones permitieron mejorar las condiciones financieras tanto en plazo como en tasa de interés. Asimismo, la amortización total de títulos en circulación de corto plazo permitió reducir las presiones sobre la caja fiscal.

Respecto a los **atrasos** (deuda pendiente de pago), se observa que en el período en análisis se estaría acumulando US\$ 392 millones, es decir, un flujo adicional de US\$ 795 millones respecto a lo observado en el mismo período del año 2006.



### 3.3 Endeudamiento Público

*El tercer criterio de convergencia se refiere al endeudamiento público y establece que el saldo de la deuda pública (externa e interna) del sector público consolidado no excederá del 50% del PIB al final de cada ejercicio económico. Cada país definirá de manera particular el ejercicio económico a partir del cual se aplicará esta meta, sin exceder el año 2015.*

*Al respecto, el marco regulatorio del Ecuador establece un límite de endeudamiento para el sector público, y una meta de endeudamiento con relación al PIB, la cual debe alcanzar 40%. La relación deuda pública/ PIB del país se ubicó en 44.6% en 2004, 39.1% en 2005, 32.6% en 2006 y 31.2% en diciembre del 2007.*

El endeudamiento público se genera como consecuencia de la necesidad de financiar los permanentes déficit fiscales –en especial del Presupuesto del Gobierno Central-, así como de pagar amortizaciones de préstamos contratados en períodos anteriores. De ahí que los niveles de endeudamiento público deban ser analizados en el marco de la sostenibilidad y de la presión que ejercen sobre la liquidez especialmente del Gobierno Central.

#### 3.3.1 Deuda Externa Pública

A partir de la dolarización, los recursos externos han provenido principalmente de Organismos Internacionales, entre los que se destacan el Fondo Monetario Internacional (FMI), Corporación Andina de Fomento (CAF), Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Mundial (BM), y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

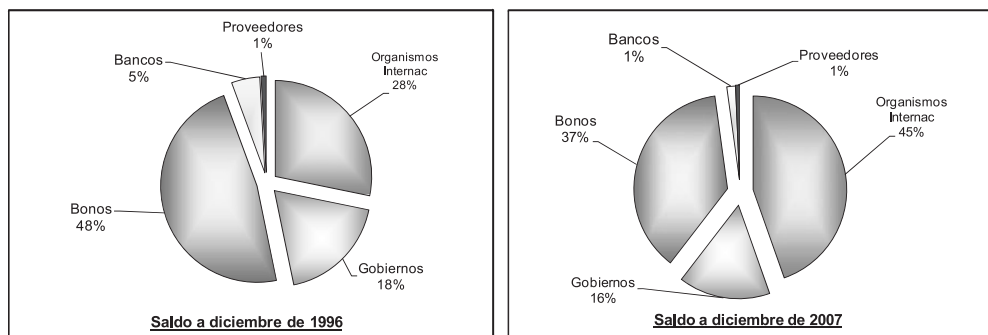
Cuadro 18  
 ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA POR ACREEDOR  
 En millones de US\$

|                                   | saldo<br>1996 | %      | saldo<br>2000 | %     | saldo<br>2004 | %     | saldo<br>2006 | %      | saldo<br>2007* | %      |
|-----------------------------------|---------------|--------|---------------|-------|---------------|-------|---------------|--------|----------------|--------|
| <b>Organismos Internacionales</b> | 3,564         | 28.2%  | 4,119         | 36.3% | 4,297         | 38.9% | 4,142         | 40.5%  | 4,742          | 44.6%  |
| <b>Gobiernos</b>                  | 2,342         | 18.5%  | 2,710         | 23.9% | 2,426         | 21.9% | 1,830         | 17.9%  | 1,685          | 15.8%  |
| <b>Bonos</b>                      | 6,013         | 47.6%  | 3,971         | 35.0% | 4,076         | 36.8% | 3,979         | 39.0%  | 3,976          | 37.4%  |
| <b>Bancos</b>                     | 603           | 4.8%   | 287           | 2.5%  | 223           | 2.0%  | 184           | 1.8%   | 161            | 1.5%   |
| <b>Proveedores</b>                | 106           | 0.8%   | 248           | 2.2%  | 39            | 0.4%  | 81            | 0.8%   | 69             | 0.6%   |
| <b>Total:</b>                     | 12,628        | 100.0% | 11,335        | 104%  | 11,062        | 100%  | 10,216        | 100.0% | 10,633         | 100.0% |

Fuente: Banco Central del Ecuador

A diciembre del 2007 el saldo de la deuda externa ascendió a US\$ 10 633 millones, de los cuales el 44,6% corresponde a organismos internacionales, en contraste con la participación del orden de 28% que estos organismos registraban en 1996, seguido por la deuda en Bonos que representa el 37,4% de la deuda externa.

Gráfico 18  
ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA POR ACREEDOR



Fuente: Banco Central del Ecuador

Las políticas relativas a la deuda pública aplicadas en el 2007 lograron que el ingreso de préstamos externos a las cuentas fiscales en este año supere a las erogaciones por concepto de amortizaciones. En el 2006 se efectuó una recompra de los bonos Globales 12<sup>12</sup> por US\$ 740 millones que contribuyó a reducir el monto de la deuda externa y la presión sobre la caja fiscal en la coyuntura, en el 2007 se obtuvieron importantes recursos de los organismos multilaterales (BID y CAF), que permitieron realizar operaciones de reingeniería de deuda, así como de preservación de capital, lo cual contribuyó a reducir las presiones de la caja fiscal, tanto en la coyuntura como el mediano y largo plazos.

A manera de conclusión, respecto a la deuda externa pública se puede decir que durante los últimos años se han efectuado procesos de reingeniería y reestructuración que han tenido un impacto positivo en la estructura de la deuda externa al extender sus plazos y mejorar las condiciones financieras. Adicionalmente, han permitido un alivio importante en el servicio de la deuda de mediano y largo plazo del Presupuesto.

<sup>12</sup> Los bonos globales 12 años tienen una tasa fija del 12%, en cambio los bonos globales 2015 tienen un rendimiento de 10.75%.

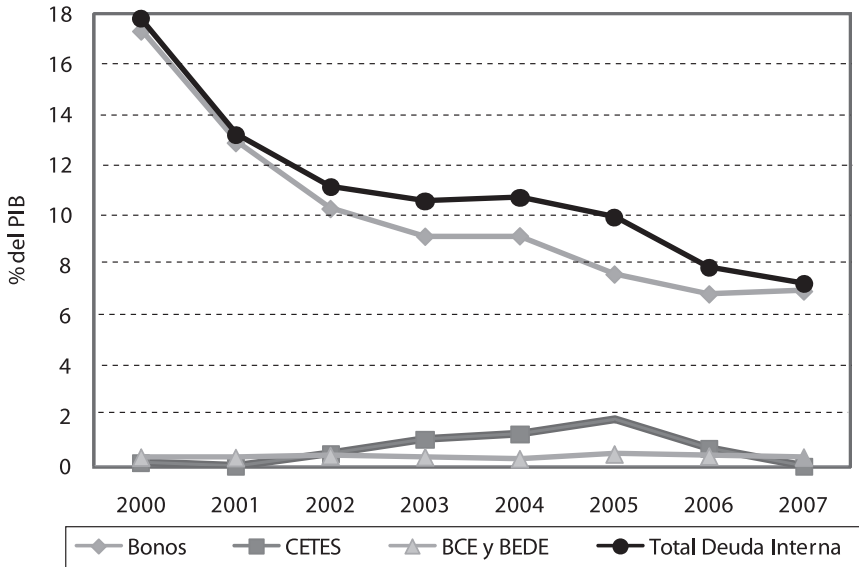
### 3.3.2 Deuda Interna Pública

En cuanto a la deuda pública interna, los CETES constituyen instrumentos para administrar la liquidez de la caja fiscal en cada coyuntura, debido a que se trata de papeles de corto plazo, con un tiempo máximo de un año. Estos papeles son adquiridos fundamentalmente por instituciones del sector público que registran disponibilidad de recursos, y en el caso del sector privado, su interés por invertir estos papeles es marginal.

El saldo de la deuda interna, a diciembre del 2007, se ubicó en US\$ 3 240 millones (7,3% del PIB), inferior en US\$ 38 millones al saldo registrado a fines del 2006 (US\$ 3 278 millones). Esta diferencia nominal implica una reducción de 0.6 puntos porcentuales en términos del PIB, al pasar de 7,9% en el 2006 a 7,3% en el 2007.

Del mencionado saldo de US\$ 3 240 millones, i) US\$ 3 086 millones (6,9% del PIB) corresponden a bonos de mediano y largo plazos; ii) US\$ 153 millones (0,3% del PIB) constituye crédito directo del Banco del Estado a los gobiernos seccionales para obras de infraestructura y adquisición de bienes de capital; y, iii) respecto a los CETES, si bien no se registra saldo alguno de este instrumento, cabe considerar que durante el año se colocaron US\$ 825 millones, mientras el vencimiento fue del orden de US\$ 1 118 millones, ya que la diferencia (US\$ 293 millones) constituía el monto que se arrastraba del período anterior.

Gráfico 19  
 STOCK DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA, POR INSTRUMENTO  
 % del PIB



Como muestra el gráfico anterior, el saldo de CETES se redujo en el año 2006 debido a las recompras de deuda de este tipo de papeles que se realizaron a fines de ese año; y, se elimina en el 2007 debido a la amortización total de estos papeles, operación que fue realizada con recursos provenientes de la CAF destinados al proyecto "Preservación de capital vía amortización y reingeniería de la deuda pública para el período 2006-2010".

En cuanto al saldo de bonos de mediano y largo plazos estos pasan de US\$ 2 824 millones en el 2006 a US\$ 3 087 millones en el 2007, debido a la adquisición de estos títulos por parte del IESS durante el último trimestre del 2007.

En lo relativo a la reducción progresiva de la relación Deuda Pública (interna y externa) PIB, este indicador es del orden de 31,2% en el 2007, inferior en 1.4 puntos porcentuales al 32,6% del PIB registrado en el 2006. En términos nominales, en el 2007 se observa un incremento de la deuda pública externa del orden de US\$ 418 millones, al pasar de US\$ 10216 millones (en el 2006), a US\$ 10 633 millones. Este aumento implica una tasa de crecimiento nominal de 4,1% anual. En cambio, la deuda pública interna presenta una reducción de US\$ 38 millones, cuya tasa de crecimiento nominal es negativa, en el orden de 0,4%.

Como se puede apreciar en los siguientes gráficos, la relación Deuda/PIB ha venido disminuyendo a partir del año 2000. Esto se debe, entre otros aspectos, a la renegociación de la deuda externa efectuado en ese año, así como al sostenido crecimiento de la economía a partir del mismo año. A continuación se presentan dos gráficos que muestran la evolución de la deuda externa e interna tanto en valores nominales como en relación con el PIB.

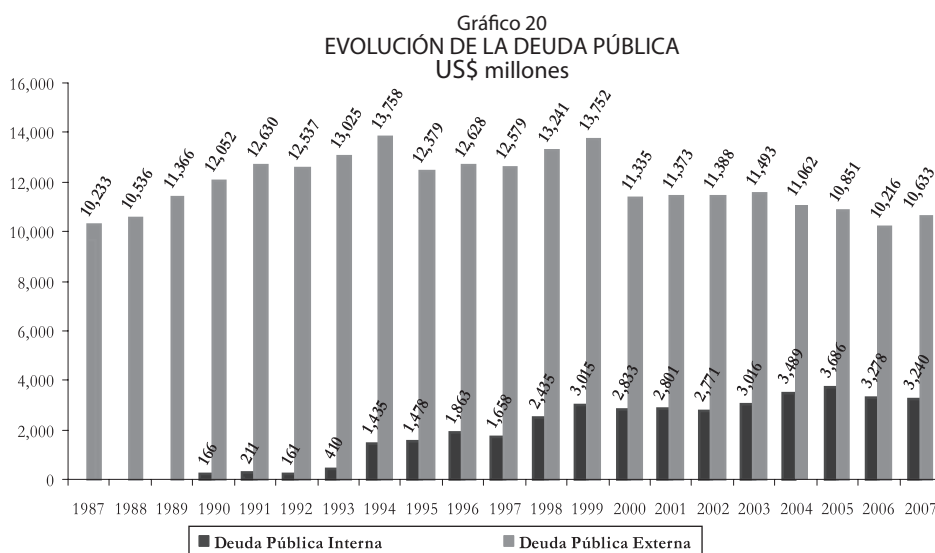
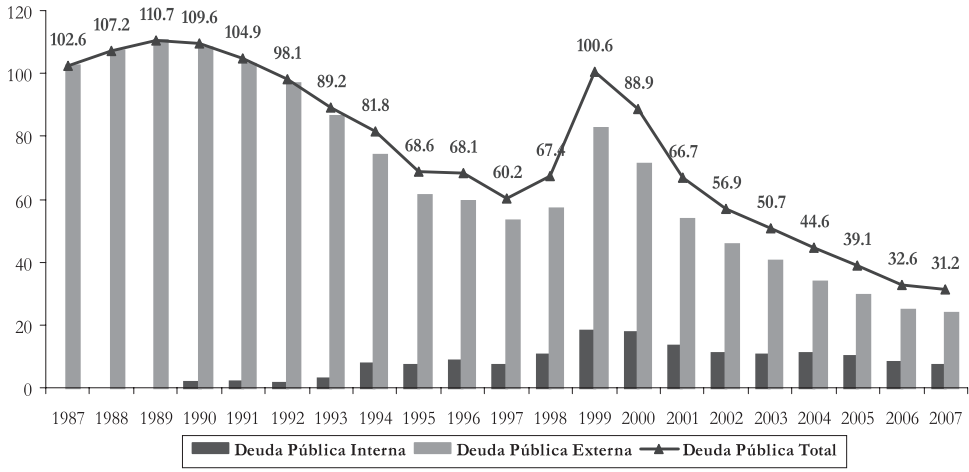


Gráfico 21  
 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA  
 Porcentajes del PIB



**PERÚ**



**Informe de Seguimiento del Cumplimiento de las Metas  
de Convergencia Macroeconómica**

## Resumen ejecutivo

La inflación anual a diciembre del 2007, medida por la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) fue 3,9 por ciento, la tasa anual más alta desde el año 1998, ubicándose por encima del rango meta de inflación establecido por el Banco Central (1,0 – 3,0 por ciento). Cabe mencionar que la tasa de inflación promedio desde la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en enero del 2002 es de 2,3 por ciento, con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,5 por ciento.

La mayor inflación se debió principalmente al efecto del alza en el precio de alimentos e insumos importados (trigo, aceite de soya y petróleo), tal como lo refleja la evolución de la tasa de inflación importada que alcanzó 10,5 por ciento en el 2007 después de registrar un incremento de 0,3 por ciento en el 2006. Por su parte, la tasa de inflación subyacente -indicador de tendencia del crecimiento de los precios - pasó de 1,4 a 3,1 por ciento entre los años 2006 y 2007, como resultado de los mayores precios de los alimentos. Excluyendo el rubro de alimentos y bebidas, la tasa de inflación fue 2,0 por ciento.

El Producto Bruto Interno del Perú (PBI) en el año 2007 creció 9,0 por ciento en términos reales. Este resultado se sustenta en un aumento generalizado en todos los componentes de la demanda interna, la cual se incrementó en 11,6 por ciento. Este ritmo de expansión económica ocurrió con un entorno internacional que se mantuvo favorable, altos niveles de confianza de los consumidores y de los empresarios, con una aceleración del crecimiento de la inversión privada, de la productividad y del empleo, a lo cual habría que agregar un mayor financiamiento del sistema financiero. Desde la perspectiva sectorial, el crecimiento del PBI se explica por la dinámica de los sectores no primarios: manufactura no primaria (12,9 por ciento), construcción (16,5 por ciento), comercio (10,5 por ciento) y otros servicios (9,1 por ciento).

Con respecto a los componentes de la demanda interna, el consumo privado aumentó 8,3 por ciento en el 2007, en un contexto de alto nivel de confianza de los consumidores mantenido durante todo el año y un alto dinamismo de los créditos de consumo. Esta aceleración del consumo privado respondería también al crecimiento del ingreso nacional disponible de 10,0 por ciento en el 2007, el cual considera además de la mayor retribución de los factores de producción por efecto del mayor nivel de actividad económica y crecimiento del empleo, los mejores términos de intercambio y transferencias por remesas del exterior.

En respuesta a la mayor demanda, las empresas continuaron ampliando sus instalaciones en sectores como manufactura, energía, comercio y minería, con lo que la inversión privada creció 23,2 por ciento. Ello se reflejó en el crecimiento de 42,0 por ciento en las importaciones de bienes de capital registradas en el año.

El crecimiento de la manufactura no primaria pasó de 12,9 por ciento en el 2007, estuvo asociado al mayor dinamismo de los productos vinculados al consumo privado. En el caso

de la construcción, el sector fue impulsado por el dinamismo de la autoconstrucción, la construcción de proyectos residenciales, principalmente en la costa norte, y la ejecución de obras civiles por parte de los gobiernos locales.

El aumento de los términos de intercambio por 3 años consecutivos, la debilidad del dólar en los mercados internacionales, los mejores fundamentos macroeconómicos y la tasa de inflación doméstica por debajo de la de Estados Unidos en los últimos años han implicado una tendencia apreciativa del Nuevo Sol. Así, el tipo de cambio nominal pasó de S/. 3,28 en el año 2004 a S/. 3,00 por dólar en diciembre del 2007.

En el año 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit equivalente a 1,4 por ciento del PBI. El resultado del 2007 fue reflejo del superávit de la balanza comercial y de las mayores remesas provenientes del exterior. Las exportaciones aumentaron 17 por ciento, impulsadas tanto por el crecimiento de las exportaciones tradicionales (17 por ciento) como por el de las no tradicionales (19 por ciento). Por su parte, las importaciones crecieron 32 por ciento, destacando el aumento de las importaciones de bienes de capital (42 por ciento) y de insumos (30 por ciento).

El BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 10 306 millones durante el año 2007, habiéndose realizado ventas al Tesoro Público por US\$ 3 275 millones. Cabe mencionar que la mayor parte de estas operaciones se realizaron en los meses de abril (US\$ 1 330 millones), mayo (US\$ 1 671 millones) y octubre (US\$ 2 181 millones). Así, las reservas internacionales netas del BCRP aumentaron en US\$ 10 414 millones en el año 2007, alcanzando un saldo de US\$ 27 689 millones.

El resultado económico del sector público pasó de un superávit de 2,1 por ciento del PBI en el 2006 a un superávit de 3,1 por ciento del PBI en el 2007. El superávit del 2007 se registró principalmente en el gobierno central (1,7 puntos porcentuales), en tanto que las entidades del resto del gobierno general, donde destacan los gobiernos locales, explicaron 1,2 puntos porcentuales y las empresas estatales obtuvieron un resultado de 0,1 por ciento del PBI. Con esta evolución de las finanzas públicas, el saldo de la deuda pública total del año 2007 ascendió a 29,2 por ciento del PBI, menor en 3,5 puntos porcentuales respecto al saldo del año 2006.

## **1. Aspectos Fundamentales para la Evaluación de las Metas de Convergencia**

El presente informe evalúa el grado de cumplimiento del Programa de Acciones de Convergencia (PAC) de Perú del año 2007, es decir, concentra la atención en los resultados de inflación, déficit fiscal y deuda pública, para los cuales la Comunidad Andina (CAN) ha establecido metas de convergencia comunitarias. No obstante, al ser las metas nacionales más exigentes que las fijadas por la CAN, la evaluación considera las metas nacionales en



lugar de las metas comunitarias. Para efectuar esta evaluación, se revisa previamente el desempeño macroeconómico global de la economía peruana teniendo como referencia el PAC del Perú del año 2007.

Para el año 2007, las metas de convergencia macroeconómica comunitaria para los Países Miembros de la Comunidad Andina son: inflación anual de no más de un dígito, déficit del Sector Público No Financiero menor o igual al 3 por ciento del PBI y niveles de deuda pública no mayores al 50 por ciento del PBI. Sin embargo, como señalamos líneas arriba, dado que las metas nacionales asociadas a estas variables son más restrictivas, la evaluación va a considerar las metas nacionales en concordancia con lo sancionado en el V Consejo Asesor.

El marco normativo de las metas nacionales está constituido por la meta de inflación del BCRP de 2,0 por ciento con una variación de 1 punto porcentual hacia arriba o hacia abajo<sup>1</sup> y la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF), que establece que el incremento anual del gasto en consumo del Gobierno Central (gasto de remuneraciones y servicios) no debe exceder de 3 por ciento en términos reales sobre la base de la meta de inflación del BCRP (2 por ciento anual) y el Marco Macroeconómico Multianual 2008-2010, aprobado por el Consejo de Ministros, el cual describe los lineamientos generales del programa económico del gobierno para el período, incorpora las metas básicas y proyecta la deuda pública.

En el presente informe se hace énfasis en el análisis de la evolución del PBI, por su importancia macroeconómica y su repercusión en el empleo, del mismo modo se evalúa el comportamiento de la inflación y los esfuerzos de la política fiscal por resguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Las cifras de cierre del año 2007 consideradas en el presente informe corresponden a la información publicada en la Nota Semanal No. 9 del BCRP al IV trimestre de 2007. Para el análisis del desempeño macroeconómico del 2007 se utilizó el Reporte de Inflación del BCRP del mes de enero reciente.

## **2. Evolución Económica en el año 2007**

### **2.1. Actividad económica**

Desde el año 2005 la economía peruana ha venido mostrando tasas de crecimiento superiores al 6 por ciento anual sustentadas en la evolución de la demanda interna como resultado del

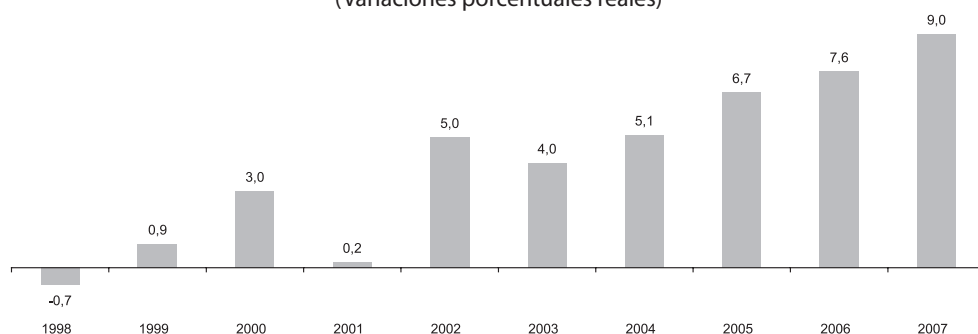
---

<sup>1</sup> En el año 2007 se bajó la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniéndose un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La reducción de la meta de inflación del Banco Central contribuye a anclar las expectativas de inflación en el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y a mostrar un mayor compromiso del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.

dinamismo del consumo y la inversión privada. En el año 2007 la economía se expandió 9,0 por ciento, la tasa más alta de los últimos 12 años, en un contexto de mayor dinamismo del gasto privado y expectativas favorables sobre la evolución futura de la economía.

El alto crecimiento de la demanda interna en el 2007 (11,6 por ciento) se explica por las expectativas optimistas de consumidores y empresarios, en un contexto de estabilidad macroeconómica, condiciones crediticias favorables, incremento del empleo formal en la mayoría de regiones del país, así como por el aumento en los anuncios de planes de inversión en empresas de todos los sectores. Estos factores han traído como consecuencia la aceleración del crecimiento del consumo y la inversión del sector privado, alcanzando tasas similares a las observadas a mediados de la década pasada.

Gráfico 1  
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI: 1998 - 2007  
(Variaciones porcentuales reales)



El consumo privado creció 8,3 por ciento en el 2007, la tasa más alta desde 1995, cuando aumentó 9,7 por ciento. La aceleración del consumo privado se explica por varios factores. Primero, las altas cotizaciones de los productos de exportación generaron una ganancia de poder adquisitivo para la economía que se tradujo en un mayor ingreso nacional disponible. Segundo, a los mayores ingresos se suma el aumento descentralizado del empleo formal que consolidó su tendencia positiva en diversas ciudades del país, principalmente en actividades como comercio, transporte y servicios. Asimismo, el grado de confianza de los consumidores se mantuvo en niveles altos durante el año, lo cual favoreció las decisiones de las familias de adquirir bienes de consumo duradero, lo que se ha reflejado en mayores importaciones de este tipo de bienes. La demanda por estos productos fue impulsada, además, por el alto crecimiento de los créditos de consumo.

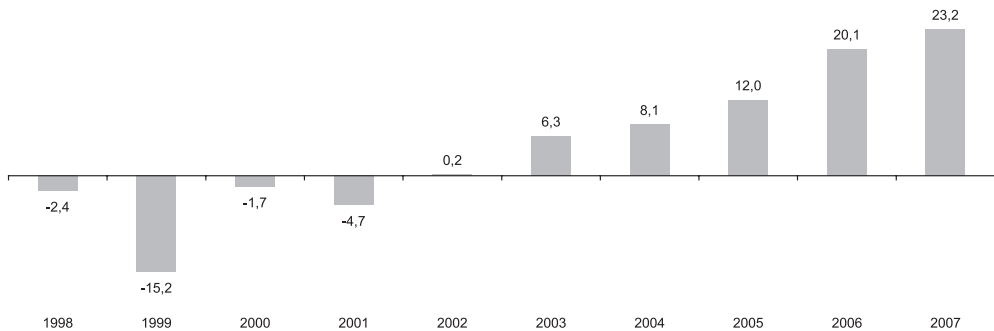
La inversión privada aceleró su crecimiento en el 2007, con una tasa de 23,2 por ciento luego de aumentar 20,1 por ciento en el 2006. Este resultado es reflejo de las expectativas favorables sobre el crecimiento de la demanda doméstica en los próximos años, del mayor

acceso a financiamiento por parte de las empresas, la perspectiva de firmas de acuerdos comerciales, así como de la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial entre Perú y Estados Unidos de América.

Las altas tasas de crecimiento de la inversión privada fueron acompañadas por la adopción de tecnologías más modernas reflejadas en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital a tasas superiores a 30 por ciento desde el año 2006. Este ritmo de crecimiento incrementa no sólo el acervo de capital de la economía, sino también la productividad, lo cual resulta en un aumento del producto potencial para los siguientes años.

De acuerdo a la encuesta realizada en diciembre del 2007 se registraron significativas inversiones en los sectores minería e hidrocarburos (proyecto de molino de oro de Yanacocha y ampliaciones de Southern y Volcan), manufactura (ampliaciones de Backus, Refinería de Cajamarquilla y Cementos Lima, entre otras empresas) y transportes y telecomunicaciones, sumando entre estos sectores US\$ 2 924 millones. En el sector comercio las empresas también decidieron ampliar locales y abrir nuevos establecimientos, con inversiones de US\$ 476 millones.

Gráfico 2  
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA: 1998 - 2007  
(Variaciones porcentuales reales)



Desde el punto de vista sectorial, en el 2007 los sectores no primarios continuaron siendo los más dinámicos debido al impulso de la demanda interna. La construcción registró el crecimiento más alto como consecuencia del aumento del empleo, los ingresos y el crédito hipotecario que favorecieron la edificación de viviendas, así como por el efecto de la mayor inversión de empresas industriales y comerciales. El segundo sector más dinámico fue la manufactura no primaria, impulsada por el mayor gasto de consumo (observado en la mayor producción de alimentos y bebidas) y por la demanda de insumos para el sector construcción, reflejando el alto crecimiento de insumos como el cemento.

La evolución de los sectores primarios en el 2007 mostró un ligero crecimiento, aunque menor al previsto. Ello se debió a la combinación de condiciones climáticas variables que afectaron al sector agropecuario y a factores puntuales en el sector minero como la menor producción de oro de Yanacocha, que opera zonas de baja ley. Estos factores negativos fueron atenuados por la ampliación de la mina de cobre Cerro Verde.

## 2.2. Sector externo

En el 2007, los términos de intercambio aumentaron por sexto año consecutivo, con un incremento de 3,6 por ciento por aumento de los precios de exportación en 14 por ciento que fueron contrarrestados por el alza en los precios de importación de 10 por ciento.

En el 2007, el Nuevo Sol se apreció con respecto al dólar en 7,0 por ciento. La evolución del tipo de cambio nominal Nuevo Sol/dólar continuó reflejando la posición favorable de las cuentas externas, el proceso de desdolarización financiera, la propia debilidad del dólar en los mercados internacionales y las expectativas de apreciación del Nuevo Sol por la tendencia esperada de aumento de los rendimientos de activos financieros locales versus los de los mercados desarrollados. El Banco Central continuó con sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad en este mercado, acumular preventivamente reservas internacionales y compensar las ventas de moneda extranjera al fisco.

El tipo de cambio real disminuyó en 1,7 por ciento, debido principalmente a la apreciación nominal del nuevo sol con respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales<sup>2</sup> (2,5 por ciento) y por el incremento del índice de precios internos (3,9 por ciento), en un contexto en que el promedio de precios externos se incrementó de manera importante (4,8 por ciento).

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de 1,4 por ciento del PBI, explicado principalmente por el resultado positivo de la balanza comercial y las mayores remesas provenientes del exterior. El contexto externo se caracterizó por el alza de las cotizaciones de alimentos y combustibles, la persistencia de precios de minerales en niveles altos y por la incertidumbre acerca de la evolución de la actividad en algunas economías. Las exportaciones de bienes aumentaron 17 por ciento, debido al incremento de 14 por ciento en los precios y de 3 por ciento en el volumen, en tanto que las importaciones de bienes crecieron 32 por ciento.

El resultado de la balanza comercial del año 2007 fue de US\$ 8,4 mil millones, menor al registrado en el 2006 (US\$ 8,9 mil millones). En el caso de las exportaciones, el efecto de mayor precio estaría más que compensando la desaceleración en el volumen de productos tradicionales, principalmente mineros y pesqueros; mientras que, el incremento de las importaciones estaría asociado al mayor crecimiento de la economía.

Durante el año 2007, la cuenta financiera de la balanza de pagos se caracterizó por un fuerte incremento en el flujo de recursos externos por conceptos de inversión directa y de desembolsos de largo plazo del sector privado consistentes con el dinamismo de la actividad económica. Ello determinó un flujo positivo de la cuenta financiera de US\$ 8,3 mil millones.

El BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 10 306 millones durante el año 2007, habiéndose realizado ventas al Tesoro Público por US\$ 3 275 millones. Cabe mencionar que la mayor parte de estas operaciones se realizaron en los meses de abril (US\$ 1 330 millones), mayo (US\$ 1 671 millones) y octubre (US\$ 2 181 millones). Así, las reservas internacionales netas del BCRP aumentaron en US\$ 10 414 millones en el año 2007, alcanzando un saldo de US\$ 27 689 millones.

### 2.3. Sector financiero

El Directorio del Banco Central decidió aumentar en dos oportunidades la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario –julio y setiembre del 2007- pasando ésta de un nivel de 4,5 por ciento en junio a 5,00 por ciento en diciembre del 2007. Estas medidas constituyeron una acción preventiva que tomaba en cuenta los rezagos de la política monetaria con el fin de evitar que el alto crecimiento de la demanda interna genere presiones inflacionarias, así como de mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La tasa preferencial para clientes corporativos se incrementó de 5,5 a 5,6 por ciento entre setiembre del 2007 y enero del 2008, debido a la elevación de la tasa de interés de referencia en dicho periodo. El resto de tasas de interés de operaciones activas de la banca tuvo un comportamiento mixto entre setiembre de 2007 y enero de 2008. Las tasas de los créditos comerciales y las de consumo se incrementaron de 8,8 a 9,0 por ciento y de 33,0 a 33,8 por ciento, respectivamente. Sin embargo, las tasas de los créditos a microempresas se redujeron durante el mismo periodo (de 36,2 a 35,5 por ciento). Esta reducción se debe al buen desempeño económico y a la mejora de la situación financiera de las microempresas, reflejada en parte, en la reducción del ratio de cartera atrasada respecto al crédito, y a la mayor competencia entre las entidades financieras en este segmento.

En este mismo periodo continuó la tendencia a la baja de la tasa de créditos hipotecarios en soles (pasó de 9,9 a 9,8 por ciento), lo que estaría explicado por una mayor competencia y una mayor confianza en la estabilidad monetaria.

---

<sup>2</sup> La estructura de ponderación considera los 20 principales socios comerciales del Perú del año 2005; y el periodo base para el índice de tipo de cambio real multilateral es diciembre 2001.

Los agregados monetarios experimentaron un fuerte crecimiento en el año 2007 debido a factores tales como el mayor crecimiento de la actividad económica, el fuerte ingreso de capitales externos y la apreciación del Nuevo Sol. Aunque las alzas de la tasa de interés de referencia del BCRP afectaron ligeramente el crecimiento de los agregados más estrechos, en general los agregados registraron tasas de crecimiento mucho mayores que las de los años precedentes, en particular para el caso de los agregados en soles como consecuencia de las expectativas apreciatorias del Nuevo Sol con respecto al dólar.

Los saldos promedio de la emisión primaria y el circulante aumentaron en el 2007 a una tasa de 24,6 por ciento, mayor a los crecimientos correspondientes de los años previos (17,2 por ciento y 17,3 por ciento, respectivamente). Estas tasas de crecimiento son consistentes con la mayor demanda por Nuevos Soles debido al crecimiento de la actividad económica y la desdolarización.

El flujo de emisión primaria durante el año 2007 fue de S/. 3 916 millones y tuvo como principal fuente de expansión a las operaciones cambiarias del BCRP (S/. 21 914 millones o US\$ 7 070 millones), las cuales comprendieron a las compras de moneda extranjera en Mesa de Negociación (S/. 32 057 millones o US\$ 10 306 millones), parcialmente compensadas por las ventas netas de dólares al sector público (S/. 10 263 millones o US\$ 3 275 millones). Por el contrario, las principales operaciones monetarias que contrajeron la emisión primaria fueron las colocaciones netas de Certificados de Depósito del BCRP (S/. 13 393 millones) y los mayores depósitos del sector público en el BCRP (S/. 6 751 millones).

La liquidez del sector privado creció 22,3 por ciento en diciembre del 2007 con respecto a diciembre del 2006, manteniéndose el dinamismo observado desde agosto (23,8 por ciento con respecto a agosto del 2006). Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento de la liquidez en moneda nacional (33,0 por ciento) como resultado de la mayor preferencia relativa por Nuevos Soles como activo de reserva de valor.

Los niveles de dolarización financiera continuaron reduciéndose durante el año 2007. La dolarización de la liquidez del sector privado se redujo de 51,3 por ciento en diciembre del 2006 a 47,0 por ciento en diciembre del 2007. Por su parte, el ratio de dolarización del crédito al sector privado disminuyó en 3,0 puntos porcentuales en el mismo periodo, alcanzando un nivel de 56,8 por ciento en diciembre del 2007.

El crédito total del sistema financiero al sector privado elevó su ritmo de crecimiento anual durante el año 2007, lo cual refleja la mayor profundidad financiera y la mayor actividad económica del año. Al mes de diciembre, el flujo del crédito representa el 6,2 por ciento del PBI, 3,1 puntos por encima del alcanzado al cierre del 2006 (3,1 por ciento del PBI).

## 2.4. Indicadores de vulnerabilidad

Los diversos indicadores de vulnerabilidad de la economía peruana muestran que existe una mejoría progresiva de solvencia internacional y que estos mantendrían en los próximos años, como se puede ver en el cuadro siguiente.

Cuadro 1  
 INDICADORES DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA <sup>1/</sup>

|  | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008*  | 2009*  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reservas Internacionales Netas (RIN, US\$ millones)          | 12,631 | 14,097 | 17,275 | 27,689 | 32,689 | 33,689 |
| RIN / Obligaciones externas de corto plazo (# de veces)      | 2,2    | 2,8    | 3,2    | 3,9    | 4,7    | 4,9    |
| Deuda externa total / Exportaciones de bienes y servicios    | 230,7  | 157,7  | 108,1  | 100,2  | 91,4   | 88,2   |
| Deuda externa total / PBI                                    | 44,8   | 36,1   | 30,3   | 28,7   | 23,8   | 21,7   |
| Deuda pública total / PBI                                    | 44,4   | 37,7   | 32,7   | 29,2   | 24,2   | 22,5   |
| Servicio deuda externa / Exportaciones de bienes y servicios | 28,2   | 25,2   | 13,7   | 12,9   | 12,5   | 11,4   |

<sup>1/</sup> En porcentaje salvo indicación contraria

\* Proyección

Las RIN del BCRP al cierre del año 2007 ascendieron a US\$ 27 689 millones. Estas RIN representaron un nivel de 3,9 veces la deuda de corto plazo (incluye vencimientos futuros hasta de un año de la deuda de mediano y largo plazo) en el 2007 y representarían 4,8 veces en promedio para el período 2008-2009, lo que implica que la economía mantendrá un adecuado respaldo ante problemas de iliquidez internacional.

Del mismo modo, indicadores como el ratio deuda externa/exportaciones, deuda externa/PBI y servicio de la deuda externa/exportaciones muestran claras tendencias descendentes respecto a los promedios observados en los años 2003-2005, lo que significa una mejoría en la solvencia internacional de la economía peruana.

A fines del 2007, la deuda pública total ascendió a 29,2 por ciento del PBI, esperándose que a fines del 2009 descienda a 22,5 por ciento. Una evolución similar tendría la deuda externa total al pasar de 29,2 por ciento del PBI a 22,5 por ciento.

Hasta fines de diciembre del 2007, el Riesgo País del Perú medido por el diferencial de rendimientos de los bonos de Perú y del Tesoro de Estados Unidos (que mide el JP Morgan) registró un nivel de 175 Pbs., mayor en 44 Pbs. que el observado en similar fecha del año previo. Cabe mencionar que el nivel correspondiente a Perú está por debajo del promedio latinoamericano e incluso de las economías emergentes.

### 3. Criterios de Convergencia y Grado de Cumplimiento

#### 3.1. Evolución de los Precios

La inflación anual a diciembre del 2007, medida por la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) fue 3,9 por ciento, la tasa anual más alta desde 1998, ubicándose por encima del rango meta de inflación establecido por el Banco Central (1,0 – 3,0 por ciento). Sin embargo, este resultado está acorde con la meta de inflación comunitaria de la CAN, la cual establece una tasa de inflación anual no mayor de un dígito. Cabe mencionar que la tasa de inflación promedio desde la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en enero del 2002 es de 2,3 por ciento, con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,5 por ciento.

La mayor inflación se debió principalmente al efecto del alza en el precio de alimentos e insumos importados (trigo, aceite de soya y petróleo), tal como lo refleja la evolución de la tasa de inflación importada que alcanzó 10,5 por ciento en el 2007 después de registrar un incremento de 0,3 por ciento en el 2006. Por su parte, la tasa de inflación subyacente -indicador de tendencia del crecimiento de los precios - pasó de 1,4 a 3,1 por ciento entre los años 2006 y 2007, como resultado de los mayores precios de los alimentos. Excluyendo el rubro de alimentos y bebidas, la tasa de inflación fue 2,0 por ciento.

El alza en el precio de alimentos es un fenómeno internacional. Tanto factores de oferta -como la disminución del área sembrada y sequías en los principales países productores- así como factores de demanda -como el incremento del consumo en países de Asia-, han generado el fuerte incremento del precio internacional de los alimentos e insumos alimenticios.

En Perú, este fenómeno viene ocurriendo en un contexto de alto dinamismo de la demanda interna y viene afectando directamente los precios de algunos bienes finales de la canasta del consumidor (pan, comida fuera del hogar, leche evaporada), así como los costos de producción de las empresas (combustibles, insumos vinculados como plásticos y fertilizantes e insumos para la producción de alimentos).

El componente de alimentos y bebidas dentro del hogar explicó 2,4 puntos porcentuales de la variación del IPC (equivalente a 59 por ciento de la inflación), la mayor contribución al alza del IPC registrada desde la década de los 90.

La inflación importada -que recoge la evolución de los rubros asociados a alimentos e insumos importados- pasó de 0,3 por ciento en el 2006 a 10,5 por ciento en el 2007, debido al alza en alimentos (pan, fideos y aceite) y combustibles. Dentro de esta clasificación destaca el incremento de precios en alimentos, que pasó de 2,1 por ciento en el 2006 a 18,8 por ciento en el 2007; así como el aumento de los precios de combustibles, que pasó de una variación negativa en el 2006 (1,5 por ciento) a un incremento de 6,4 por ciento en el año 2007.



El aumento en los precios internacionales de alimentos y combustibles ha llevado también a mayores precios de algunos insumos importados como el caso de los plásticos y fertilizantes. En otros casos, como el de los insumos importados de origen chino (hilados y tejidos, productos laminados de hierro y acero, insumos metálicos e insumos químicos y plásticos), el alza de los precios (7,5 por ciento en promedio en el año 2007) estuvo asociado a incrementos salariales y diversas regulaciones medioambientales, así como al mayor costo de materias primas en dicho país.

El aumento de la inflación subyacente de 1,4 por ciento en el 2006 a 3,1 por ciento en el 2007 correspondió principalmente al incremento del rubro alimentos ubicado dentro de este índice, cuya tasa de inflación pasó de 1,0 por ciento en el 2006 a 6,2 por ciento en el 2007. La tasa de inflación subyacente viene acelerándose desde noviembre del 2005 (1,0 por ciento), lo que -además del efecto de mayor inflación importada- coincide con un mayor crecimiento de la demanda interna (10 por ciento en el 2006 y 11 por ciento en el 2007).

La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación de 5,1 por ciento en el 2007. Destacaron el aumento en los precios de pan, combustibles, y huevos, lo que fue parcialmente compensado por la caída en los precios de azúcar, tarifas telefónicas, papa y cebolla.

### **3.2. Evolución de las Finanzas Públicas**

El resultado económico del sector público pasó de un superávit de 2,1 por ciento del PBI en el 2006 a un superávit de 3,1 por ciento del PBI en el 2007. Este resultado es significativamente superior a la meta del PAC de Perú (resultado de 0,0 por ciento del PBI), y es superior también a la meta comunitaria de la CAN fijada en un déficit del SPNF no mayor al 3 por ciento del PBI. Es decir, el grado de cumplimiento de la meta fiscal de Perú en el 2007 es superior en relación a la meta nacional y a la meta comunitaria.

El superávit del 2007 se registró principalmente en el gobierno central (1,7 puntos porcentuales), en tanto que las entidades del resto del gobierno general, donde destacan los gobiernos locales, explicaron 1,2 puntos porcentuales y las empresas estatales obtuvieron un resultado de 0,1 por ciento del PBI.

En el año 2007, los ingresos corrientes del gobierno general se incrementaron en 14 por ciento en términos reales, como consecuencia del mayor dinamismo de la actividad económica y de los favorables precios internacionales de nuestros principales productos de exportación que se reflejaron en mayores utilidades de las empresas, especialmente del sector minero. El nivel de ingresos del gobierno central registrado en el 2007 (18,0 por ciento del PBI) es el más alto desde el año 1980.

Así, los impuestos que mostraron mejoras importantes fueron el Impuesto a la Renta (incluida la regularización) que creció 22 por ciento en términos reales y el Impuesto General a las Ventas (IGV) de origen interno con un incremento de 12 por ciento. Los impuestos asociados a importaciones mostraron comportamientos opuestos: mientras el IGV externo aumentó en 20 por ciento debido a las mayores importaciones del año, la recaudación por aranceles se redujo en 24 por ciento en términos reales debido principalmente a la reducción de las tasas arancelarias decretada a fines del 2006.

En el 2007, el gasto no financiero del gobierno general se habría ubicado en 15,9 por ciento del PBI, lo que significó una disminución de 0,3 puntos porcentuales respecto al nivel observado en el 2006. En términos reales, éste registró una tasa alta de crecimiento de 7 por ciento. Analizando el gasto no financiero por componentes, la inversión del gobierno general tuvo un crecimiento de 20 por ciento en términos reales durante el año 2007, en tanto que el gasto corriente registró un crecimiento de 5 por ciento en términos reales.

En el marco de la estrategia para amortiguar el efecto de la alta volatilidad de los precios de los combustibles el Tesoro Público destinó S/. 190 millones en el 2007 para reducir el monto de los recursos comprometidos en el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. De acuerdo con lo establecido por diversos dispositivos legales, los montos contingentes asignados al Fondo con cargo al presupuesto del año 2009 ascienden a S/. 900 millones.

La transferencia por el ejercicio presupuestal 2007 al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se proyecta en alrededor de US\$ 1 000 millones, monto que se deriva básicamente del resultado de la diferencia entre los ingresos registrados en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios y los gastos totales devengados por la referida fuente, incluyendo el gasto de las inversiones no realizadas correspondientes al 2007 que se reprograman para el 2008. El FEF tiene al 31 de diciembre del 2007 un saldo de US\$ 485 millones que equivale a 0,4 por ciento del PBI. De acuerdo a lo establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y sus modificatorias, cuando el fondo supera el 2 por ciento como ratio del producto, el exceso podría ser usado para operaciones de reducción de deuda.

### **3.3. Evolución de la Deuda Pública**

El saldo de la deuda pública total del año 2007 ascendió a 29,2 por ciento del PBI, menor en 3,5 puntos porcentuales respecto al saldo del año 2006. Este resultado refleja el superávit económico registrado, el alto crecimiento del producto y la apreciación del nuevo sol frente al dólar.

El ratio de deuda registrado de 29,2 por ciento está 0,2 puntos porcentuales por debajo de la meta de deuda pública del PAC de Perú de 29,4 por ciento para el año 2006. Asimismo, se encuentra por debajo de la meta comunitaria de 50 por ciento del PBI.

Las proyecciones del sector fiscal, en un entorno en que se mantiene el dinamismo de la actividad económica aún con términos de intercambio paulatinamente menores, contemplan una reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI desde 29,2 por ciento en el 2006 a 22,5 por ciento hacia el año 2009.

Durante el año 2007 el gobierno aplicó una estrategia orientada a mejorar el perfil de deuda y reducir el riesgo cambiario. Con tal objetivo las autoridades realizaron las siguientes operaciones:

- En febrero del 2007, un intercambio de bonos Brady y Bonos Globales 2012 por bonos de más larga maduración, los que incluyeron una emisión de bonos globales con vencimiento en el 2037. El monto de la operación de intercambio de bonos ascendió a US\$ 2 262 millones.
- En octubre, un prepago de US\$ 1 794 millones al Club de París cuyo financiamiento fue obtenido mediante la emisión de bonos soberanos a un plazo de 30 años por S/. 4 750 millones (alrededor de US\$ 1 504 millones). Con esta operación se logró modificar la estructura de nuestros pasivos, sustituyendo 5,3 por ciento de deuda externa por interna denominada en nuevos soles.
- En diciembre del 2007, se realizó un prepago de US\$ 261 millones a la Corporación Andina de Fomento (CAF) el cual fue financiado con la contratación de una nueva deuda con esta misma institución por US\$ 250 millones y el saldo con recursos propios. El propósito de esta operación fue el de reducir el spread de la tasa a la que se contrajo inicialmente la deuda.

Mediante estas transacciones financieras se logró en el año 2007 reducir la deuda externa en aproximadamente US\$ 2 000 millones respecto al año previo, e incrementar el porcentaje del total adeudado en moneda nacional con relación al total de deuda pública de 24,4 por ciento a 36,5 por ciento en el mismo período.

Para el año 2008 se contempla un prepago por US\$ 838 millones correspondiente al saldo de bonos Brady para lo cual se recurrirá a los recursos propios del Tesoro Público. Asimismo, para el primer trimestre del año se tendrá otro prepago por US\$ 189 millones a la CAF, operación que será similar a la que se llevó a cabo en diciembre del 2007.

Cuadro 2  
SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA (% PBI)

|                                     | 2006        | 2007        |             |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
|                                     | Resultado   | PAC         | Resultado   |
| <b>DEUDA PÚBLICA EXTERNA</b>        | <b>23,6</b> | <b>20,9</b> | <b>18,4</b> |
| 1. Organismos Internacionales       | 8,4         | 7,6         | 7,2         |
| 2. Club de París                    | 6,0         | 4,9         | 3,6         |
| 3. Bonos                            | 9,0         | 7,9         | 7,6         |
| 4. América Latina                   | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| 5. Europa del Este                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| 6. Banca Comercial                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| 7. Proveedores                      | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| <b>DEUDA PÚBLICA INTERNA</b>        | <b>9,1</b>  | <b>8,5</b>  | <b>10,8</b> |
| <b>DEUDA PÚBLICA TOTAL (I + II)</b> | <b>32,7</b> | <b>29,4</b> | <b>29,2</b> |

Fuente: BCRP, MEF



## **ANEXO ESTADÍSTICO**

Cuadro 1  
 FLUJOS MACROECONOMICOS

|                          | 2006        |             |             | Año         | 2007        |             |             | Año         |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                          | I Trim.     | II Trim.    | III Trim.   |             | IV Trim.    | I Trim.     | II Trim.    |             |
| <b>1. Ahorro Interno</b> | <b>19,2</b> | <b>22,1</b> | <b>23,2</b> | <b>22,8</b> | <b>23,5</b> | <b>24,1</b> | <b>24,3</b> | <b>24,4</b> |
| a. Sector Público        | 5,7         | 7,8         | 4,5         | 4,9         | 6,4         | 9,3         | 5,0         | 5,9         |
| b. Sector Privado        | 13,5        | 14,4        | 18,7        | 17,9        | 17,0        | 14,8        | 19,3        | 18,5        |
| <b>2. Ahorro Externo</b> | <b>0,9</b>  | <b>-1,9</b> | <b>-5,6</b> | <b>-3,0</b> | <b>-0,4</b> | <b>-1,3</b> | <b>-1,9</b> | <b>-1,4</b> |
| <b>3. Inversión</b>      | <b>20,1</b> | <b>20,2</b> | <b>17,6</b> | <b>19,8</b> | <b>23,1</b> | <b>22,8</b> | <b>22,5</b> | <b>23,0</b> |
| a. Sector Público        | 1,8         | 2,1         | 2,7         | 2,8         | 1,6         | 2,2         | 2,9         | 3,1         |
| b. Sector Privado        | 18,2        | 18,1        | 14,9        | 17,0        | 21,5        | 20,6        | 19,6        | 19,9        |

Cuadro 2  
 SECTOR REAL

|   | 2006    |          |           | Año    | 2007     |         |          | Año     |
|---|---------|----------|-----------|--------|----------|---------|----------|---------|
|   | I Trim. | II Trim. | III Trim. |        | IV Trim. | I Trim. | II Trim. |         |
| Tasa de crecimiento del PIB real (%)                          | 7,9     | 5,8      | 8,6       | 8,1    | 8,8      | 8,5     | 8,9      | 9,7     |
| PIB real en moneda nacional (millones de nuevos soles de 199) | 37.259  | 41.490   | 39.421    | 41.786 | 40.533   | 45.022  | 42.924   | 45.850  |
| PIB nominal en moneda nacional (millones de nuevos soles)     | 68.500  | 79.782   | 76.128    | 80.707 | 77.348   | 88.549  | 85.248   | 90.082  |
| PIB nominal en US\$ (miles de millones)                       | 20501   | 24233    | 23479     | 25047  | 24.247   | 27.910  | 27.046   | 30.014  |
|   |         |          |           | 93260  |          |         |          | 109.217 |

Cuadro 3  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS**  
 (Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

|                                    | 2006       |            |            |            | 2007       |            |            |            | Año        |            |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                    | I Trim.    | II Trim.   | III Trim.  | IV Trim.   | Año        | I Trim.    | II Trim.   | III Trim.  |            | IV Trim.   |
| <b>Agropecuaria</b>                | 4,4        | 5,9        | 11,6       | 8,2        | 7,4        | 8,3        | 2,2        | -1,8       | 4,8        | 3,1        |
| Agrícola                           | 2,3        | 5,3        | 15,3       | 13,3       | 8,3        | 7,2        | 1,3        | -4,6       | 6,2        | 2,1        |
| Pecuaria                           | 7,8        | 9,5        | 8,7        | 4,5        | 7,6        | 9,9        | 4,3        | 1,9        | 3,2        | 4,7        |
| <b>Pesca</b>                       | 29,7       | -11,6      | 17,2       | -7,3       | 2,4        | 16,7       | 5,9        | -3,1       | 6,1        | 6,9        |
| <b>Minería e hidrocarburos</b>     | 6,4        | 7,6        | 0,0        | -6,8       | 1,4        | -1,6       | -1,9       | 4,5        | 7,4        | 2,1        |
| Minería metálica                   | 6,9        | 8,0        | -0,9       | -7,9       | 1,1        | -2,7       | -2,9       | 5,5        | 6,7        | 1,7        |
| Hidrocarburos                      | 0,4        | 2,7        | 10,0       | 9,1        | 5,7        | 10,6       | 5,8        | 0,6        | 9,7        | 6,5        |
| <b>Manufactura</b>                 | 8,0        | 3,7        | 8,8        | 9,1        | 7,4        | 9,2        | 12,2       | 10,4       | 10,7       | 10,6       |
| Procesadores de recursos primarios | 9,6        | 0,1        | 6,5        | 2,0        | 4,1        | -1,1       | 3,2        | -3,3       | -1,2       | -0,5       |
| Manufactura no primaria            | 7,6        | 4,8        | 9,4        | 11,2       | 8,3        | 11,2       | 14,3       | 13,0       | 13,2       | 12,9       |
| <b>Electricidad y agua</b>         | 7,5        | 4,7        | 7,5        | 7,9        | 6,9        | 8,1        | 9,7        | 8,0        | 7,8        | 8,4        |
| <b>Construcción</b>                | 16,2       | 13,0       | 16,1       | 13,7       | 14,8       | 8,9        | 20,0       | 17,7       | 19,0       | 16,5       |
| <b>Comercio</b>                    | 11,1       | 8,4        | 13,1       | 12,5       | 11,1       | 13,0       | 7,2        | 12,4       | 10,2       | 10,5       |
| Otros servicios                    | 6,6        | 5,0        | 7,2        | 8,4        | 6,8        | 8,8        | 9,4        | 8,9        | 9,3        | 9,1        |
| <b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>      | <b>7,9</b> | <b>5,8</b> | <b>8,6</b> | <b>8,1</b> | <b>7,6</b> | <b>8,8</b> | <b>8,5</b> | <b>8,9</b> | <b>9,7</b> | <b>9,0</b> |
| Valor agregado bruto primario      | 6,6        | 4,7        | 6,4        | 0,6        | 4,5        | 3,3        | 1,3        | 0,2        | 4,6        | 2,3        |
| Valor agregado bruto no primario   | 8,3        | 6,4        | 9,4        | 10,0       | 8,5        | 10,2       | 10,4       | 11,2       | 11,2       | 10,8       |



Cuadro 4  
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL  
(Como porcentaje del PBI nominal)

|                             | 2006         |              |              |              | 2007         |              |              |              | Año          |              |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | I Trim.      | II Trim.     | III Trim.    | IV Trim.     | Año          | I Trim.      | II Trim.     | III Trim.    |              | IV Trim.     |
| <b>DEMANDA GLOBAL (1+2)</b> | <b>120,5</b> | <b>118,4</b> | <b>119,3</b> | <b>120,4</b> | <b>119,6</b> | <b>121,3</b> | <b>119,8</b> | <b>123,8</b> | <b>122,5</b> | <b>121,8</b> |
| 1. Demanda interna          | 94,4         | 91,4         | 87,9         | 90,3         | 90,9         | 94,3         | 92,5         | 91,6         | 92,9         | 92,8         |
| a. Consumo privado          | 65,2         | 62,6         | 60,7         | 58,1         | 61,5         | 62,8         | 61,5         | 60,0         | 58,7         | 60,7         |
| b. Consumo público          | 9,2          | 8,6          | 9,6          | 10,8         | 9,6          | 8,5          | 8,2          | 9,1          | 10,7         | 9,1          |
| c. Inversión bruta interna  | 20,1         | 20,2         | 17,6         | 21,5         | 19,8         | 23,1         | 22,8         | 22,5         | 23,6         | 23,0         |
| Inversión bruta fija        | 18,9         | 16,8         | 19,2         | 21,5         | 19,1         | 19,7         | 18,9         | 22,7         | 24,4         | 21,5         |
| - Privada                   | 17,0         | 14,7         | 16,5         | 17,1         | 16,3         | 18,1         | 16,7         | 19,8         | 19,0         | 18,4         |
| - Pública                   | 1,8          | 2,1          | 2,7          | 4,5          | 2,8          | 1,6          | 2,2          | 2,9          | 5,5          | 3,1          |
| Variación de existencias    | 1,2          | 3,4          | -1,6         | -0,1         | 0,7          | 3,4          | 3,9          | -0,2         | -0,8         | 1,5          |
| 2. Exportaciones            | 26,1         | 27,0         | 31,3         | 30,2         | 28,7         | 26,9         | 27,4         | 32,2         | 29,6         | 29,1         |
| <b>OFERTA GLOBAL (3+4)</b>  | <b>120,5</b> | <b>118,4</b> | <b>119,3</b> | <b>120,4</b> | <b>119,6</b> | <b>121,3</b> | <b>119,8</b> | <b>123,8</b> | <b>122,5</b> | <b>121,8</b> |
| 3. Producto bruto interno   | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        | 100,0        |
| 4. Importaciones            | 20,5         | 18,4         | 19,3         | 20,4         | 19,6         | 21,3         | 19,8         | 23,8         | 22,5         | 21,8         |

Cuadro 5  
BALANZA DE PAGOS  
(Millones de US\$)

|  | 1T.06      | 2T.06        | 3T.06        | 4T.06        | 2006         | 1T.07        | 2T.07      | 3T.07        | 4T.07        | 2007         |
|--|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>  |            |              |              |              |              |              |            |              |              |              |
| 1. Balanza comercial   | - 181      | 471          | 1 318        | 1 148        | 2 757        | 94           | 370        | 502          | 549          | 1 516        |
| a. Exportaciones   | 1 257      | 2 190        | 2 885        | 2 602        | 8 934        | 1 539        | 2 245      | 2 300        | 2 273        | 8 356        |
| b. Importaciones   | 4 640      | 5 824        | 6 559        | 6 777        | 23 800       | 5 747        | 6 741      | 7 594        | 7 874        | 27 956       |
| 2. Servicios   | - 3 383    | - 3 635      | - 3 673      | - 4 175      | - 14 866     | - 4 208      | - 4 497    | - 5 294      | - 5 601      | - 19 599     |
| a. Exportaciones   | - 183      | - 183        | - 150        | - 266        | - 781        | - 231        | - 283      | - 186        | - 228        | - 928        |
| b. Importaciones   | 635        | 633          | 702          | 677          | 2 647        | 714          | 756        | 949          | 923          | 3 343        |
| 3. Renta de factores   | - 817      | - 816        | - 852        | - 943        | - 3 428      | - 945        | - 1 039    | - 1 135      | - 1 151      | - 4 270      |
| a. Privado   | - 1 726    | - 2 070      | - 1 978      | - 1 807      | - 7 581      | - 1 771      | - 2 190    | - 2 248      | - 2 198      | - 8 408      |
| b. Público   | - 1 503    | - 1 932      | - 1 827      | - 1 639      | - 6 901      | - 1 617      | - 2 077    | - 2 207      | - 2 088      | - 7 989      |
| 4. Transferencias corrientes   | - 223      | - 137        | - 151        | - 168        | - 679        | - 154        | - 113      | - 41         | - 111        | - 419        |
|  | 472        | 534          | 560          | 619          | 2 185        | 557          | 599        | 637          | 702          | 2 495        |
| <b>II. CUENTA FINANCIERA</b>   |            |              |              |              |              |              |            |              |              |              |
| 1. Sector privado  | 375        | 1 280        | 12           | 407          | 2 075        | 1 819        | 2 159      | 2 397        | 3 230        | 9 605        |
| 2. Sector público  | - 240      | - 327        | - 306        | 133          | - 738        | - 470        | - 272      | - 59         | - 1 672      | - 2 473      |
| 3. Capitales de corto plazo  | - 96       | - 1 329      | 287          | 509          | - 628        | - 200        | 456        | - 1 601      | 2 489        | 1 143        |
| <b>III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL</b>   | <b>26</b>  | <b>0</b>     | <b>1</b>     | <b>0</b>     | <b>27</b>    | <b>44</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>23</b>    | <b>67</b>    |
| <b>IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP (1-2)</b><br>(Incremento con signo negativo) | 251        | -239         | 791          | 1 950        | 2 753        | 1 077        | 3 092      | 1 017        | 4 469        | 9 654        |
| 1. Variación del saldo de RIN  | 375        | - 57         | 757          | 2 103        | 3 178        | 1 152        | 3 101      | 1 299        | 4 861        | 10 414       |
| 2. Efecto valuación y monetización de oro  | 125        | 182          | - 35         | 152          | 425          | 76           | 9          | 282          | 393          | 760          |
| <b>V. ERRORES Y OMISIONES NETOS</b>  | <b>365</b> | <b>- 335</b> | <b>- 521</b> | <b>- 248</b> | <b>- 738</b> | <b>- 210</b> | <b>379</b> | <b>- 221</b> | <b>- 150</b> | <b>- 203</b> |

Cuadro 6  
PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS

|   | 2007   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   | Ene    | Feb    | Mar    | Abr    | May    | Jun    | Jul    | Ago    | Set    | Oct    | Nov    | Dic    |
| Indice de precios al por mayor (1994 = 100)   | 172,83 | 172,00 | 172,71 | 173,24 | 174,76 | 176,95 | 178,29 | 179,45 | 180,57 | 180,78 | 181,18 | 182,51 |
| Indice de precios al consumidor (dic 2001 = 100)  | 110,52 | 110,81 | 111,19 | 111,39 | 111,94 | 112,47 | 113,00 | 113,16 | 113,85 | 114,21 | 114,33 | 114,85 |
| Tipo de cambio nominal de venta bancario fin de periodo (S/ por US dólar)   | 3,20   | 3,19   | 3,18   | 3,17   | 3,18   | 3,17   | 3,16   | 3,16   | 3,09   | 3,00   | 3,00   | 3,00   |
| Indice de tipo de cambio real multilateral (promedio del periodo, base 1994 = 100)                                | 105,5  | 105,9  | 106,0  | 107,2  | 107,3  | 107,7  | 108,3  | 106,8  | 107,4  | 105,0  | 105,7  | 104,5  |
| <b>Tipo de cambio real bilateral con los países miembros de la CAN</b><br>(promedio del periodo, base 1994 = 100) |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Indice de TCR Bilateral con Bolivia   | 92,7   | 93,2   | 91,7   | 91,0   | 91,5   | 91,8   | 94,5   | 96,6   | 94,0   | 92,6   | 94,1   | 95,0   |
| Indice de TCR Bilateral con Colombia  | 115,2  | 116,7  | 118,8  | 122,3  | 131,2  | 135,7  | 133,1  | 123,4  | 120,9  | 122,5  | 119,2  | 120,0  |
| Indice de TCR Bilateral con Ecuador   | 105,8  | 105,5  | 105,1  | 104,6  | 103,8  | 103,8  | 103,5  | 103,3  | 102,7  | 98,7   | 98,4   | 97,4   |
| <b>Tasas de Interés</b><br>(promedio del periodo, en términos efectivos anuales)                                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tasa de interés pasiva en MN de 31 a 179 días   | 4,8    | 4,8    | 4,8    | 4,8    | 4,8    | 4,8    | 4,8    | 4,9    | 5,0    | 5,3    | 5,3    | 5,3    |
| Tasa de interés pasiva en MN de 31 a 179 días   | 3,4    | 3,4    | 3,5    | 3,5    | 3,6    | 3,6    | 3,6    | 3,8    | 3,8    | 3,8    | 3,7    | 3,8    |
| Tasa de interés pasiva en MN hasta 360 días   | 5,7    | 5,7    | 5,7    | 5,6    | 5,5    | 5,5    | 5,5    | 5,5    | 5,5    | 5,9    | 5,7    | 5,6    |
| Tasa de interés pasiva en MN hasta 360 días   | 3,7    | 3,7    | 3,7    | 3,7    | 3,7    | 3,7    | 3,8    | 3,7    | 3,8    | 3,9    | 3,9    | 3,9    |



Cuadro 8  
RESULTADO PRIMARIO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO  
(Porcentaje del PBI)

|  | 2006 |      |      |      | 2007 |      |      |      | AÑO  |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | I    | II   | III  | IV   | AÑO  | I    | II   | III  |      | IV   |
| <b>I. RESULTADO PRIMARIO</b>               | 6,5  | 7,0  | 3,6  | -1,0 | 3,9  | 7,0  | 9,4  | 4,1  | -0,8 | 4,8  |
| 1. Resultado Primario del Gobierno Central | 5,4  | 6,4  | 2,0  | -0,6 | 3,2  | 5,0  | 4,9  | 3,9  | 0,0  | 3,4  |
| a. Ingresos corrientes                     | 17,7 | 18,4 | 16,9 | 16,2 | 17,3 | 17,1 | 20,1 | 17,4 | 16,9 | 17,9 |
| b. Gasto no financiero                     | 12,5 | 12,1 | 15,1 | 16,8 | 14,2 | 12,2 | 15,3 | 13,6 | 17,0 | 14,6 |
| c. Ingresos de capital                     | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,1  |
| 2. Resultado Primario de Otras Entidades   | 1,1  | 0,6  | 1,7  | -0,5 | 0,7  | 2,0  | 4,5  | 0,2  | -0,8 | 1,4  |
| <b>II. INTERESES</b>                       | 2,6  | 1,3  | 2,1  | 1,6  | 1,9  | 2,1  | 1,5  | 2,0  | 1,6  | 1,8  |
| 1. Deuda externa                           | 1,7  | 1,1  | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 1,3  |
| 2. Deuda interna                           | 0,8  | 0,2  | 0,6  | 0,2  | 0,4  | 0,7  | 0,3  | 0,8  | 0,3  | 0,5  |
| <b>III. RESULTADO ECONÓMICO (I-II)</b>     | 3,9  | 5,7  | 1,5  | -2,6 | 2,1  | 4,9  | 8,0  | 2,1  | -2,4 | 3,1  |
| <b>IV. FINANCIAMIENTO NETO</b>             | -3,9 | -5,7 | -1,5 | 2,6  | -2,1 | -4,9 | -8,0 | -2,1 | 2,4  | -3,1 |
| 1. Externo                                 | -1,3 | -1,2 | -0,9 | 0,4  | -0,7 | -1,6 | -1,0 | -0,3 | -5,3 | -1,9 |
| 2. Interno                                 | -2,6 | -4,6 | -0,9 | 2,2  | -1,4 | -3,4 | -7,0 | -2,8 | 7,7  | -1,3 |
| 3. Privatización                           | 0,0  | 0,0  | 0,3  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,4  | 0,0  | 0,1  |

Cuadro 9  
 SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA  
 (Millones de US\$)

|                                 | 2006          |               |               |               | 2007          |               |               |               |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                 | Mar.          | Jun.          | Set.          | Dic.          | Mar.          | Jun.          | Set.          | Dic.          |
| <b>DEUDA PÚBLICA</b>            | <b>29 482</b> | <b>29 613</b> | <b>29 379</b> | <b>30 490</b> | <b>29 853</b> | <b>29 833</b> | <b>32 106</b> | <b>31 870</b> |
| <b>I. DEUDA PÚBLICA EXTERNA</b> | <b>22 096</b> | <b>22 039</b> | <b>21 723</b> | <b>21 972</b> | <b>21 571</b> | <b>21 277</b> | <b>21 619</b> | <b>20 081</b> |
| CRÉDITOS                        | 13 731        | 13 629        | 13 363        | 13 580        | 13 368        | 13 069        | 13 384        | 11 820        |
| Organismos Internacionales      | 7 866         | 7 767         | 7 622         | 7 843         | 7 670         | 7 524         | 7 610         | 7 851         |
| Club de París                   | 5 662         | 5 746         | 5 627         | 5 629         | 5 592         | 5 454         | 5 685         | 3 883         |
| Proveedores                     | 156           | 74            | 74            | 73            | 73            | 61            | 61            | 60            |
| Banca Internacional             | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             | 1             |
| América Latina                  | 31            | 28            | 27            | 25            | 25            | 24            | 22            | 20            |
| Otros bilaterales 4/            | 15            | 14            | 13            | 9             | 8             | 7             | 6             | 5             |
| BONOS                           | 8 365         | 8 410         | 8 360         | 8 392         | 8 203         | 8 208         | 8 235         | 8 262         |
| <b>DEUDA PÚBLICA INTERNA</b>    | <b>7 387</b>  | <b>7 573</b>  | <b>7 656</b>  | <b>8 518</b>  | <b>8 281</b>  | <b>8 556</b>  | <b>10 487</b> | <b>11 789</b> |
| <b>1. LARGO PLAZO</b>           | <b>7 106</b>  | <b>7 259</b>  | <b>7 296</b>  | <b>7 603</b>  | <b>7 771</b>  | <b>8 057</b>  | <b>9 852</b>  | <b>10 440</b> |
| CRÉDITOS BANCARIOS              | 862           | 838           | 795           | 780           | 30            | 37            | 46            | 65            |
| BONOS DEL TESORO PÚBLICO        | 6 229         | 6 406         | 6 487         | 6 809         | 7 715         | 7 986         | 9 772         | 10 343        |
| BONOS MUNICIPALIDAD DE LIMA     | 15            | 15            | 14            | 14            | 26            | 34            | 33            | 45            |
| <b>2. CORTO PLAZO</b>           | <b>281</b>    | <b>315</b>    | <b>360</b>    | <b>915</b>    | <b>511</b>    | <b>499</b>    | <b>635</b>    | <b>1 349</b>  |



# **CAPÍTULO**

## **II**

---

Opinión del Grupo de Expertos  
del Sector No Oficial de los Países Miembros

---





## **BOLIVIA: Opinión Sobre la Convergencia Macroeconómica 2007**

Gabriel Loza Tellería\*

### **Características del Crecimiento**

A pesar de un contexto externo muy favorable expresado en una excepcional alza de los principales precios de sus productos básicos de exportación, el PIB de Bolivia creció 4,03%, tasa menor a la del año pasado (4,6%) e inferior a la tasa promedio de América Latina (5,6%). Sin embargo, este crecimiento fue afectado en parte por el impacto de los desastres naturales como resultado del fenómeno de El Niño, que según estudio de la CEPAL<sup>1</sup> tuvo un impacto por encima de 400 millones de dólares, equivalente a 4% del PIB. No obstante ello, en 2007 se mantuvo la tendencia observada desde 2004 en la que el PIB en forma consecutiva crece mayor al 4%, tasa superior al promedio del periodo 1985-2003 que fue del 3%. Asimismo, es necesario considerar un contexto político interno relativamente adverso, comparado con 2006, donde resaltaron las presiones regionales. Las proyecciones para el 2008 son de un crecimiento superior al 5%.

El crecimiento de la economía se explica por el mayor dinamismo de la demanda interna (consumo más inversión) que creció en 7%, puesto que la demanda externa se contrajo. Con datos a septiembre de 2007, la inversión fue la variable más dinámica (17%), seguida por el consumo privado (5,5%) y el consumo público (4,2%), mientras que el volumen de las exportaciones de bienes y servicios no factoriales cayó en 4,6%. Sin embargo, el coeficiente de inversión (formación bruta de capital respecto a PIB) disminuyó de 13,2% en 2006 a 12,7% en 2007, mientras que el coeficiente de apertura por el lado de las exportaciones se incrementó de 36,5% a 40,1%, uno de los más altos de la trayectoria económica del país. Si se añaden las importaciones, el coeficiente de comercio exterior subió de 68,8% a 73,3%.

A nivel de sectores de la economía, el impulso provino por la expansión del sector de la construcción, en 12,5%, seguido por el incremento de la producción manufacturera a una tasa de 5,16%. Empero, destaca la caída de la producción agropecuaria (-0,27%) y, con datos a septiembre, el estancamiento del sector minero (0,05%), aunque es previsible que en el cuarto trimestre haya aumentado su producción debido a la exportación de la empresa San Cristóbal de complejos de plata.

---

\*GABRIEL LOZA TELLERÍA - Bolivia

Licenciado en Economía en la Universidad Católica Boliviana (UCB), cuenta con una Maestría en Administración de Empresas, mención en Integración económica en el Instituto de Estudios Superiores en Administración (IESA) de Caracas, Venezuela. En su país ha sido Ministro de Planificación del Desarrollo y Director Ejecutivo de la Unidad de Análisis de Políticas Económicas y Sociales. Fue analista económico por nueve años del Banco Central de Bolivia (BCB); Gerente General de la Bolivian International Trading y Vice ministro del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Adicionalmente, trabajó seis años en la Junta del Acuerdo de Cartagena y fue Director del Programa de Cooperación Andina a Bolivia. Ha elaborado varias Consultorías, seguido y dictado diversos cursos. Cuenta con varias publicaciones relacionadas al tema económico. Actualmente es profesor de la Universidad Católica Boliviana (UCB).

<sup>1</sup>CEPAL (2007), El Niño: 2006-2007 en Bolivia: Impactos observados en el primer trimestre de 2007.

En cuanto al sector de hidrocarburos, si bien se recuperó del bajón en el primer semestre, su tasa de crecimiento de 3,4% no es la más deseada dada la importancia de este sector estratégico, cuyo dinamismo aún depende de las negociaciones y la puesta en marcha del programa de inversiones con las empresas petroleras. De esta forma, el PIB de las actividades no extractivas (4,04%) creció cerca del doble de las actividades extractivas (2,15%) pese al excelente entorno de cotizaciones internacionales.

Asimismo, el sector servicios ha tenido mejor desempeño que el sector productor de bienes (agropecuaria, minería, hidrocarburos y manufactura). Además del ya mencionado dinamismo del sector de la construcción, también destacan con tasas mayores a las del PIB los sectores comercio (4,4%), electricidad, gas, agua (4,95%) y servicios financieros (5,66%).

## Sector Externo

Dos factores han influido para un excelente desempeño del sector externo de la economía boliviana. En primer lugar, los favorables términos de intercambio, por cuarto año consecutivo. En 2007 la ganancia de términos de intercambio fue 5,5%. Si se analiza el índice de precios de exportación de una canasta de productos básicos de Bolivia, se puede apreciar un aumento en 7,4% entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007. Pero, si se toma el promedio de 2006 con el promedio de 2007, el incremento es mayor, del 13,9%, y sin combustibles el aumento es de 15,9%. Como resultado del alza en los precios, el valor de las exportaciones aumentó en 15,9%, mientras que las exportaciones de gas natural subieron en 19,1%. El problema radica en la fuerte concentración en *commodities* de la industria extractiva (hidrocarburos y minería) que representa un 77,4% del total, y del sector agropecuario, que participa con 16,1%, ya que son sensibles al ciclo de los precios de los productos básicos. Las exportaciones de manufacturas sólo representan un 6,5%.

Si bien las importaciones aumentaron a una tasa mayor (22%) que las exportaciones, el saldo comercial se mantuvo alrededor de 10% del PIB. Con datos del INE, el superávit comercial se incrementó en 1,4%, esto es, de 1 399 millones a 1 418 millones de dólares.

En segundo lugar, han influido las remesas de los trabajadores del exterior. Según el BCB, las remesas subieron de 569,5 millones de dólares en el año 2006 a 878,8 millones para el 2007. En términos del PIB, según el informe del BID<sup>2</sup>, Bolivia (8%) es el segundo país en Sudamérica en recibir remesas después de Guyana (43%).

Asociado a estos dos factores, además de un menor saldo negativo de la renta neta que pasó de menos 417,9 millones de dólares a menos 212,5 millones de dólares, el saldo positivo de la balanza en cuenta corriente aumentó de 11,5% a 13,3% del PIB para el año

<sup>2</sup>BID (2008) Remittances 2007.

2007, siendo uno de los países de Latinoamérica con mayor superávit. A este saldo se sumó un pequeño superávit en la cuenta capital (incluyendo errores y omisiones) de 1,4% del PIB, menor al de 2006 (1,9%), dando una ganancia de reservas internacionales de 1 941 millones de dólares.

Es en la cuenta de capital donde se centran las preocupaciones del desempeño. En primer lugar, salidas netas de la partida préstamos de mediano y largo plazo y, en segundo lugar, un bajo nivel de la inversión extranjera directa, cuyo saldo disminuyó en 27,9% respecto al año pasado, explicado por la recompra de las refinerías por parte de YPF. La inversión bruta se incrementó en 2007 de 562,2 millones de dólares a 738,9 millones de dólares.<sup>3</sup>

No obstante lo anterior, el nivel de endeudamiento externo presenta indicadores de sostenibilidad muy por debajo de los umbrales de los países HIPC. La disminución del saldo de la deuda externa pública en 1 171 millones de dólares debido al alivio del BID junto al crecimiento de las exportaciones, mejoró todos los indicadores de endeudamiento. Sin embargo, resalta la continuación de la tendencia observada en los años anteriores de transferencias netas negativas (servicio pagado mayor a los desembolsos).

Por último, el nivel de las reservas internacionales netas de 5 308 millones mejora el indicador tradicional medido como meses de importación, el cual subió de 11,1 meses a 15,6 meses, así como la cobertura de depósitos en moneda extranjera dado que Bolivia es una economía dolarizada subió de 120% en diciembre de 2006 a 186,9% en diciembre de 2007. Empero la preocupación siempre será ¿Cuál es el nivel óptimo de las reservas internacionales?

## **Inflación**

En 2007 el incremento del Índice de Precios al Consumidor fue de 11,7%, nivel superior en 6,8 puntos porcentuales a la tasa de 4,9% alcanzada en 2006, y fue la más alta desde 1995 cuando llegó a un 12,58%.

Si bien el Gobierno de Bolivia no cumplió la meta de un dígito fijada por los Países Miembros de la CAN desde 1999, es necesario reconocer que las condiciones externas e internas han cambiado notablemente.

Por una parte, el escenario internacional es completamente diferente con precios del petróleo superiores a 100 dólares cuando prevalecían niveles cercanos a 10 dólares el barril. Los precios internacionales de alimentos subieron más de 40% influidos por un aumento de la demanda de alimentos, especialmente de bio combustibles. Por último, la ausencia de la restricción externa se manifiesta en niveles elevados de reservas internacionales que

<sup>3</sup> Banco Central de Bolivia (2008), Reporte de Balanza de Pagos y posición de inversión internacional.

provocan apreciaciones cambiarias que, a su vez, incrementan en moneda nacional el precio de los productos de exportación hacia los países vecinos. Bolivia tiene fronteras con cinco países que tendieron a la apreciación de sus monedas nacionales.

Por otra parte, el escenario interno varió sensiblemente, en primer lugar, como resultado del cambio climático, los países de la CAN son muy vulnerables a desastres naturales y sus efectos en la agricultura son elevados. En segundo lugar, las causas de la pobreza y su manifestación en presiones sociales obliga a los gobiernos con base social a aplicar políticas fiscales no contractivas no sólo vía mayor gasto público, sino también a través de transferencias como bonos, subsidios y otras medidas.

En el caso de Bolivia el 50% de la canasta del IPC está constituida por alimentos, los cuales han explicado el 80% de la inflación anual. Aún más, un grupo de 10 productos alimenticios explica la mayor parte del crecimiento de los alimentos y del IPC (6,5 puntos porcentuales).

Por tanto, los factores que han influido en las presiones inflacionarias están asociados, por una parte, a factores de oferta, como en el caso del alza de los precios de los alimentos, reevaluaciones que inciden en los precios de los productos importados, una contracción de la oferta interna agropecuaria y algunas presiones por el lado de costos. Por otra parte, a factores por el lado de la demanda, como el aumento del salario mínimo nacional, el incremento de salarios en el sector privado y sector público, un mayor ingreso nacional debido a una entrada neta de recursos por retribución al factor trabajo (remesas) y un aumento del ingreso disponible de grupos sociales debido al incremento de transferencias (bono escolar Juancito Pinto, transferencias directas a productores).

A estos factores se suman mecanismos de propagación, como en el caso del incremento de expectativas de la población y la especulación en algunos productos sensibles.

La inflación relevante para el BCB es el indicador de inflación subyacente (10,8%) y el núcleo inflacionario (7,4%), que muestra un aumento importante a partir del tercer trimestre de 2007.

## **Política Monetaria y Cambiaria del BCB**

El Banco Central, en lo que a su función le compete, aplicó una adecuada política monetaria y cambiaria. Así, a través de los mecanismos de la política monetaria esterilizó parte de la liquidez excedente en la economía. Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) tuvieron mayor cobertura con importantes colocaciones netas de títulos públicos a largo plazo, se amplió el acceso a entidades no bancarias y se inició la venta directa al público. Adicionalmente, amplió la base de aplicación del encaje legal y estableció una comisión a las transferencias desde el exterior a fin de desalentar capitales especulativos.

Sin embargo, el mejor instrumento con mayor incidencia fue la colocación de títulos públicos a través de las OMA, a diferencia del año 2006 cuando prevalecía la acumulación

de depósitos del sector público en el BCB. Asimismo, si bien la contracción del crédito interno neto al sector público (CIN-SPNF) fue importante (Bs1 696 millones) fue menor que la observada el 2006 (Bs. 5 057 millones). Por último, el superávit cuasifiscal y el incremento del excedente de encaje legal en las cuentas del BCB contribuyeron a una disminución de la liquidez.

La emisión monetaria creció un 60,7% equivalente a un aumento en Bs. 5 329,3 millones asociada a la remonetización, la recuperación de la demanda interna y la apreciación del boliviano que redujo el costo de oportunidad de mantener saldos en bolivianos.

Por otra parte, la política cambiaria a través de miniapreciaciones se reflejó en una apreciación nominal de la moneda en 4,5% durante el año 2007 y una apreciación del tipo de cambio real multilateral (ITCER) de 4,4%. A nivel bilateral se depreció respecto a Brasil y Venezuela.

No obstante, según el BCB la competitividad cambiaria del país se mantendría elevada, mostrando la trayectoria del tipo cambio nominal por encima del tipo de cambio de referencia medido a través del ITCER.

Impulsada por la política monetaria y cambiaria, las operaciones del sistema de intermediación financiera tuvieron un buen desempeño. El nivel de depósitos se recuperó por encima de los niveles del *boom* de 1998-1999 superando los 5 mil millones de dólares y la cartera, aunque a un nivel más bajo, de 4 500 millones de dólares. Tanto los depósitos en moneda nacional como la cartera en la misma moneda registraron un crecimiento importante. Los depósitos en moneda nacional aumentaron en 12,5 puntos porcentuales subiendo a 36,4%, mientras que la colocación en moneda nacional subió de 13,1% a 17,6%. El porcentaje de pesadez fue de 5,1%, inferior en 2,6 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2006.

Sin embargo, el problema central se expresó en que las tasas nominales de interés activas y pasivas en moneda extranjera del sistema financiero se mantuvieron casi sin variación, relativamente altas con relación a las tasas internacionales y no contribuyeron significativamente a una reactivación del aparato productivo. En cambio, las tasas activas y pasivas nominales en moneda nacional si bien aumentaron, especialmente en el segundo semestre de 2007, sus tasas de interés reales experimentaron caídas asociadas a una mayor inflación.

Un tema de preocupación hace mucho tiempo en Bolivia es el elevado *spread* entre las tasas activas y pasivas. Los esfuerzos del gobierno son los de promover tasas activas menores a las prevalecientes en el sistema, mediante los créditos del Banco de Desarrollo Productivo para micros, pequeñas empresas y asociaciones de productores.

## Superávit del Sector Público

Con relación a los criterios de convergencia de la Comunidad Andina relativo a que el déficit del SPNF de cada País Miembro no debe exceder el 3%, Bolivia ha cumplido plenamente tanto en 2006 como el 2007 al registrar superávit fiscal de 4,6% y de 1,8% del PIB, respectivamente.

Con relación al año 2006, los ingresos totales crecieron en 25,1% y los ingresos corrientes en 26,5 %, mientras que los egresos totales aumentaron en 35,6% y los egresos corrientes en 35,2%.

Según el informe del Banco Central de Bolivia y el Ministerio de Hacienda para hacer una adecuada comparación con la gestión 2006 es necesario incorporar el nuevo papel del estado y en especial de la empresa pública, como en el caso de YPFB y de las empresas Huanuni y Vinto, que, por un lado, generan nuevos ingresos y lógicamente, por otro lado, realizan nuevos gastos, por lo que se tendría que ver su efecto neto. Bajo este criterio, el incremento de los ingresos fue de 8,8% y el de los gastos 17,5%.

Por el lado de los ingresos, los tributarios crecieron en 13,4% asociados con el crecimiento de la actividad económica. Resalta la caída "contable" de los ingresos por concepto de Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH) del 34,8% a nivel del sector público consolidado, explicada por que ahora es YPFB quien recibe los ingresos por venta de hidrocarburos, tanto en el mercado externo como interno, los cuales aumentaron en 234,5%, y luego realiza el pago del IDH y regalías a prefecturas y al Tesoro General de la Nación.

Si se excluyen las nuevas actividades de las empresas públicas, el mayor nivel de los gastos está relacionado, en primer lugar, al aumento de los gastos de servicios personales asociados a los incrementos de sueldos a los sectores salud y educación y a mayores ítems. En segundo lugar, se explica por el incremento de los gastos de capital.

Los pagos de intereses tuvieron un comportamiento diferenciado. Los pagos de intereses por concepto de la deuda externa disminuyeron debido al alivio de la deuda, en cambio los pagos de intereses de la deuda interna se incrementaron como resultado del aumento del saldo de la deuda pública interna, asociado a las colocaciones directas que el TGN realizó a las Administradoras de Pensiones (AFP) hasta agosto en el marco de la Ley de Pensiones.

## Deuda Pública

El saldo de la deuda pública alcanzó en diciembre de 2007 a 5 866 millones de dólares, equivalente a un 44,4% del PIB. Respecto a 2006 este indicador disminuyó en 8,3 puntos porcentuales.

El comportamiento de la deuda pública fue diferenciado. Por una parte, la deuda pública externa disminuyó sensiblemente en 12,4 puntos porcentuales respecto al año 2006 alcanzando un nivel de 16,5% del PIB. En cambio, la deuda pública interna se incrementó de 23,8% del PIB en el año 2006 a 27,8% para el 2007, esto es, cuatro puntos porcentuales.

La preocupación se centra en la deuda pública interna y por su alta incidencia en la deuda pública total, del 67%. En un entorno de crecimiento de los ingresos fiscales, el aumento de la deuda pública interna no es preocupante. Empero en un escenario de bajos ingresos, es decir, de un comportamiento cíclico de los ingresos fiscales pueden surgir dificultades para cubrirla adecuadamente, puesto que a diferencia del endeudamiento externo, no existe un escenario de condonación, alivio y reprogramación. Este tema es una cuestión que tiene que tratarse en forma cuidadosa.

Por último, justamente para enfrentar comportamientos cíclicos de los ingresos fiscales y especialmente de los ingresos asociados a los *commodities*, como los hidrocarburos y productos mineros, es conveniente el debate público sobre la conveniencia o no de un Fondo de Estabilización o, si se quiere aún más adelante, de un Fondo de Estabilización y Desarrollo.

En síntesis, la economía boliviana ha tenido un buen desempeño, en parte asociado al sector externo, puesto que ha tenido un adecuado manejo de la política monetaria y la política fiscal, y ha cumplido los criterios de convergencia, con excepción de la meta de inflación de un dígito por las razones explicadas en este informe.



## **COLOMBIA: Criterios de Convergencia Macroeconómica de la Comunidad Andina en el año 2007**

Alvaro Concha Perdomo\*

Como ha ocurrido durante los últimos cuatro años, la favorable dinámica de la economía colombiana y el accionar de las autoridades económicas permitieron que en 2007 se lograra el cumplimiento de las metas explícitas en los Criterios de Convergencia de la Comunidad Andina.

### **La política monetaria y el resultado de la inflación doméstica**

De acuerdo con las cifras reportadas por el DANE, la inflación del Índice de Precios al Consumidor se ubicó en el año 2007 en 5,69%, esto es 1,22 puntos porcentuales por encima del registro de igual periodo del año anterior y 1,69 puntos más que la meta puntual de 4,0% fijada por el emisor a finales del 2006.

Con esta, es la tercera vez desde el año 2002 que el Banco de la República incumple la meta de inflación propuesta. Asimismo, el resultado del año 2007 rompió una racha de tres años consecutivos de cumplimiento de esta meta por parte del emisor.

El comportamiento del índice de precios al consumidor durante el primer semestre del 2007 estuvo marcado por la influencia de los precios de los alimentos, los cuales alcanzaron en marzo una inflación anual de 8,9% y en mayo un máximo de 10%. Diversos factores por el lado de la oferta (como el fenómeno del niño y los precios de la carne vacuna), como por el lado de la demanda (un aumento inusitado en las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, el crecimiento de la demanda interna y los mayores precios internacionales de varios alimentos, asociados con la producción de biocombustibles) explicaron este incremento anormal.

Para el tercer trimestre del año 2007 las presiones sobre el índice de precios al consumidor se redujeron gracias a que se presentó una desaceleración en el crecimiento del precio de los alimentos y, en menor medida, por la disminución de la inflación de los regulados y transables. Sin embargo, para los tres últimos meses del 2007 la inflación total retomó su senda alcista y en diciembre se incrementó 0,7% frente al resultado observado en el mes de septiembre.

---

\*ÁLVARO CONCHA PERDOMO – Colombia

Economista y Magíster en Teoría Económica de la Universidad Nacional de Colombia e Ingeniero de Sistemas de la Universidad Distrital Francisco José de Caldas. Se desempeña como Docente de Cátedra de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia y es Director de Estudios Macroeconómicos de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras. El autor ha sido Asesor del CONFIS y Director encargado de la Dirección General de Política Macroeconómica del Ministerio de Hacienda; Jefe de la División de Estudios Intersectoriales de Planeación Nacional y catedrático de varias universidades.

Como parte de su política de control de la inflación, durante el año 2007 el Banco de la República llevó su tasa base para las subastas de expansión de 7,5 a 9,5%. El emisor incrementó su tasa consecutivamente en siete ocasiones. En su reunión del 24 de agosto hizo una pausa en estos aumentos, pero posteriormente el 23 noviembre retomó su política y estableció un nuevo incremento de 25 puntos básicos que la llevó al nivel de 9,5% con el que cerró en diciembre, mes durante el cual la junta del emisor consideró conveniente mantener inalterada su tasa de intervención.

El Banco de la República mantuvo una política monetaria activa que no sólo modificó las tasas de interés de referencia, sino que también revivió el esquema de encajes sobre los depósitos para ayudar a la reducción de la liquidez y el crédito en la economía y ejercer un mayor control sobre la inflación para buscar que ésta se acercara a su nivel de largo plazo de entre el 2 y el 4%. A través de esta medida se estableció la imposición de un encaje ordinario de 8,3% y marginal de 27%, para depósitos en cuenta corriente, depósitos simples y depósitos de ahorro, así como un encaje ordinario de 2,5% y marginal de 5% para los certificados de depósito a término menores a 18 meses.

Las medidas adoptadas por el banco redujeron la liquidez de la economía y desaceleraron la dinámica crediticia. La base monetaria, por ejemplo, tuvo en el año 2007 un crecimiento promedio de 16,2%, mientras que hace un año éste había sido de 23,1%, y el M1 pasó de crecer 18,3% en la última semana de diciembre del 2006 a 11,8% en la misma fecha del año 2007. Algo similar sucedió con el crecimiento de la cartera de créditos, ya que mientras en el 2006 la cartera total real crecía 27,5% anual, al finalizar el año 2007 lo hizo a una tasa de 19,1%, aproximadamente.

Los efectos del aumento de las tasas de interés no dejaron de reflejarse en el comportamiento de la demanda agregada, tal como lo mostró la dinámica del producto en el tercer trimestre del año 2007 en relación con lo observado en los dos trimestres anteriores. En este contexto, el crecimiento del consumo de los hogares y de la inversión que mostraban un ritmo fuerte tuvo una desaceleración significativa.

Para el año 2008 la junta del emisor estará atenta a la evolución de las presiones inflacionarias provenientes del exterior y, en particular, de los precios internacionales de los alimentos y combustibles, en un entorno caracterizado por un fuerte crecimiento de la demanda agregada y el crédito, alta utilización de la capacidad instalada y un contexto internacional de desaceleración moderada de la economía mundial.

Uno de los grandes retos que afrontará el Banco de la República este año es el de recobrar la confianza luego del incumplimiento de la meta de inflación fijada para el año 2007. De hecho, hay escepticismo de varios analistas en torno al cumplimiento de la meta trazada para el 2008, como resultado de los factores que produjeron el aumento inusitado en el costo de vida en buena parte de los países del mundo. Esta será una tarea compleja si se

tiene en cuenta que gran parte del origen de las presiones inflacionarias alrededor del mundo no cederán en el corto plazo. Este es el caso de las cotizaciones de los commodities agrícolas y energéticos, cuyos efectos han sido fuertes sobre el nivel de precios en las economías ya sean emergentes o desarrolladas.

## Crecimiento Económico

De acuerdo con las cifras reportadas por el DANE, en el acumulado al tercer trimestre del año 2007 el PIB mostró un dinamismo sin precedentes. Durante los primeros nueve meses del año, este crecimiento fue superior al 7.4%, y de acuerdo con las últimas estimaciones el registro para el cierre del año estará cercano al 7%. Los sectores que más contribuyeron al crecimiento de la economía fueron la construcción (12,21%), la industria manufacturera (11,87%), el transporte, almacenamiento y comunicación (11,38%) y el comercio, reparación, restaurantes y hoteles (11,04%), ya que alcanzaron las mayores tasas de crecimiento durante ese año.

En el sector de la construcción hay que destacar que aunque en el tercer trimestre del 2007 su variación acumulada se desaceleró frente a lo registrado en los dos trimestres anteriores, durante todo el año se mantuvo como el de mayor crecimiento entre todos los sectores. A pesar del buen desempeño del sector en los últimos cinco años, algunos analistas afirman que este año el auge de la construcción, consecuencia del actual ciclo expansivo de la economía y que se ha traducido en un impresionante ritmo edificador, podría llegar a su fin de la misma forma que lo hizo a finales de los noventa, cuando la euforia que experimentaron todos los mercados, incluido el de finca raíz, derivó posteriormente en una caída abrupta del ritmo de esta actividad y de la economía en general. Aunque entendemos que frente a este panorama, y dadas las expectativas sobre una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía, se quieran encender señales de alerta, confiamos en que la moderación del ciclo expansivo de la construcción se presente paulatinamente y con un "aterrizaje suave".

El comercio se consolidó en el año 2007 como el principal elemento motor del sector que incluye también a los restaurantes y hoteles, al registrar una variación anual acumulada de 13,3%. Por su parte, los servicios de reparación y los servicios de hotelería y restaurante crecieron 5,36 y 5,17%, respectivamente, durante ese mismo periodo. Según FENALCO, en el año 2007 la actividad comercial tuvo una buena dinámica, especialmente en el mes de diciembre, por lo que pronostican que al terminar el año ésta mostrará un crecimiento real cercano a 10%.

La industria manufacturera, por su parte, cerró los primeros nueve meses del año con una buena dinámica gracias al comportamiento de algunos sectores de alto crecimiento como lo fueron equipo de transporte (27,93%), vidrio y productos de vidrio (24,41%), metales comunes y productos metálicos (24,23%) y maquinaria y suministro eléctrico (20,25%), entre otros. En relación con el transporte, almacenamiento y comunicación, las cifras al mes

de septiembre del 2007 muestran que todos los subsectores que lo componen hicieron una contribución positiva al resultado exhibido durante ese periodo, destacándose los crecimientos de los servicios de correos y telecomunicaciones (16,83%), servicios de transporte complementarios y auxiliares (14,04%) y servicios de transporte aéreo (10,71%).

Al analizar los resultados del PIB por el lado de la demanda, se encuentra que aunque el consumo y las exportaciones crecieron de manera importante durante los primeros nueve meses de 2007, el gran motor de la dinámica productiva fue la formación bruta de capital.

Entre enero y septiembre del año 2007, la inversión como porcentaje del PIB representó 27,5%, y registró un crecimiento acumulado de 22,04%. Según la información suministrada por el DANE, a la formación bruta de capital han contribuido de manera importante las compras de equipo de transporte y de maquinaria y equipo, cuyos índices durante el año 2007 crecieron en promedio a tasas de 33,03% y 24,84%. Por otro lado, la inversión destinada para obras civiles se destacó por su alto crecimiento, ya que en promedio durante los tres primeros trimestres del 2007 la variación anual de su índice fue de 28,37%.

En relación con el consumo, en el periodo enero-septiembre del año 2007 el consumo final alcanzó una variación anual acumulada de 6,19%, cifra superior al 5,12% registrado en el año 2006. El consumo de los hogares fue el de mayor dinámica, con una tasa de 7,36%, mientras que el gubernamental tuvo una variación acumulada de 2,34% para ese mismo periodo.

## **Déficit Fiscal**

Las últimas cifras disponibles muestran que al cierre del tercer trimestre del año 2007 el déficit del Gobierno Nacional Central representó 1,7% del PIB (\$6 106 mm), lo que comparado con el mismo periodo del año 2006 (cuando alcanzó \$8.228) implica una reducción en el déficit de aproximadamente 0,9% del PIB. Esta mejora en las cifras fiscales del GNC no tuvo su origen en una reducción en el componente de gasto. Los intereses de la deuda, los gastos de funcionamiento y los de inversión, mantuvieron constantes sus participaciones en el PIB, al mismo tiempo que las cifras de gasto global mostraron un porcentaje de ejecución cercano al 75%, registro que refleja la normal ejecución presupuestal y que es muy similar al observado en el mismo período del año 2006.

La positiva evolución del balance fiscal durante este periodo estuvo asociada con la mayor generación de ingresos, y especialmente con el sobrecumplimiento de las metas del recaudo tributario, descontando los ingresos del impuesto al patrimonio. Según la DIAN, durante el año 2007 los ingresos tributarios crecieron 14,4% y totalizaron \$60,3 billones. La buena dinámica de la economía, el cumplimiento del compromiso de recaudo del impuesto al patrimonio y una mejora en la cultura tributaria contribuyeron a que el año 2007 se convirtiera en el tercer año consecutivo de sobrecumplimiento de las metas de recaudo tributario.

Las cifras del GNC al tercer trimestre muestran también que en lo que va del año 2007 los ingresos tributarios representaron 12,8% del PIB y que se incrementaron en un 16,2% frente a lo observado en el mismo periodo del año 2006, registro que supera en más de 3% el crecimiento nominal del PIB en el 2007. El recaudo que más aportó al buen resultado durante este periodo, además del originado en el primer pago del impuesto al patrimonio (que contribuyó con un 0,3% del PIB) fue el del impuesto a la renta, que pasó de representar 5,3% del PIB en 2006 a 5,5% del PIB en el año 2007. A ese favorable resultado también se sumaron los recaudos por concepto de arancel e IVA que en conjunto pasaron de representar 5,7% del PIB en el año 2006 a 5,9% para el 2007.

En conclusión, el resultado del GNC al tercer trimestre resultó positivo. Cuando se estima el balance para el total del año, se encuentra que comparado con lo proyectado inicialmente en el plan financiero, el déficit experimentó una reducción de 4,1% del PIB a 3,7% del PIB incluyendo los costos de la reestructuración financiera (3,3% si no se incluyen estas erogaciones) y de acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el sector público consolidado experimentó el año pasado una mejora en el déficit desde 1,3% del PIB calculado inicialmente a 0,7%.

En este punto es conveniente reconocer que como consecuencia de esta favorable evolución, el balance del Gobierno Nacional al finalizar el año reflejó por primera vez en la última década un superávit primario cercano al 1% del PIB.

Sin embargo, para el año 2008 existen varios factores que pueden influir de manera significativa sobre el balance del Gobierno Nacional y sobre el futuro de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Después de importantes esfuerzos de las autoridades económicas para lograr el equilibrio de las cuentas fiscales en el año 2005, teniendo como antecedente déficit fiscales a niveles de 5.5% del PIB en el año 1999, las proyecciones para el año 2008 confirman el cambio en la tendencia del déficit consolidado. Los desequilibrios que se registraron en los años 2006 y 2007, inferiores al 1% del PIB, se aumentan en el 2008 hasta alcanzar 1.4% del PIB.

Precisamente el análisis del Plan financiero para el año 2008 pone de manifiesto los factores que podrían poner en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo:

- 1) La disminución permanente que producirá la reforma tributaria del año 2006 sobre los ingresos del Gobierno Nacional. Conviene recordar que la Ley 1111 de diciembre del 2006,

además de aprobar el impuesto al patrimonio por las vigencias 2007 a 2010, eliminó la sobretasa al impuesto de renta y redujo en un punto la tarifa del gravamen de 35 a 34%; incrementó de 30 a 40% la deducción por inversión en activos fijos, autorizó la deducción del 25% del Gravamen a los Movimientos Financieros y hasta del 100% de los impuestos locales y determinó el desmonte gradual del impuesto de timbre.

- 2) En el mediano plazo habrá un menor recaudo en renta por efecto de la nueva Ley de Zonas Francas. La disminución de la tarifa en el impuesto de renta hasta el 15% para las empresas que sean catalogadas como zonas francas especiales, representa un beneficio tributario adicional que producirá un efecto negativo creciente sobre el recaudo, que puede anular el esfuerzo de varias de las reformas tributarias que fueron aprobadas en la década pasada. No deja de llamar la atención que esta mega-reforma tributaria no haya generado mayor discusión en el país.
- 3) El aumento en el gasto militar relacionado con el fortalecimiento de la política de seguridad democrática, que aún cuando tiene una contrapartida de ingreso hasta el año 2010 en el impuesto al patrimonio, podría convertirse en gasto permanente.
- 4) Se observa la influencia que continuará teniendo sobre el déficit del gobierno el aumento en el pago de los compromisos pensionales del ISS que se espera aumenten desde 4,5% del PIB en el año 2008, hasta 4,8% del PIB para el 2010, año en el que estas erogaciones llegarían a su pico.
- 5) Aunque en más de una ocasión el CONFIS ha dicho que la transferencia de los recursos del FAEP es neutra en el consolidado, la realidad es que el gobierno se está gastando ese ahorro. Infortunadamente no hay certeza que el gasto asociado a la utilización de esos recursos transitorios no financiará erogaciones de tipo permanente. Si esa presión se mantiene el déficit tendería a ser mayor en un monto equivalente a 0,6% del PIB.
- 6) El cumplimiento del Acto Legislativo 04 del año 2007 determinó que las transferencias a las entidades territoriales deberían aumentar en un 4% real entre los años 2008 y 2009, 3,5% real en el año 2010 y 3% entre los años 2011 y 2016, cifras que hay que ajustar hacia arriba si la economía crece más que esos porcentajes. Esta última disposición, que busca que las transferencias mantengan su participación en el PIB nominal, no incluye la posibilidad de que el ajuste se haga hacia abajo cuando el PIB crezca por debajo de esos porcentajes.
- 7) Hay que tener en cuenta que como resultado del proceso de democratización de Ecopetrol, a partir del año 2008 ésta entidad dejó de incluirse en el balance consolidado. Considerando que Ecopetrol se había convertido en una empresa "superavitaria" a costa de recortes en sus inversiones, su exclusión del balance equivale a la pérdida de un importante "comodín" que contribuía de forma significativa a lograr las metas de déficit para el balance fiscal consolidado. Esto sin duda es positivo para el manejo de la empresa y para el país, pero implica una presión adicional de ajuste para el gobierno central.

*8) Por último, no hay que olvidar que aún está por aclararse el rumbo que tomará el conflicto derivado del fallo del Consejo de Estado que determinó el pago de \$224 mil millones por parte del gobierno a los antiguos accionistas de Granahorrar. Más allá del impacto que pueda tener ese fallo en el año 2008, este caso pone de manifiesto la importancia de considerar la contingencia de los procesos en contra de la nación y que continúan siendo una presión adicional de gasto.*

## Deuda Pública

Los resultados en materia de déficit fiscal no han dejado de reflejarse en la deuda pública.

De acuerdo con la última información suministrada por las autoridades económicas de Colombia, la deuda pública total, neta de activos financieros externos pasó de representar 54.3% del PIB en diciembre del año 2002 a 51.1% en el 2003, a 46.4% en el 2004, a 42.4 en el 2005, a 38.8% en el 2006 y 37.6% en septiembre del 2007. Si a este último total se le descuentan los activos domésticos internos (el M3 público) por 9.7% del PIB, se llega a un total de deuda neta de activos totales de 28% del PIB.

Con respecto a estos últimos registros, es importante mencionar que la disminución de la relación deuda a PIB de Colombia entre los años 2002 y 2007, por debajo del 15% del PIB, ha respondido además del proceso de ajuste fiscal al comportamiento de la tasa de cambio y al cumplimiento de la estrategia del gobierno en materia de recomposición de la deuda para disminuir el riesgo cambiario del país. Mientras que en el año 2002 el saldo de la deuda pública externa representaba el 30.5% del PIB (43% de la deuda bruta total), en el año 2007 esta relación se redujo a un 15.9% (29% de la deuda bruta total).

Finalmente, es importante mencionar que a pesar de la reducción que ha venido registrando el tamaño de la deuda desde el año 2002, esta tendencia podría revertirse hacia el futuro y que uno de los mayores retos que enfrenta Colombia en materia de deuda pública, se relacionan con el mantenimiento del control sobre el déficit fiscal.

## **ECUADOR: Comentarios al Informe de Seguimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica**

Simón Cueva\*

Se presentan aquí algunos comentarios al informe de seguimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica para el caso del Ecuador en el año 2007. Luego de comentar en la sección I sobre el cumplimiento formal de dichas metas, se analizan algunos temas estadísticos que levantan ciertas preocupaciones en la sección II, antes de resaltar las oportunidades perdidas para el país en temas macroeconómicos (sección III) y de evaluar en la última sección el potencial impacto de decisiones recientes de política económica sobre la sostenibilidad macroeconómica a largo plazo.

### **1. El cumplimiento Formal de las Metas de Convergencia Macroeconómica Andina**

Como muchos otros países de Latinoamérica, Ecuador se benefició en el año 2007 de un entorno internacional muy favorable, caracterizado por altos precios del petróleo y otros productos de exportación, por un alto crecimiento económico internacional, impulsado por dinámicas economías asiáticas y por un contexto de liquidez internacional. En este contexto, y al igual que en años anteriores, las tres metas de convergencia macroeconómica andina—relativamente poco ambiciosas considerando este entorno—fueron cumplidas formalmente.

#### **Inflación**

En lo relativo a la inflación anual, ésta se aceleró desde mediados del año 2007, alcanzando 3.3% a diciembre del 2007, antes de continuar incrementándose, llegando a 6.6% a fines de marzo del 2008. En cuanto a los criterios de convergencia andina, la inflación anual se mantuvo en niveles de un dígito. La tendencia inflacionaria creciente fue impulsada, como en el resto de la región, por tendencias internacionales en los precios de alimentos y varios commodities, así como por una inflación importada asociada a la depreciación del dólar frente a la mayoría de divisas internacionales y regionales. El esquema de dolarización adoptado por el Ecuador ha permitido, en consecuencia, apuntalar la competitividad externa de los productos ecuatorianos pero también ha implicado mayores precios para los productos importados.

Pese al rápido repunte de meses recientes, la inflación en el Ecuador se ha mantenido en niveles relativamente moderados dentro de la región. Sin embargo, cabe señalar algunos aspectos propios del Ecuador. Por una parte, varias administraciones sucesivas han decidido mantener

---

\*SIMÓN CUEVA - Ecuador

Doctor en economía por la Universidad de París (Panteón-Sorbona). Es Ingeniero de la Escuela Politécnica de Francia. Ha sido profesor de Economía en varias universidades de Francia y del Ecuador. Ha sido Director General de Estudios del Banco Central del Ecuador, funcionario y representante del FMI en Bolivia, Director Académico de CORDES, y actualmente es Vicerrector Académico de la Universidad de las Américas-Ecuador.



congelados los precios de venta al público de los combustibles (gasolina extra, diesel y gas licuado de petróleo). Esta decisión, confirmada por el gobierno actual, ha implicado un monto creciente y extremadamente elevado de los subsidios correspondientes (ver más adelante) y ha implicado que la inflación esté parcialmente influenciada por los precios controlados de productos claves. Así, cualquier decisión futura de levantar de una u otra forma dichos subsidios implicaría un salto de precios iniciales relativamente grandes, acompañado potencialmente de un efecto inflacionario subsiguiente, cuya estimación no es obvia.

Por otro lado, a las causas internacionales de las tendencias inflacionarias, se podrían agregar algunas decisiones de política económica interna: el incremento marcado (17.6%) del salario mínimo en enero del 2008 a un ritmo mucho más alto que el de la inflación— con el impacto asociado en los costos de producción del sector formal—y la tendencia a un creciente gasto público en meses recientes.

## **Déficit Fiscal**

Al igual que en años anteriores, las cuentas fiscales ecuatorianas se beneficiaron por los ingresos petroleros elevados como consecuencia de los altos precios internacionales y las crecientes recaudaciones tributarias en un contexto de crecimiento del consumo. Así, el Ecuador registró en el año 2007 un superávit fiscal, tanto para el sector público no financiero (SPNF) como para el Gobierno Central. Esta tendencia replicó lo que ha vivido el país desde el año 2001. Esto permitió el cumplimiento holgado del criterio de convergencia relativo al déficit del SPNF, pese a que las tendencias fiscales revelan problemas de sostenibilidad de mediano plazo, como se detallará más adelante.

## **Deuda Pública**

La relación deuda/PIB ha seguido reduciéndose, llegando a 31.2% a diciembre del 2007 de acuerdo a cifras del Ministerio de Finanzas. Esta reducción de los niveles de deuda, que permitió que el Ecuador se enmarque en los criterios de convergencia andina, fue el reflejo del superávit fiscal. El gobierno actual ha mantenido, en cuanto al tema de pagos de deuda externa, un discurso oficial relativamente agresivo, sin excluir la posibilidad de una moratoria en ciertas circunstancias. Esta posición no siempre muy clara ha contribuido a mantener un nivel de riesgo país para el Ecuador muy elevado (superior a 650bp la mayor parte del tiempo), el más alto de aquellos países latinoamericanos que han emitido deuda soberana que se negocia en los mercados internacionales. Sin embargo, más allá de la retórica, el país ha cumplido puntualmente con el servicio de deuda externa e interna.

## **2. Problemas estadísticos: ¿debilidades técnicas o presiones políticas?**

Se ha podido notar debilidades en varios ámbitos estadísticos, dificultando una evaluación técnica y oportuna de la situación macroeconómica. El señalamiento de dichas debilidades

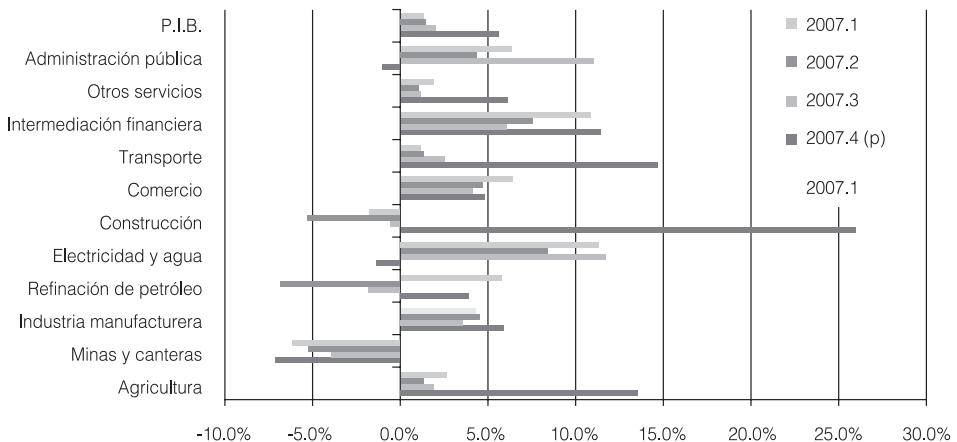
debe entenderse como una observación que busca enfatizar la importancia de estadísticas confiables y oportunas para un adecuado seguimiento macroeconómico del área andina.

### Crecimiento Económico: Proyecciones Oficiales Irrealistas

A mediados de abril del año 2008, sólo se disponían de datos estadísticos oficiales preliminares para el crecimiento real del PIB relativo a los 3 primeros trimestres del año 2007. Para dicho año en su conjunto, el Banco Central del Ecuador (BCE) no había aún publicado los datos oficiales, incumpliendo así con el calendario institucional de publicaciones estadísticas y con las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) suscritas por el país desde el año 1998 con el FMI.

A la fecha, la estimación oficial de crecimiento real para el 2007 era de 2.65%. Sin embargo, el crecimiento en ritmo anual durante los tres primeros trimestres del año oscilaba entre 1.4% y 2%, sugiriendo que el alcanzar la estimación oficial implicaría que se haya producido un repunte económico muy marcado en el último trimestre del 2007 (5.6%, entre el doble y el triple de los otros trimestres), pese a que las evidencias existentes no sustentaban una evolución marcadamente distinta en dicho trimestre. Más aún, un desglose sectorial de las cifras detrás de la estimación oficial muestra el carácter poco realista de la expansión prevista por sectores, como lo muestra el gráfico siguiente.

LA META OFICIAL Y POCO REALISTA DE CRECIMIENTO REAL 2007  
(Proyecciones de crecimiento del 4º trimestre 2007 necesarias para cumplir la estimación oficial de crecimiento real 2007 a mediados de abril 2008)



Fuente: BCE y cálculos propios

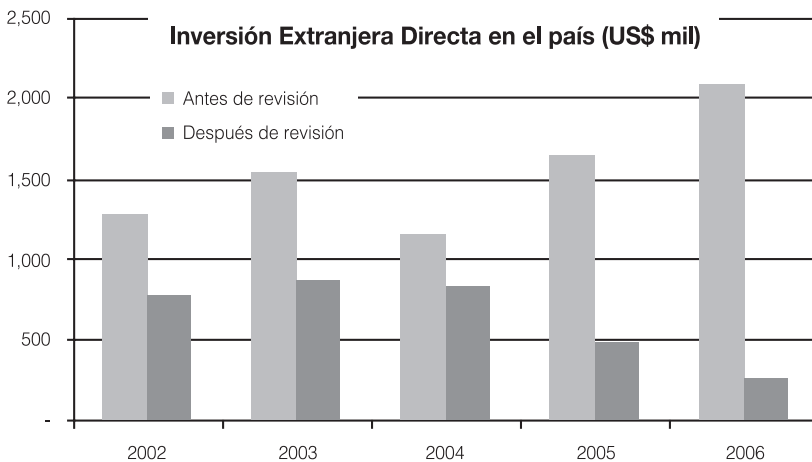
En sus estimaciones más recientes—tanto para el reporte de la revisión anual sobre la base del Artículo IV como en sus proyecciones regionales de primavera—el FMI estimaba el crecimiento para el año 2007 en 1.8-1.9%, una cifra mucho más cercana al promedio de los tres primeros trimestres del año.

Una disparidad similar se puede observar entre las proyecciones oficiales de crecimiento para el año 2008 (4.25%) y las estimaciones de otras fuentes (2.9% según el FMI, 3% según la CEPAL). Declaraciones más recientes de altos funcionarios públicos han sugerido que el gobierno piensa revisar a la baja sus proyecciones. Más allá de debilidades técnicas, el rasgo quizás más preocupante de estas grandes discrepancias estadísticas es la eventualidad que las estimaciones oficiales hayan sido guiadas por un objetivo político, tomando en cuenta el impacto público de una revisión a la baja de las proyecciones y el potencial impacto, en el momento en que fueron anunciadas, sobre los supuestos básicos detrás del presupuesto para el año 2008.

### Cambios Metodológicos y Revisiones de Cifras

En años recientes, las instituciones públicas ecuatorianas han operado en varias ocasiones revisiones muy significativas de cifras macroeconómicas. Más allá de la bondad y utilidad de revisiones periódicas, estos cambios fueron de magnitudes tales que modificaban la percepción y comprensión de áreas fundamentales. Así, el BCE modificó de manera retroactiva las cifras de Inversión Extranjera Directa (IED) neta en el primer trimestre del 2007, en particular por temas asociados al registro de utilidades reinvertidas y pasivos frente a inversionistas directos. Para el año 2006, dicha revisión implicó una reducción de la IED, de un nivel previamente estimado en \$2 087 millones a un nivel revisado de \$271 millones, casi ocho veces menor.

CIFRAS REVISADAS PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA A INICIOS DE 2007

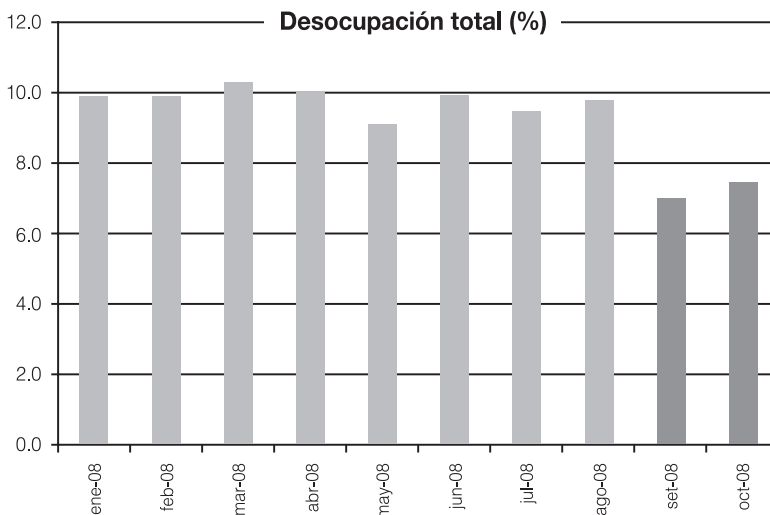


Fuente: BCE y cálculos propios

Revisiones estadísticas mayores se habían ya producido anteriormente con la cifras de deuda externa privada del BCE (con cerca de \$1 000 millones de revisión) y de inflación del INEC (sobrestimada durante más de un año).

Más recientemente, se modificaron en septiembre del año 2007 las encuestas de medición del empleo. Hasta el mes de agosto, dichas encuestas se realizaban en tres ciudades (Quito, Guayaquil y Cuenca). A partir de septiembre, se ampliaron a dos ciudades adicionales (Ambato y Machala), se modificó la cobertura de las encuestas y se introdujeron algunos cambios metodológicos, consistentes con sugerencias de la OIT. Las mejoras de la metodología para afinar las cifras deben ser bienvenidas. Sin embargo, la transición metodológica y el uso y difusión de las estadísticas tuvieron deficiencias. Por una parte, no se realizaron encuestas paralelas por al menos un mes para tener cifras comparables y poder evaluar el impacto del cambio de metodología frente al de factores coyunturales. En este sentido, una revisión de las cifras por ciudades (con saltos importantes hacia arriba o hacia debajo de las cifras de un mes al otro) sugiere claramente que el efecto del cambio metodológico fue fuerte. Por otra parte, varias autoridades han comentado las cifras de desempleo omitiendo el cambio metodológico, para sugerir que ha habido una reducción marcada del desempleo.

#### CAMBIOS METODOLÓGICOS DE DESEMPLEO



Fuente: BCE y cálculos propios

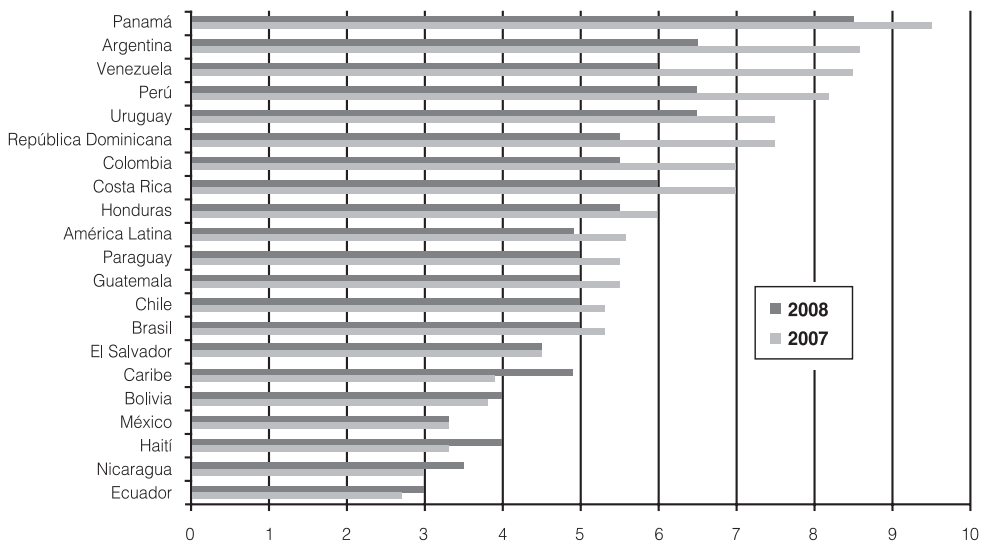
### 3. Oportunidades macroeconómicas perdidas para el Ecuador

Pese a que las cifras macroeconómicas para el año 2007 son relativamente benignas para el Ecuador, sin observarse marcados desequilibrios y con el cumplimiento de diferentes criterios macroeconómicos, el año 2007 marcó oportunidades perdidas importantes, de las cuales dos se discuten a continuación.

#### Crecimiento económico: el más débil de la región

Ecuador fue en el año 2007 el país con el menor crecimiento de toda América Latina, y posiblemente vuelva a repetirse la situación en el año 2008. De acuerdo a las últimas proyecciones públicas de la CEPAL (publicadas en diciembre del 2007)—en las que se estimaba un crecimiento de 2.7% para el Ecuador que, como mencionado anteriormente, debería ser revisado a la baja—Ecuador ya era el último en términos de crecimiento real, detrás de México, Haití y Nicaragua. De acuerdo a las proyecciones del FMI en su informe regional de Abril del 2008, Ecuador crecería a ritmos de 1.9% y 2.9% en los años 2007 y 2008, ocupando el último puesto en Latinoamérica en el 2007 y el tercero más bajo en el 2008, solo superando a México y Jamaica, dos economía con relaciones bastante cercanas con la economía norteamericana que enfrenta una crisis económica importante. En ambos años, Ecuador tendría la tasa de crecimiento más baja de América del Sur.

CRECIMIENTO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA - 2007 Y 2008



Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, Dic 2007

Este nivel mediocre de crecimiento económico se dio pese que el Ecuador es uno de los países que más se ha beneficiado de términos de intercambio muy favorables, especialmente por los precios petroleros. Dentro de los países latinoamericanos, es efectivamente una de las economías cuyas exportaciones, en términos relativos, están más concentradas en productos que han sido beneficiadas por los altos precios internacionales (posiblemente menos que Chile o Venezuela, pero más que muchos otros países del área). Más aún, la depreciación del dólar frente a la mayoría de divisas ha fortalecido la competitividad precio a corto plazo de los productos ecuatorianos.

Pese a este entorno, el nivel de crecimiento ha permanecido muy bajo, por diversos motivos. Por una parte, la producción petrolera decayó a lo largo del año 2007, como consecuencia de problemas estructurales del sector que se vienen observando por muchos años: debilidades de gobernancia, eficiencia y obsolescencia técnica en Petroecuador; bajos niveles crónicos de inversión para mantener y optimizar la capacidad de extracción en los pozos petroleros; conflictos legales con algunas empresas privadas y dificultad para encontrar un esquema de cooperación público-privado realista y creíble a largo plazo. Pese a loables esfuerzos para incrementar la inversión, la capacidad de implementación y ejecución siguen constituyendo limitaciones importantes al desarrollo del sector.

Por otra parte, la debilidad del crecimiento en el año 2007 reflejó una muy débil situación de la inversión. Durante el segundo y tercer trimestre de dicho año, de acuerdo a las cifras del BCE, la formación bruta de capital fijo tuvo niveles de crecimiento anual negativo. En momentos en que muchos países de la región están caracterizados por niveles récord de inversión extranjera y crecimiento muy elevados de la inversión, este resultado para el Ecuador muestra sin duda alguna un deterioro del clima de negocios y una incertidumbre económica, ligados probablemente a la combinación de una retórica en los anuncios de política económica poco favorables a la empresa privada y la dificultad de prever los cambios concretos en materia económica y las implicaciones reales del nuevo texto constitucional en discusión.

Cuando América Latina vive probablemente el período en el cual el entorno internacional ha sido el más favorable para la economía por muchas décadas, las cifras de crecimiento estimadas y proyectadas para los años 2007 y 2008 marcan una importante oportunidad perdida para que el país acelere su expansión y reduzca de manera marcada los niveles de pobreza.

## Cuentas fiscales y sostenibilidad de los ritmos de expansión del gasto

Un segundo ámbito en el cual las favorables perspectivas podrían haberse aprovechado para fortalecer temas estructurales es el área fiscal. De acuerdo a los datos publicados por el BCE para el período Enero-Diciembre del año 2007<sup>2</sup>, se puede observar la tendencia de las cuentas fiscales en comparación con el año 2006, así como el crecimiento promedio de los distintos rubros de ingresos y gastos desde el año 2001.

La observación de las cifras permite destacar algunas tendencias:

- El crecimiento de ingresos fiscales ha sido impulsado por los favorables ingresos no petroleros, con altos ingresos tributarios reflejando la buena coyuntura y cierta mejora en los esfuerzos de recaudación.
- El crecimiento aparente de los ingresos petroleros no es tan elevado, pese al incremento marcado de los precios del petróleo, esencialmente porque los ingresos están ya deducidos de los costos para Petroecuador de subsidiar los derivados petroleros en el mercado local.
- El ritmo de expansión del gasto salarial es impresionante: 18% en el año 2007, más de 25% en promedio anual desde el año 2001.
- El gasto corriente crece a ritmos elevados, pese a que las cifras no incluyen aquí los subsidios petroleros, que representan cerca de 6% del PIB.
- El gasto de capital muestra también una marcada tendencia creciente, pero las cifras para el año 2007 podrían estar sobre estimándolo de manera importante, ya que corresponden a cifras devengadas, no necesariamente ejecutadas. Tomando en cuenta debilidades institucionales del Estado en cuanto a la ejecución de proyectos de inversión, la diferencia entre ambos conceptos puede ser importante.

Cabe anotar un comentario importante sobre las tendencias de mediano plazo del gasto fiscal, que no parecen haberse modificado sustancialmente en el último año. El Ecuador ha vivido en los últimos años una situación excepcionalmente buena para los ingresos fiscales. Ritmos de crecimiento promedio anual de los ingresos fiscales de 18% (incluso más si tomáramos en cuenta los ingresos que se utilizan para los subsidios petroleros)

<sup>2</sup> El informe oficial para el Programa de Acciones de Convergencia 2007 sólo presenta datos hasta noviembre 2007. La comparación con las cifras del BCE hasta noviembre revela discrepancias cercanas a \$500 millones para el déficit fiscal, explicadas esencialmente por el superávit de empresas públicas y cambios en gastos corrientes y de capital. En ambos casos, se observa un superávit fiscal amplio, que proviene esencialmente del sector público fuera del Gobierno Central, que enfrenta dificultades de ejecución del gasto público que se han traducido en una significativa acumulación de depósitos de dichas entidades en el BCE. Para este reporte, se han utilizado las cifras del BCE para el año completo, para facilitar las comparaciones históricas.

TENDENCIAS DE LAS CIFRAS FISCALES  
(Sector Público no Financiero, base devengado)

|                                      | Niveles (\$mill) |                 | Crecimiento (%) |                  |
|--------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|
|                                      | 2006             | 2007            | 2007            | Promedio 2001-07 |
| <b>INGRESOS TOTALES</b>              | <b>11,262.6</b>  | <b>13,462.9</b> | <b>19.5%</b>    | <b>18.4%</b>     |
| <b>Petroleros</b>                    | <b>3,235.0</b>   | <b>3,318.1</b>  | <b>2.6%</b>     | <b>12.4%</b>     |
| <b>No Petroleros</b>                 | <b>8,333.1</b>   | <b>9,258.7</b>  | <b>11.1%</b>    | <b>20.5%</b>     |
| IVA                                  | 2,444.9          | 2,752.7         | 12.6%           | 17.4%            |
| ICE                                  | 345.0            | 349.4           | 1.3%            | 24.7%            |
| A la renta                           | 1,452.8          | 1,688.7         | 16.2%           | 27.1%            |
| Arancelarios                         | 637.9            | 700.2           | 9.8%            | 18.2%            |
| Contribuciones Seguridad Social      | 1,555.9          | 1,857.3         | 19.4%           | 34.9%            |
| Otros                                | 1,896.6          | 1,910.3         | 0.7%            | 18.1%            |
| -                                    | -                | -               | -               | -                |
| <b>Superávit oper. emp. Públicas</b> | <b>-305.5</b>    | <b>886.2</b>    | <b>-390.1%</b>  | <b>28.9%</b>     |
| <b>GASTOS TOTALES</b>                | <b>9,927.6</b>   | <b>11,958.2</b> | <b>20.5%</b>    | <b>17.4%</b>     |
| <b>Gastos corrientes</b>             | <b>7,984.1</b>   | <b>8,492.5</b>  | <b>6.4%</b>     | <b>15.5%</b>     |
| Intereses                            | 896.1            | 857.8           | -4.3%           | -2.9%            |
| Sueldos                              | 3,161.6          | 3,735.0         | 18.1%           | 25.5%            |
| Compra de bienes y servicios         | 1,506.8          | 1,555.3         | 3.2%            | 21.0%            |
| Otros                                | 2,419.7          | 2,344.5         | -3.1%           | 15.2%            |
| <b>Gastos de capital</b>             | <b>1,943.5</b>   | <b>3,465.7</b>  | <b>78.3%</b>    | <b>23.4%</b>     |
| <b>AJUSTE DEL TESORO NACIONAL</b>    | <b>-28.3</b>     | <b>-73.4</b>    |                 |                  |
| <b>RESULTADO GLOBAL</b>              | <b>1,363.4</b>   | <b>1,578.2</b>  | <b>15.8%</b>    |                  |
| <b>RESULTADO PRIMARIO</b>            | <b>2,259.5</b>   | <b>2,435.9</b>  | <b>7.8%</b>     |                  |

Fuente: BCE, Boletín Estadístico, Febrero 2008

no pueden ser sostenibles de manera permanente, y tendrán que reducirse cuando el país enfrente algún tipo de shock adverso o de entorno internacional menos favorable. En tales circunstancias, reducir los niveles de gasto o frenar de manera substantiva su crecimiento será una tarea compleja, tomando en cuenta la irreversibilidad de muchos gastos corrientes, e incluso de capital. Ello implicaría afectar marcadamente algunos gastos sociales y de capital, con implicancias particularmente negativas para grupos vulnerables de la sociedad. En otras palabras, el país ha aprovechado muy débilmente la época de bonanza para acumular un ahorro público importante que le permita afrontar potenciales situaciones adversas y proteger el gasto social básico.



## 4. Decisiones de política económica: el potencial impacto en la sostenibilidad macroeconómica a mediano plazo

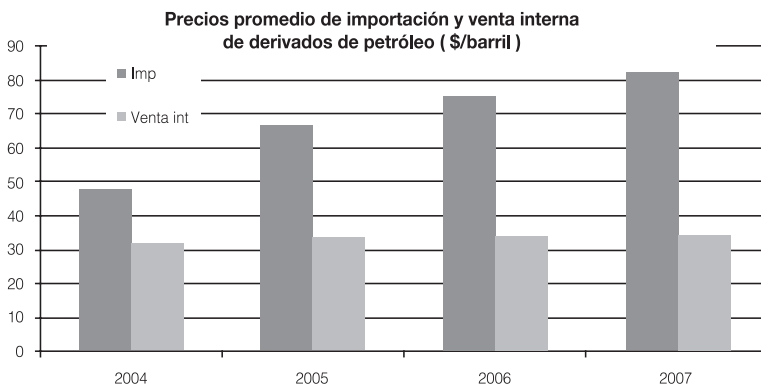
Al menos dos decisiones de política económica merecen ser analizadas por su impacto sobre la sostenibilidad macroeconómica y los temas de equidad.

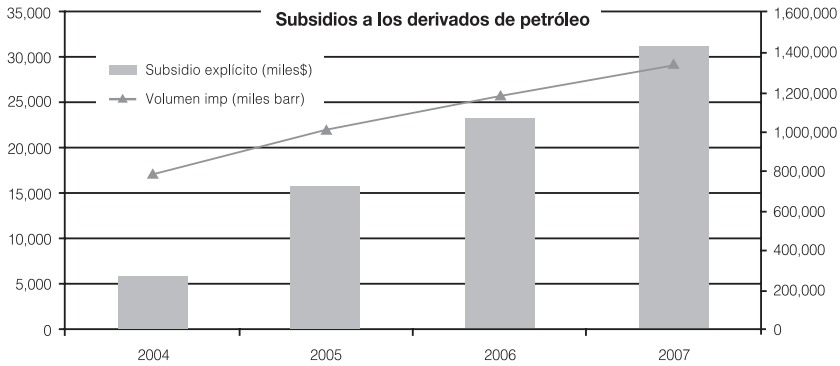
### Los inmensos e inequitativos subsidios petroleros

Los subsidios a los derivados de petróleo han venido creciendo a un ritmo muy elevado en los últimos años, como resultado de precios internacionales en franco crecimiento y de un firme incremento de la demanda interna por productos derivados, en gran parte incentivada por los precios finales al consumidor muy por debajo de los precios de mercado. Al igual que administraciones anteriores, el actual gobierno ha decidido no enfrentar el tema por sus potenciales consecuencias políticas y de impopularidad. Sin embargo, los subsidios refuerzan cada vez más sus características esenciales. Al ser subsidios generalizados, sus montos son inmensos (más de \$1 400 millones en subsidios explícitos, cerca de \$3 000 millones en subsidios explícitos e implícitos) y los subsidios son altamente regresivos, ineficientes y fomentan un contrabando que no puede ser combatido eficientemente con medidas únicamente administrativas.

Una primera decisión a implementarse en este año va en la dirección correcta: otorgar una mayor transparencia a la contabilidad del tema. En vez de continuar contabilizando los subsidios como "ingresos petroleros negativos" (al deducir de los ingresos de Petroecuador los costos de los subsidios implícitos), los ingresos petroleros deberían ahora integrar todos los ingresos efectivos, salvo los costos de producción y los egresos lo cual ayudaría a contabilizar de manera más clara los subsidios. Ello debería contribuir a amplificar el debate público sobre subsidios tan inequitativos y regresivos, aunque no arregla el tema fundamental, es decir la necesaria decisión política para enfrentar el problema de raíz.

SUBSIDIOS PETROLEROS Y PRECIOS INTERNOS Y EXTERNOS DE DERIVADOS PETROLEROS





Fuente: BCE, Boletín Estadístico, Febreo 2008.

## Reformas legales y responsabilidad fiscal

Decisiones recientes de la Asamblea Constituyente modificaron fuertemente el esquema de fondos petroleros y varias normas fiscales, en particular:

- Se eliminan los fondos petroleros existentes (CEREPS, FEISEH, FAC y FEP);
- Se eliminan todas las normas de responsabilidad fiscal existentes, excepto una que indica que los ingresos de capital sólo podrán financiar gastos de capital;
- Se eliminan los mecanismos de control previo para la emisión de deuda pública, excepto por una comisión integrada exclusivamente por delegados nombrados por el Presidente de la República.

Los fondos petroleros existentes tenían reglas que los nutrían y normas de utilización de los fondos bastante complejas, poco comprensibles a primera vista, e incluían esquemas de preasignación de ingresos fiscales que contribuían a complicar el diseño presupuestario, al reducir muy fuertemente la discrecionalidad de la autoridad fiscal por la proporción excesiva de recursos preasignados por ley. En este sentido, la reducción del nivel de recursos preasignados es saludable. Sin embargo, las reformas implican algunos riesgos importantes para la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

La proliferación de preasignaciones fiscales respondía también a otra característica del proceso presupuestario ecuatoriano: una excesiva discrecionalidad y politización de la ejecución presupuestaria, que ha resultado generalmente en grandes modificaciones de la distribución del presupuesto durante su ejecución, en detrimento de instituciones con débil capacidad de influencia política. Por ello, muchas entidades buscaban algún sistema de preasignación como un sistema de protección de sus recursos en épocas de contracción fiscal. Para contrarrestar esta lógica política, una solución podría haber incluido la reducción de las preasignaciones con la introducción de algún mecanismo

contra-cíclico en materia fiscal. Así, se podría asegurar que las distintas entidades públicas generen un ahorro fiscal en épocas de bonanza que permita enfrentar las épocas menos favorables sin un impacto excesivo en programas de gasto social (los menos complejos de reducir desde un punto de vista legal y político en caso de necesidad).

Desde este punto de vista, las reformas fiscales aprobadas reducen las preasignaciones pero no enfrentan el problema asociado. Es más, al eliminar prácticamente todas las normas preexistentes de responsabilidad fiscal, refuerzan la tendencia a una prociclicidad fiscal y generan incentivos futuros para que, de una u otra forma, las entidades públicas busquen a futuro recrear algún sistema de preasignaciones.

Las normas de responsabilidad de fiscal eliminadas incluyen varias de aquellas, señaladas en el informe oficial para el Programa de Acciones de Convergencia 2007, que contribuían a fortalecer los objetivos del plan de convergencia macroeconómica andina: límites al crecimiento del gasto corriente o de capital, límites al nivel de endeudamiento público, por ejemplo.

La única norma conservada—que los ingresos de capital sólo financien gastos de capital y no corrientes—es de difícil implementación práctica, ya que la definición precisa de gastos corrientes y de capital está sujeta a interpretación y discrecionalidad. Incluso, de acuerdo a las cifras fiscales anteriormente señaladas, la suma de los ingresos no petroleros y las utilidades de empresas públicas no permite cubrir la suma de los gastos corrientes, si se incluye entre ellos a los subsidios petroleros. Ello sugiere que esta única norma conservada podría ser rápidamente incumplida, a menos que se interprete arbitrariamente que los subsidios a los derivados petroleros—por definición, transferencias directas del Estado a particulares—u otros gastos corrientes pueden ser clasificados como gastos de capital.

Finalmente, el alto ritmo tendencial de crecimiento del gasto público realza la importancia de enfrentar problemas de transparencia y calidad del gasto público. En estos últimos tiempos, el abuso de decretos de emergencia que permiten acelerar la ejecución del gasto público (al permitir utilizar recursos del Fondo de Ahorro y Contingencias, pero también acelerar los procesos de contratación) también afectó la transparencia y los procesos de licitación pública. Tomando en cuenta los serios problemas de capacidad de implementación y ejecución del gasto de capital, así como la nueva norma que reduce los informes previos para la emisión de deuda pública, cabe anotar una preocupación en cuanto a la falta de esquemas claros y obligatorios de transparencia en el uso de recursos públicos.

## **PERÚ: Un Comentario sobre el Informe de Seguimiento de las Metas de Convergencia Macroeconómica, Perú 2007**

Jorge González Izquierdo\*

### **1. Introducción**

El presente documento realiza comentarios al estudio preparado por el Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central de Reserva del Perú sobre el seguimiento de las metas de convergencia macroeconómica para el año 2007, determinadas en el contexto de la Comunidad Andina (CAN). Estas están referidas a tres áreas: a) inflación, de no más de un dígito anual; b) déficit fiscal, que debe ser igual o menor al 3% del PBI; y c) deuda pública, cuyo nivel no debe ser mayor al 50% del PBI. Como bien señala el documento del gobierno peruano, la evaluación se hará no tanto en relación a las metas de la CAN sino a las metas internas del país, por ser éstas bastante más exigentes. La metodología seguida se basa en la realización de una evaluación del desenvolvimiento macroeconómico del Perú en el año 2007 que incluirá comentarios críticos específicos sobre los temas señalados.

### **2. Antecedentes**

Luego de la hiperinflación registrada a fines de los años 80s, la economía peruana tuvo que soportar dos años de esfuerzos de estabilización y ordenamiento para luego, a partir del año 1993, experimentar un proceso de expansión que terminó abruptamente a fines del año 1997 cuando se inició un periodo de contracción que duró hasta el año 2001. A partir de entonces la economía ha registrado un comportamiento expansivo que se mantiene hasta el presente, registrando una tasa de crecimiento de la producción de 6% promedio anual. Sin embargo, es a partir del año 2005 en que la economía comenzó a registrar tasas de crecimiento superiores al 6% anual, la que alcanzó un pico de 9% el año pasado, previéndose que este comportamiento expansivo dure hasta finales del presente gobierno, es decir, hasta el año 2011.

---

\*JORGE GONZÁLEZ IZQUIERDO - Perú

Estudió en la Universidad del Pacífico con estudios de Postgrado en la Universidad Católica de Chile (Magíster en Economía) y en la Universidad de Chicago de los Estados Unidos (M.A in Economics). Recientemente ejerció el cargo de Decano de la Facultad de Economía de la Universidad del Pacífico. Profesor de la Escuela de Postgrado y Pregrado en la misma universidad. Profesor de los programas MBA (Lima) y MBA (Quito), Ecuador del Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), México. Fue Ministro de Trabajo y Promoción Social, y de Relaciones Exteriores; Presidente de la Comisión de Promoción de la Inversión Privada –COPRI; Vice-Ministro de Integración en el Ministerio de Industria, Turismo e Integración. Asimismo, fue Decano del Colegio de Economistas de Lima; Profesor Honorario en diversas universidades del país. Además fue Vicepresidente de Administración y Sistemas de la Corporación Andina de Fomento - (CAF - Venezuela). Ha realizado trabajos de investigación en una amplia variedad de temas en economía y política económica.

Es importante analizar los motores que impulsaron el crecimiento de la producción anotado. Para economías como la peruana, el ciclo de la economía mundial determina en gran medida la evolución interna de su economía. Para el periodo comprendido entre los años 1993-1997 la economía peruana se vio favorecida por el ciclo expansivo de la economía mundial que le permitió expandir sus exportaciones netas, en cantidad y valor, y recibir grandes influjos de capital extranjero, sobre todo de largo plazo. Luego, con la aparición de las sucesivas crisis del Sudeste Asiático, Rusia, Brasileña y Argentina, aunado a un fuerte problema climático (Fenómeno del Niño, 1997), la economía entró a una fase de contracción que caracterizó al periodo 1998-2001. Al comenzar a recuperarse la economía mundial a partir del año 2002 y acentuarse esa recuperación desde el año 2004, la economía peruana entró en una fase de expansión sostenida. En efecto, en el periodo comprendido entre los años 2004-2007, la economía mundial registró un crecimiento sostenido de 5% promedio anual, tasa pocas veces vista con anterioridad. El Perú sacó provecho a ese entorno tan favorable y en los años 2004-2005 las exportaciones netas se convirtieron en el principal motor de crecimiento de la economía con la inversión privada en segundo lugar. También parece haber influido en este resultado los efectos de las reformas estructurales que se llevaron a cabo en la década de los 90 y que permitieron un incremento apreciable en el crecimiento de la productividad en los años siguientes. Pero a partir del año 2006 y hasta el presente, las exportaciones netas cedieron su lugar al crecimiento de la inversión del sector privado y del consumo privado como los nuevos impulsores del crecimiento económico. Para el presente año, a los dos motores mencionados se sumará un tercero, de menor dinamismo e importancia, el gasto público no financiero. Es decir, el crecimiento de la demanda agregada interna se ha convertido en el principal motor del crecimiento económico peruano desde el año 2006.

Creer impulsado por la demanda interna entraña algunos peligros. En primer lugar, si el crecimiento de la demanda interna nominal excede en mucho al crecimiento del PBI potencial, se corre el riesgo de estar incubando presiones inflacionarias provenientes del lado de la demanda. En segundo lugar, para economías como la peruana dependientes de las importaciones de bienes de capital, insumos, bienes intermedios y alimentos, un crecimiento excesivo del gasto interno puede, en el tiempo, provocar déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y con ello presionar la balanza de pagos, tipo de cambio y reservas internacionales, según sea el régimen monetario que se siga. Por ello es que el crecimiento del gasto interno debe guardar coherencia con el crecimiento del PBI potencial.

### **3. Comportamientos de la Producción, Empleo e Ingresos**

En el año 2007 la economía peruana registró un crecimiento record de 9% impulsada por la expansión de la demanda agregada interna que registró un crecimiento real de 11.6%, basada en el dinamismo de la inversión y consumo privado que crecieron 23,2% y 8.3%, respectivamente. El crecimiento del gasto interno estuvo impulsado a su vez por factores reales y monetarios. Entre los primeros, merece destacar el aumento del empleo

formal (8.3%), del ingreso nacional disponible ( 9%), una política fiscal menos contractiva y mejoramiento sustancial de expectativas. Entre los segundos, una política monetaria relativamente expansiva alentó un importante crecimiento del crédito al sector privado (31%), reducción en el costo de dicho crédito y una mejora en el acceso al crédito que posibilitó a sectores tradicionalmente marginados de los canales formales de crédito, acceder a ellos. El crédito de consumo creció casi 40% en el año.

Por el lado de la oferta, fueron los sectores no primarios los que más crecieron (10.8%) en tanto que los sectores primarios lo hicieron escasamente ( 2.3% ). Ello es un fiel reflejo del crecimiento del gasto interno ya que los denominados sectores no primarios están muy ligados a él. A nivel de sectores productivos, la Construcción (16.5%), Manufactura no Primaria (13%), Comercio (11%) y Servicios (9%) fueron los sectores que lideraron el crecimiento de la producción. Como se podrá ver, todos ellos son sectores fuertemente influenciados por la demanda interna.

El tema de la energía representa una preocupación ya que una deficiencia en su abastecimiento podría provocar una seria limitante para el crecimiento futuro de la producción. En el año 2007, no hubo mayor problema de oferta pero sí se registró un problema de congestión en la transmisión de la energía por falta de inversión en dicha actividad. Proyecciones confiables a largo plazo hacen prever que existirá un adecuado balance entre oferta y demanda de energía en el país.

Las exportaciones netas, por su lado, imprimieron un sesgo contractivo al crecimiento de la demanda agregada ya que las Exportaciones de Bienes y Servicios se expandieron escasamente en 5,4% en términos reales, en tanto que las Importaciones de Bienes y Servicios lo hicieron en 19%. Cabe recordar que esta situación se empezó a presentar desde el 2006 ya que en los dos años anteriores el crecimiento de las exportaciones superó el 15% promedio anual. En el año 2006 su crecimiento cayó abruptamente a 1,2% por problemas fundamentalmente de oferta interna. Este comportamiento también registra, parcialmente, el dinamismo del gasto interno por el lado de las importaciones. Cabe indicar que todavía la composición de las exportaciones está sesgada al uso de recursos naturales. El 75% de ellas son exportaciones tradicionales. El 25% restante son las llamadas no tradicionales.

El empleo en el sector formal urbano registró un crecimiento de 8,3% por segundo año consecutivo con lo que la elasticidad producto - empleo se sitúa cerca de 1. Cabe señalar que el mercado laboral peruano está segmentado entre el llamado sector formal y el informal. En el primero se cumplen total o parcialmente la legislación laboral vigente. En el segundo su cumplimiento es nulo. Estimaciones confiables apuntan que hasta fines del año pasado al primer segmento pertenecían escasamente alrededor del 20% de la fuerza laboral. Como era de esperarse, los mayores crecimientos del empleo provinieron de sectores como Industria(9,3%), Comercio (8,8%) y Servicios (8,4%) ligados al gasto interno. Sin embargo, debo señalar que el mayor crecimiento del empleo no provino de la micro o

pequeña empresa, sino de la mediana y sobre todo gran empresa que dicho sea de paso, son las que contribuyen mayoritariamente a la formación del PBI peruano.

Respecto a los ingresos de los trabajadores formales, estos no han sufrido mayor variación desde hace cinco años por lo menos. En términos reales prácticamente se mantienen constantes. Y esto es válido tanto para los Sueldos (empleados) como para los Salarios (obreros). Si incluimos a los trabajadores del sector informal, el mismo fenómeno se repite. El año pasado, por ejemplo, para los trabajadores de Lima y Callao el ingreso nominal total subió casi 4%. Si le descontamos la inflación del año (3,9%), los ingresos reales se mantuvieron constantes. Un factor que parece explicar el comportamiento descrito es que todavía existen bolsones importantes de desempleo abierto y subempleo en la economía que presionan hacia abajo los salarios sobre todo en el sector formal del mercado. Un segundo factor parece ser un descalce entre la estructura de la nueva demanda laboral y la estructura de la oferta que hace que la demanda por trabajo de baja o nula calificación sea cada vez menor.

#### **4. Sector Externo**

El desenvolvimiento del sector externo, por el lado del gasto real, guardó coherencia con el desenvolvimiento relativo del gasto interno frente al PBI. El saldo de la cuenta de bienes y servicios no financieros fue deficitario, es decir, las importaciones fueron mayores que las exportaciones reflejando el hecho de que el gasto interno superó al PBI. Lo más probable es que esta tendencia siga acentuándose en los próximos dos años.

En términos nominales, la cuenta corriente registró un superávit de 1% del PBI inferior al nivel de 2,8% registrado en el año 2006. Este comportamiento reflejó el mayor crecimiento de las importaciones frente a las exportaciones y un aumento en las remesas provenientes del exterior. Las exportaciones registraron un crecimiento de 17% y las importaciones de 32%. Cabe anotar que en las exportaciones el crecimiento fue prácticamente por mejores precios (14%) y no tanto por volumen (3%). En el caso de las importaciones, su crecimiento se explica por el fuerte incremento de las importaciones de bienes de capital (42%) que a su vez reflejó el dinamismo de la inversión privada, reducciones arancelarias y apreciación del tipo de cambio, afectando positivamente el futuro desenvolvimiento de la productividad, competitividad y crecimiento potencial de la economía. El crecimiento de las importaciones de bienes de consumo fueron la mitad de ellas.

Los términos de intercambio tuvieron mucho que ver en el comportamiento descrito. Después de un crecimiento record de 27,4% en el año 2006, en el 2007 crecieron 3,6% y dada la actual coyuntura mundial, se estima que a partir del presente año comenzarán a caer en los próximos dos años (-11% y -4% respectivamente). Como sabemos, los términos de intercambio representan uno de los más importantes indicadores de shocks externos para una economía. Una mejora en ellos significa una ganancia en el ingreso real de la economía y viceversa. Por ejemplo, en el año 2006 la mejora señalada significó una ganancia equivalente al 5.5% de ingreso real para el país.

Para el año siguiente, la menor mejora significó una ganancia menor de alrededor 1% del ingreso. Para el presente año y el siguiente se experimentarían pérdidas en el ingreso real del país.

Cabe destacar que el comportamiento declinante de los términos de intercambio se debe fundamentalmente al aumento sustancial de los precios de los productos que importamos especialmente alimentos e insumos. Se estima que el precio promedio de las importaciones subió un 7.4% en el año 2006, 10% en el 2007 y subirá 13% en el 2008. Esto tendrá gran repercusión en el comportamiento de la inflación, como veremos más adelante.

El tipo de cambio real es otra de las variables importantes de analizar. Hay que tener presente que sobre el tipo de cambio actúan dos tipos de factores: unos de largo plazo y otros de corto plazo. Los primeros responden a variables fundamentales de la economía como el comportamiento de la productividad, el influjo sostenible de capitales, la estructura arancelaria e impositiva, los términos de intercambio, etc. Los segundos responden a factores como la política monetaria y fiscal, el movimiento de capitales de corto plazo, etc. Mientras los primeros determinan el nivel de equilibrio de largo plazo del tipo de cambio real, los segundos determinan el nivel de equilibrio de corto plazo. Un crecimiento del tipo de cambio real normalmente se percibe como una mejora, *ceteris paribus*, de la competitividad de un país y viceversa. Pero también puede suceder que a lo largo del tiempo se observe un tipo de cambio real declinante y ello lejos de significar una pérdida de competitividad signifique lo opuesto, es decir, una mejora de competitividad ya que puede suceder que la productividad en los sectores transables de la economía esté subiendo más rápidamente que en los sectores no transables, originando así una caída en el tipo de cambio real (efecto Balassa - Samuelson).

En el caso peruano, el comportamiento del tipo de cambio real multilateral promedio anual que considera el índice de precios de los 20 principales socios comerciales del Perú, muestra claramente que desde el 2003 hasta el año 2006 siguió una tendencia alcista (4% de depreciación) en tanto que en el año 2007 se mantuvo a igual nivel respecto del año anterior y en los dos meses del presente año presenta una declinación (1.3% de reevaluación). Por lo tanto, es muy difícil aceptar el argumento que el país esté perdiendo competitividad en los últimos años debido a la caída sostenida en el tipo de cambio nominal. Producto de los recurrentes superávits en cuenta corriente y en cuenta de capitales de la balanza de pagos, las Reservas Internacionales Netas del país (RIN) han superado por primera vez al monto de la deuda externa del país, pública y privada, convirtiendo así al Perú en un acreedor neto frente al mundo. En efecto, las RIN sumaron a inicios del mes de marzo de 2008 US\$ 32 590 millones, siendo los bonos y deuda externa total del país US\$ 31 361 millones.

Para fines del año 2007, la deuda pública total representó el 29.2% del PBI siendo la deuda externa el 18.4% PBI y la deuda interna el 10.8%. Estos índices representan mejoras sustanciales de la situación respecto al pasado reciente, ya que en el año 2004 la deuda pública total representaba casi el 50% del PBI (47.4%). Tal mejora se debió en lo sustancial a la política seguida por el gobierno anterior y el actual de ir remplazando progresivamente



deuda externa cara por nueva deuda externa más barata, aprovechando las bondades que al respecto ofrecía el mercado mundial y la mejoría de la situación fiscal; y deuda externa cara por deuda interna (soles) más barata aprovechando también las oportunidades que ofrecía el mercado nacional de capitales. Sin embargo, no obstante el alivio producido por tal tipo de medidas, debe quedar bien claro que la única forma de cancelar deuda externa es con mayores exportaciones netas que se produzcan como consecuencia de aumentos sustanciales de productividad y no tanto por crecimientos menores en los salarios reales o peor aún por su reducción. En los próximos tres años el ratio deuda pública-PBI debería estar debajo del 20%, lo que ayudaría mucho a obtener el grado de inversión para el país.

## 5. Finanzas Públicas

La política fiscal del país ha venido mostrando mejoría desde el año 2000 en que se registró en términos convencionales un déficit de 3% del PBI. Desde entonces y hasta el año 2005, el sector público no financiero fue reduciendo su déficit hasta que a partir del año 2006, y, en especial, para el año 2007, registrar superávit de 2.1% y 3 % del PBI, respectivamente. Sin embargo, si quitamos los efectos del ciclo económico, incluyendo los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos, los superávits mencionados se convierten en un resultado nulo. Utilizando el concepto de impulso fiscal, que nos dice si el gasto fiscal constituye o no una fuente de expansión sobre la demanda interna, podemos concluir que desde el año 2001 hasta el 2006 la política fiscal tuvo, básicamente, un sesgo contra cíclico ya que mientras la economía crecía a tasas crecientes el impulso fiscal era contractivo. En el año 2007, éste se tornó neutro y, para el 2008, se espera un impulso fiscal marcadamente expansivo (+ 1.1% del PBI). Es decir, con el ingreso del presente gobierno la política fiscal dejó de ser contra cíclica para convertirse en pro-cíclica; algo que, como veremos luego, tendrá efectos en la lucha contra la inflación y la apreciación del tipo de cambio nominal.

Los ingresos corrientes del gobierno general, que incluye a los gobiernos regionales y locales, llegaron al 20.4% del PBI en el año 2007, mostrando así una mejoría constante en los últimos años. Los gastos no financieros por su parte, llegaron a constituir el 15.7% del PBI mostrando una tendencia decreciente en los últimos años debido básicamente a la reducción experimentada por los gastos corrientes. Los gastos de capital que se habían mantenido peligrosamente constantes alrededor del 2.5% del PBI hasta el año 2004, comenzaron a subir lentamente a partir del año 2005 para acelerar su crecimiento durante el año 2007 y llegar a significar un 3% del PBI, con la intención de hacer subir ese ratio aún más en los tres años venideros. Este hecho, sumado a que los gastos corrientes programados para los años 2008 y 2009 también registrarían un aumento, estarían causando que la tendencia declinante de los gastos no financieros registrada hasta el año 2007 se revierta y muestre un crecimiento importante cónsono con lo afirmado respecto al impulso fiscal expansivo.

No obstante haber tenido superávit fiscal en los años 2006 y 2007 en términos convencionales, el llamado Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), no reflejó dicha situación

ya que su saldo al año 2007 no llegó siquiera a los US\$ 500 millones (0.4% del PBI). La creación de este fondo respondió a la necesidad de contar con recursos fiscales adecuados para cuando el ciclo económico se torne desfavorable y el sector privado reduzca la tasa de crecimiento de su gasto en consumo e inversión y las exportaciones netas se vuelvan contractivas. De esta forma se buscaría estabilizar el comportamiento de la demanda agregada en el tiempo. Sin embargo, el Gobierno anunció que destinaría este año US\$ 1 000 millones al Fondo con cargo a los resultados del año 2007. Pero aún así, los fondos asignados son claramente insuficientes para el fin buscado.

Donde mayormente radica el problema de la política fiscal es en relación a la calidad y eficiencia del gasto público. Esto no es un tema nuevo. Desde los años 80s diferentes organismos internacionales (Banco Mundial) que pasaron revista a la economía peruana avisaban sobre este gran problema que enfrentaba el país para lograr su desarrollo (1). En la actualidad, diversos estudios privados muestran que la calidad del gasto deja mucho que desear e incluso hay algunos que señalan que esa ineficiencia representaría entre un 40%-45% del total gastado (2). La razón principal de ello es el escaso stock de capital humano con que cuentan los gobiernos regionales y locales que no les permite gerenciar correctamente el proceso de gasto corriente y de inversión que realizan. Esto incide sobre todo en la lucha contra la pobreza extrema y en el desarrollo de una adecuada infraestructura pública.

Otro punto resaltante de la política fiscal tiene que ver con la ejecución del llamado Fondo de Estabilización de Combustibles que si bien fue creado en el gobierno anterior, en el presente gobierno se ha seguido asignándole crecientes recursos. Este es un subsidio destinado a evitar que los aumentos en el precio internacional del petróleo y combustibles se filtren a la economía nacional. El año pasado se destinó a dicho fondo alrededor de 1 200 millones de nuevos soles y este año el estimado asciende a 2 000 millones.

Considero que el subsidio concedido es ineficiente e inequitativo. Primero, porque los combustibles lo consumen los diferentes estratos de la sociedad desde los ricos hasta los más pobres. Por consiguiente, el subsidio lo reciben todos (regresivo). Segundo, porque quita el necesario incentivo para que la estructura productiva y de transporte busque alternativas de energía más baratas, como el gas natural que el país tiene en abundancia. Y si a esto le sumamos que el Gobierno en forma paralela está destinando recursos fiscales para subsidiar la compra de vehículos nuevos a gas, entonces llegamos a la conclusión que en este aspecto la política fiscal deja mucho que desear. Sería mejor que progresivamente se vaya desmontando el Fondo y esos recursos se vuelquen a facilitar el traspaso al uso del gas natural. Y si preocupa los posibles efectos sobre los que menos tienen, entonces podría estudiarse la implementación de subsidios transitorios focalizados en ellos.

## 6. Política Monetaria e Inflación

Prácticamente hoy en día es por todos reconocido o aceptado que la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo. Para periodos más cortos existen otros factores que pueden tener igual o más importancia que los factores monetarios en la dinámica de la inflación. Es importante tener esto en cuenta cuando se analiza el proceso inflacionario peruano en los últimos tiempos. Desde el año 2002, el BCR tomó la decisión de adoptar un régimen monetario de metas explícitas de inflación (Inflation Targeting) que se complementa con la adopción de una regla monetaria tipo Taylor en la que la variable operativa es la tasa de interés de referencia del BCR. La teoría económica nos señala claramente que a una pequeña economía abierta se le presenta un trilema al respecto: Si quiere mantener abierta la cuenta de capitales con el mundo y asignar a la política monetaria la obtención de una meta de inflación, no puede al mismo tiempo fijar el tipo de cambio nominal es decir lo tendrá que dejar flotar. La experiencia de una pequeña economía abierta casi sin restricciones, sobre todo en lo que respecta a los movimientos de capitales, como la peruana, ha demostrado claramente que una regla tipo Taylor no se puede aplicar en forma mecánica: deberá existir un cierto grado de discrecionalidad al igual que con el manejo del tipo de cambio, donde diferenciar claramente la actuación de factores fundamentales de los factores especulativos es vital para la conducción de la política monetaria. A los primeros hay que respetarlos; a los segundos, cuando ponen en riesgo la estabilidad del sistema, hay que combatirlos.

Los resultados económicos en materia de inflación en el año 2007 son de preocupación, mas aún si consideramos los resultados recientes al mes de marzo. Para el año pasado, la inflación fue de 4% medida por el índice de precios al consumidor de Lima. Para otras ciudades del país la inflación fue mayor. El índice de precios al por mayor registró también una inflación superior al igual que el deflactor implícito del PBI. La inflación subyacente alcanzó el 3.1%. La preocupación se acrecienta porque tanto la inflación subyacente como la relacionada al IPC de Lima superaron el límite superior (3%) que el BCR ha impuesto como rango meta de inflación; y lo más grave, las expectativas de inflación de corto y mediano plazo comenzaron a incrementarse desligándose de la meta centro del BCR (2%). Al mes de marzo, la inflación anualizada subió a 5.5% y la subyacente a 3.6%. Sin embargo, si le quitamos la inflación de alimentos, la inflación del resto de la canasta sería de 2.1% con lo que se demuestra que el proceso inflacionario que estamos viviendo es, hasta ahora, un proceso focalizado, encapsulado, en alimentos. Si bien es cierto esta no es la primera vez que se supera el rango meta, el contexto actual sí presenta diferencias. Internamente, se está dando una situación en que, por nueve trimestres consecutivos, el crecimiento de la demanda agregada interna, nominal y real, supera al crecimiento del PBI potencial situado, según estimados razonables, en 6% anual, configurando así un entorno propicio para el nacimiento y desarrollo de presiones inflacionarias domésticas ligadas al comportamiento de la demanda. Pero como sobre la inflación no sólo operan presiones de demanda sino también de oferta, al menos para el corto plazo, al comienzo del periodo señalado el mayor crecimiento de la productividad asociado a algunos shocks de oferta positivos de

origen climáticos y a altos niveles de desempleo y subempleo que impidieron aumentos apreciables de salarios nominales, ejercieron presiones compensatorias sobre la tasa de inflación. Sin embargo, con el correr del tiempo se dieron algunos cambios relevantes.

Primero, la brecha entre el crecimiento del gasto interno y el producto potencial se amplió en los últimos cinco trimestres. Segundo, el mundo comenzó a registrar una creciente inflación de alimentos y petróleo que provocó una inflación importada en el país. Se estima que en el año pasado ésta llegó a 10.5% después de haber registrado un incremento de escasamente 0.3% en el 2006. La inflación importada afectó directamente el precio de bienes finales al consumidor como también los costos de producción de las empresas. Tercero, a consecuencia de ello las expectativas inflacionarias de los agentes económicos comenzaron a subir aún más, sobre todo en este año, alejándose de la meta del BCR, presionando la velocidad de circulación del dinero y generando, ceteris paribus, un exceso de oferta monetaria que estaría acentuando las presiones de demanda sobre los precios.

Desde el punto de vista de la política monetaria necesaria para el enfrentar el cuadro descrito, considero que al BCR le quedan dos opciones básicas de política: a) seguir con una política acomodaticia que valide, en lo esencial, la inflación internacional con efectos negativos marginales sobre variables reales como la producción y empleo; b) implementar una política más proactiva, que combata la inflación importada, las presiones de demanda y las expectativas inflacionarias promoviendo aumentos apreciables en las tasas de interés nominal que signifiquen incrementos en las tasas de interés real ex ante, con el fin de moderar el crecimiento de la demanda agregada interna; y provocar caídas importantes en el tipo de cambio nominal, como consecuencia del ajuste de portafolio de los agentes económicos nacionales y extranjeros y seguramente de la especulación que se genere apostando por una ulterior caída del tipo de cambio, para combatir así, directa e indirectamente, la inflación importada. En este caso los efectos negativos sobre variables reales como la Producción y el Empleo serían mayores que con la opción anterior de política. Considero que las acciones que viene tomando el BCR se sitúan en algún punto intermedio entre las dos opciones, pero un tanto más inclinadas hacia la primera de ellas. En efecto, desde junio del año 2007 hasta enero del 2008, se subió la tasa de interés de referencia tres veces llevándola al nivel de 5.25% y en lo que va del año se han producido dos elevaciones del encaje marginal y medido, tanto en nuevos soles como en dólares, que equivalen a situar en casi 6% la tasa de referencia; con ello es probable que a fin de año la tasa de referencia sea positiva en términos reales. Se ha dejado de usar a la tasa de interés como instrumento de política monetaria para pasar a usar los encajes. Con dicha medida se busca reducir el crecimiento del gasto interno atenuando así las presiones de demanda, así como controlar mejor las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Estimo que se está considerando que el "lending channel" es más apropiado que el "interest rate channel" como canal de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada para una economía como la peruana, dadas las actuales circunstancias que el país enfrenta en el ámbito mundial y que hacen no aconsejable seguir subiendo la tasa de interés cuando otros países, especialmente Estado Unidos de Norteamérica, están bajando sus respectivas

tasas de referencia. Sin embargo, una vez que pase la turbulencia mundial y local, los encajes tendrán que dar paso al instrumento tradicional de tasas de interés. Es decir, debe ser una medida de corto plazo.

Pero en la lucha contra la inflación, y especialmente contra las expectativas de inflación, no debe estar sólo el BCR. Se necesita de una acción coordinada con el MEF (gobierno), es decir con la política fiscal. Ya hemos visto en la parte de finanzas públicas, que la intención del actual gobierno es seguir una política fiscal pro cíclica lo cual no ayudaría a moderar el crecimiento de la demanda agregada interna, por lo menos en el corto plazo. La expansión del gasto en inversión, y sobre todo del gasto corriente en el corto plazo, tiene un efecto expansivo sobre la demanda agregada, aún cuando éste puede no ser sustancial y transitorio ya que sería financiado con más impuestos. En el año 2007, el gasto público creció 8.4% en términos reales. Para el presente año está, previsto un crecimiento real del gasto público de 12.6%, mostrando así una tasa de aceleración del 50% de un año a otro. Esto afecta sobremedida a las expectativas de los agentes económicos, algo que es claramente inconveniente en los actuales momentos. De no cambiarse esa intención obligará al BCR a ser más restrictivo de lo debido y al tipo de cambio a caer también más de lo necesario. En los últimos días, sin embargo, el Señor Ministro de Economía ha anunciado la intención del gobierno de reducir el gasto corriente y generar en principio un superávit fiscal convencional equivalente al 2% del PBI, con lo cual se estaría moderando el efecto expansivo de la política fiscal.

Tratamiento aparte merece el tema del crecimiento de los agregados monetarios. Desde el año 2004 la emisión del BCR viene creciendo a un ritmo promedio de 24% al año. En tanto que la cantidad de dinero (soles) en manos del sector privado creció a un ritmo de casi 30% anual para el mismo periodo. Normalmente ante tales crecimientos del dinero la inflación en dicho periodo estaría en niveles de dos dígitos. Pero resulta que la inflación promedio está a nivel de un dígito, alrededor de 2.5% al año. ¿Qué pasó?

Lo primero que hay que decir es que este fenómeno no es ni nuevo ni peruano. Desde los años 80s se viene observando a nivel mundial una ruptura en la estrecha relación entre dinero y precios. Y sobre todo desde los años 90s se observa en países del OECD y algunos latinoamericanos, como Chile, el fenómeno de altas tasas de crecimiento del dinero y muy baja inflación (6). Lo segundo que hay que decir es que la cantidad de dinero real está creciendo fuertemente. Si miramos la velocidad de circulación del dinero veremos que ésta ha venido disminuyendo sostenidamente desde antes del año 2004 (por ejemplo -18% para el año 2005) lo que nos indica que la cantidad demandada de dinero ha estado aumentando sostenidamente en el tiempo. ¿Y por qué? Debido a varios factores. Primero, al crecimiento de la producción que en el periodo mostró una tasa de aceleración positiva. Segundo, por la disminución apreciable en el costo de mantener dinero, incentivado por una mejora en las expectativas de inflación. Tercero, por un ajuste de portafolio de los agentes económicos que los llevó a reajustar sus stocks de soles y dólares, a favor de los primeros (desdolarización de la economía y la correspondiente solarización).

Todo esto ejecutado a través de una acción de usar a la tasa de interés como el instrumento de política monetaria con lo cual se convertía a la oferta monetaria en endógena, ya que estaría determinada por el comportamiento de la demanda por dinero. De esta forma, se estaría asegurando un continuo equilibrio del mercado monetario al no existir situaciones de exceso de oferta o de demanda que podrían presionar los precios.

Por otro lado, hay que considerar también la actuación de factores ligados al comportamiento de la oferta real de la economía como el crecimiento apreciable de la productividad que el BCR ha estimado en 4% para el periodo en referencia y que junto con el aumento exiguo de los salarios nominales promedios, dieron posiblemente por resultado neto que los costos laborales por unidad de producto se hayan reducido o hayan subido en forma marginal. Además, la inflación importada hasta el año 2006 fue reducida y se experimentaron shocks positivos climáticos. Entonces, factores de demanda como de oferta y de instrumentación de política monetaria explican el aparente divorcio entre inflación y dinero en el Perú en el corto plazo. Para el largo plazo, el crecimiento de los agregados monetarios deberá disminuir sustancialmente si es que queremos ser coherentes con la meta de inflación de largo plazo de 2% anual. Existe otra forma de explicar la endogeneidad del dinero y ésta tiene que ver con la Escuela de Ciclos reales, pero creo que no es el momento apropiado de hacerlo.

La intervención del BCR en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio tienen consecuencias monetarias que hay que analizar. Estas intervenciones al comprar dólares obligan a emitir al BCR, emisión que escapa a la determinada por el control de la tasa de interés y por consiguiente podrían romper el equilibrio del mercado monetario y generar situaciones de exceso de oferta de dinero que terminarían presionando los precios. Por ello es que el BCR tiene la necesidad de esterilizar tal emisión mediante la venta de Certificados de Depósitos y otros instrumentos. A fines del año 2007 el Saldo Total Esterilizado montaba al 218% de la emisión primaria.

En resumen, la inflación del año 2007 y la de este año tienen un fuerte componente importado (alimentos e insumos) y de shocks internos de oferta adversos. Sin embargo, todo parece señalar que las expectativas de inflación estarían subiendo incluso por encima del rango estimado por el BCR para este año, 3%-4%, con lo cual se hace imprescindible tomar medidas adicionales que contraigan el crecimiento de la demanda agregada nominal, tanto de naturaleza monetaria como fiscal, y dejar que el precio del dólar siga cayendo ordenadamente, siempre y cuando los factores fundamentales así lo indiquen.

## **7. Política Monetaria y Tipo de Cambio**

La experiencia vivida los primeros tres meses del año en materia del comportamiento del tipo de cambio nominal es digna de analizarla detenidamente. En verdad, el tipo de cambio nominal viene cayendo sostenidamente desde el 2005. Primero lentamente y después, a

partir del segundo semestre del 2006, en forma más rápida. En el 2006, fin de periodo, hubo una apreciación de 6.4% y en el 2007 de 6.4%. Sin embargo, la apreciación acumulada en los primeros tres meses del presente año llega a 6.3% y la de los últimos doce meses a casi 12% indicando así que el proceso de apreciación se agudizó desde octubre del año pasado. ¿Por qué? Veamos.

El tipo de cambio nominal es un precio relativo entre dos monedas por lo que se le puede tratar como el precio de un activo financiero. Y el precio de un activo financiero se forma por la acción de dos tipos de factores: a) los llamados factores fundamentales (reales) que se expresan a través de la interacción de oferta y demanda y que, en este caso, provienen principalmente de los flujos de la balanza de pagos; y, b) factores de carácter especulativo cuya operación separa al precio del activo de sus fundamentos de mercado pudiendo generar burbujas especulativas. Este segundo factor es muy importante ya que nos permite entender porqué el precio hoy del activo está ligado al precio que es esperado en el futuro cercano.

Cuando son los factores fundamentales los que señalan, por ejemplo, que el tipo de cambio nominal debe disminuir poco es lo que puede hacer el BCR para evitarlo. Es más, no debiera de intentarlo. Esto parece haber sucedido en nuestro caso desde mediados del año 2004. El fuerte crecimiento de las exportaciones netas registrada sobre todo en el periodo 2004-2005, el incremento de las remesas de los peruanos en el exterior a sus familias que el año pasado llegaron a representar US\$ 3 000 millones (3% del PBI), y el ajuste de stocks de los agentes económicos a favor del nuevo sol y en contra del dólar, determinaron que el tipo de cambio tuviera una tendencia declinante en todo el periodo. Mal hubiese hecho el BCR si hubiese tratado de revertir dicha tendencia. Su papel fue de suavizar la caída, es decir, evitar una excesiva volatilidad en el tipo de cambio. Por esa razón el BCR compró en neto US\$ 2 700 millones el año 2005, US\$ 3 900 el 2006 y US\$ 10 306 millones el 2007.

El tamaño del mercado interbancario en dólares oscila entre US\$ 200-400 millones diarios. Es un mercado relativamente pequeño por lo que flujos especulativos importantes tienden a desestabilizarlo rápidamente. Eso parece haber sucedido en enero de este año, cuando según estimados del BCR ingresaron capitales de muy corto plazo por US\$ 500 millones diarios. El país comenzó a sufrir un ataque especulativo motivado no tanto por un diferencial de tasas de interés sino por una expectativa futura de una apreciación mayor. Los especuladores actúan a través del sistema bancario y necesitan papeles rentables donde estacionarse mientras hacen la especulación. El papel financiero preferido por ellos fue el CDBCRP (Certificados de Depósito de Plazo Variable). La tenencia promedio por no residentes de estos papeles entre mayo - octubre del año 2007 fue de 1000 millones de soles. Pero a partir de noviembre empezó a subir hasta llegar a diciembre a 2 670 millones. Sin embargo, en enero del año 2008 la tenencia de estos papeles por no residentes ascendió a 7 220 millones manteniéndose en ese nivel hasta el presente. Claramente se aprecia el ataque especulativo que sufrió el país, seguramente incentivados por el hecho que en el Perú la apreciación del dólar ha sido una de las menores, si no la menor de la región, y eso les hace despertar expectativas futuras de mayor apreciación.

Cuando una situación así aparece hay que tomar en cuenta lo siguiente: En el mediano y largo plazo, son los factores fundamentales los que marcarán la trayectoria del tipo de cambio nominal. Pero en el corto plazo, dichos fundamentos pueden verse sobrepasados por factores transitorios, especulativos de muy corto plazo, que pueden llegar a formar una burbuja en su precio. Se puede esperar que la burbuja reviente sola o que el BCR intervenga para reventarla, ya que puede terminar haciendo daño al sector financiero y real de la economía al introducir una excesiva e inconveniente volatilidad en variables claves para el comportamiento de éstas. Considero que el BCR debe intervenir ya que si la burbuja revienta sola, lo más probable es que se produzca un proceso de ajuste desordenado y costoso, como lo señala abundantemente la experiencia internacional. Y el BCR intervino, reventando la burbuja, eliminando los Certificados de Depósito de libre negociación, haciendo más costoso el traspaso de dólares a soles, y elevando los encajes medios y marginales tanto en soles como en dólares, y últimamente una elevación mayor del encaje marginal en soles sólo para los no residentes, entre otras medidas. Sin embargo, hay que esperar un tiempo prudencial para evaluar los resultados finales de tal intervención.

## 8. Referencias

- 1) Reporte sobre la Economía Peruana, Banco Mundial, 1984
- 2) Véase al Respecto Diversos Estudios sobre el Gasto Social Publicados Por el Fondo Editorial de La Universidad del Pacifico, 2005, 2006, 2007.
- 3) Reporte de Inflación, BCRP, Enero de 2008.
- 4) Nota Semanal, BCRP, varios números.
- 5) Memoria Anual 2006, BCRP.
- 6) Dinero e Inflación: ¿En que Estamos?, José De Gregorio, Banco Central de Chile, Working Paper 201.
- 7) The Open Economy, Dornbusch And Helmers, Oxford, 1988.
- 8) Fiscal Policies and The World Economy, Frenkel And Razin, Mit Press, 1992.
- 9) Dinero, Interes y Precios, Don Patinkin, Aguilar 1963.
- 10) Real Exchanges Rates, Devaluation and Adjustment, Sebastián Edwards, Mit, 1989.
- 11) Monetary Economics, B. Mccallun, Mcmillan 1989.





# **CAPÍTULO**

## **III**

---

Informe de la Evolución de la Inflación

---



## **INFORME FLAR**

Evolución de la Inflación en los Países Miembros de la  
Comunidad Andina (CAN) durante el año 2007

## **Evolución de la inflación en los Países Miembros de la Comunidad Andina (CAN) durante el año 2007**

### **Introducción**

El objetivo de este documento es evaluar la evolución de la inflación en los Países Miembros de la Comunidad Andina (CAN) durante el año 2007, en el marco de cumplimiento del criterio de convergencia de alcanzar y sostener una inflación de un dígito en cada uno de los Países Miembros.

El presente documento se divide en tres secciones, además de la introducción. En la primera, se presenta un análisis comparativo de la inflación de los países de la CAN con respecto a la región latinoamericana. En la segunda, se incluye un estudio sobre la evolución de la inflación en cada uno de los Países Miembros de la CAN (Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú), considerando su grado de volatilidad. La sección final presenta las conclusiones del análisis.

### **1. La CAN y América Latina: el repunte de la inflación no fue exclusivo de la CAN**

En medio de un ciclo expansivo de la economía mundial y regional, caracterizado por altos precios de los *commodities* (Gráfico 1) que impulsaron las exportaciones, y por el ingreso de capitales a las economías de la región, se registró un repunte en la inflación. Las economías de los Países Miembros de la Comunidad Andina (CAN) no estuvieron ajenas en este fenómeno.

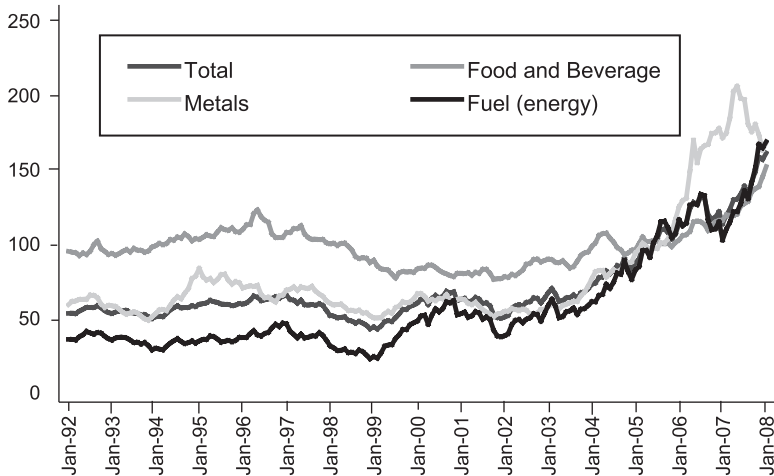
La inflación de Latinoamérica fue 6,2% en el 2007<sup>1</sup>, comparada con 4,9% del año anterior. De ese modo, se rompió la tendencia decreciente que este indicador registraba desde el año 2002. Este repunte en la inflación está enmarcado por una tendencia de aceleración en el nivel general de precios en gran parte de los países del mundo. Esto se debe a varios factores de difícil ponderación, tanto del lado de la oferta como de la demanda.

Durante el año 2007, el incremento en los niveles de precios estuvo especialmente impulsado por los precios de los alimentos. La inflación también estuvo impulsada por los precios de los combustibles, ya que el incremento de estos afectó el costo de los fletes y de los agroquímicos.

---

<sup>1</sup>La inflación de Latinoamérica se calcula con base en el promedio ponderado de las inflaciones de cada uno de los países de la región. La ponderación se hace con base en el PIB nominal en dólares corrientes obtenido del *World Economic Outlook* de octubre de 2007, publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Bolivariana de Venezuela, República Dominicana y Uruguay.

Gráfico 1  
ÍNDICE DE PRECIOS DE COMMODITIES (2005=100)



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

La tendencia alcista mundial en los precios de los *commodities*, especialmente, en los alimentos, en el último año, está, por un lado, determinada por factores de oferta como la asignación mayores recursos (como la tierra) a la producción de *biocombustibles*, por ejemplo, dados los altos niveles de los precios de los energéticos, lo cual estuvo acentuado por los efectos climáticos registrados en varios países productores.

De otro lado, ha habido presiones de demanda tanto a nivel global como regional. Los países asiáticos han incrementado considerablemente el consumo y, a nivel regional, ha habido un fuerte dinamismo de la demanda interna que impulsa la actividad económica en gran parte de los países.

Estos incrementos en la demanda interna obedecen a varios factores. Por una parte, el impulso de la producción se ha traducido en mejores ingresos para la población y aumento en el nivel de empleo, lo que hace crecer su capacidad de demanda. También, en algunos casos, el crecimiento de las exportaciones de ciertos bienes básicos genera presiones al alza en los precios internos de ciertos bienes, al reducir la oferta disponible de éstos en el mercado local. Por otra parte, el influjo de divisas a los países, como consecuencia de las mejoras en los términos de intercambio, aumentos en los volúmenes exportados y/o ingresos de capitales, en gran medida, en la forma de inversión extranjera directa, han inducido un crecimiento de las reservas internacionales de los países, con un importante componente de monetización y crecimiento de los agregados monetarios, que sustentan, entre otros, la transmisión del incremento de precios externos a las economías locales, principalmente de los combustibles y ciertos alimentos.

La mayoría de países de la región experimentaron incrementos significativos en sus niveles de inflación durante el año 2007. De los países con esquemas de inflación objetivo en la región, Brasil (4,5%) y Paraguay (6%) cumplieron con el rango meta de inflación; México (3,8%)<sup>2</sup> estuvo dentro del intervalo de variabilidad de 1% establecido con respecto a su meta puntual de 3%; y Chile registró una inflación de 7,8%, superior a su rango meta (2% - 4%).

De los 19 países de la región, 4 registraron inflaciones por encima de 10%. Ellos son Venezuela (22,5%), con la inflación más alta de la región, seguido por Nicaragua (16,9%), Bolivia (11,7%) y Costa Rica (10,8%). Mientras que seis países registraron una inflación inferior a 5%: El Salvador (4,9%), Brasil (4,5%), Panamá (4,2%), Perú (3,9%), México (3,8%) y Ecuador (3,3%). Este último con la menor inflación de la región. Tres de estas economías están dolarizadas (Ecuador, El Salvador y Panamá).

Los Países Miembros de la CAN, en conjunto, registraron una inflación de 5,1%<sup>3</sup> durante el año 2007, comparada con una inflación de 3,2%, en el 2006. Este resultado está respaldado por el incremento en la inflación de todos los Países Miembros. La inflación de la CAN sigue estando por debajo de la inflación registrada en Latinoamérica, en su conjunto, y en los países del MERCOSUR<sup>4</sup>, caso que ha venido ocurriendo desde el año 2002<sup>5</sup> (Gráfico 2). La inflación en el MERCOSUR fue 5,2% para el 2007, comparada con el 4,3% registrada durante el año 2006.

<sup>2</sup>El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación de 3%. No obstante, su cumplimiento está sujeto a cierto grado de incertidumbre. Por lo anterior, alrededor del objetivo de inflación se ha establecido un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual. Este espacio alrededor del objetivo no constituye un margen de indiferencia o de tolerancia para la autoridad monetaria. Se trata exclusivamente de representar en forma explícita la inexactitud que inexorablemente rodea al cumplimiento puntual del objetivo (Banco de México).

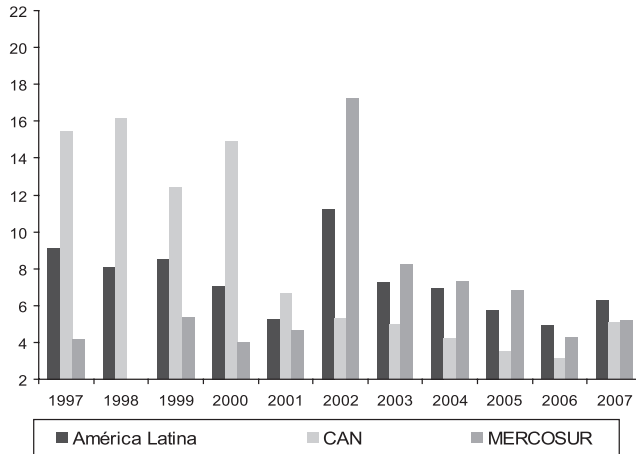
<sup>3</sup>La inflación de la CAN se calcula con base en el promedio ponderado de las inflaciones de cada uno de los países miembros.

La ponderación se hace con base en el PIB nominal en dólares corrientes obtenido del *World Economic Outlook* de octubre de 2007, publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>4</sup>La inflación del MERCOSUR se calcula con base en el promedio ponderado de las inflaciones de cada uno de los países miembros. La ponderación se hace con base en el PIB nominal en dólares corrientes obtenido del *World Economic Outlook* de octubre de 2007, publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Incluye a Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

<sup>5</sup>El cálculo no incluye a Venezuela.

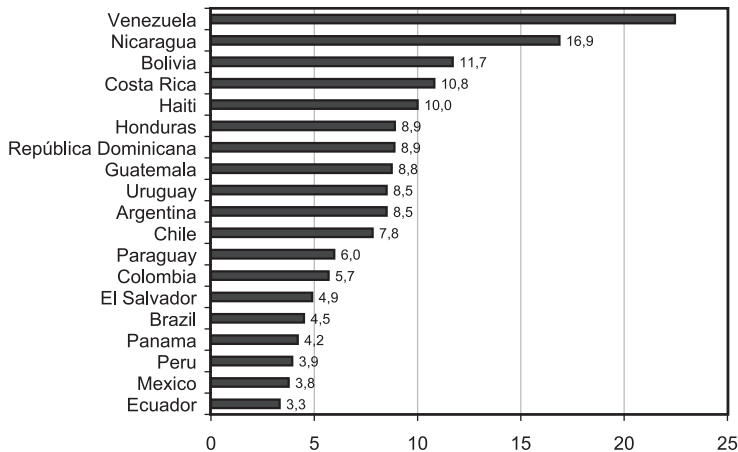
Gráfico 2  
INFLACIÓN ANUAL EN AMÉRICA LATINA (%)



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
Fuente: FMI

En línea con lo anterior, en el año 2007 las tasas de inflación de los Países Miembros de la CAN, con excepción de Bolivia, se ubicaron por debajo de la mediana entre los países de América Latina. De los miembros de la CAN, sólo Bolivia registró una inflación de dos dígitos. Ecuador y Perú registraron una inflación inferior a 5%, y el primero de ellos presentó la inflación más baja de la región (3,3%).

Gráfico 3  
INFLACIÓN ANUAL EN AMÉRICA LATINA 2007

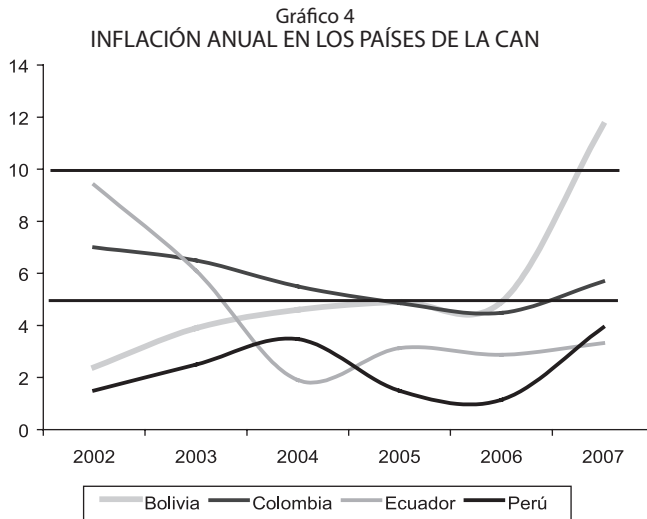


Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
Fuente: Bancos Centrales, FMI institutos nacionales de estadísticas



## 2. La inflación en los Países Miembros de la CAN

Como se observó en el informe del año anterior, hasta el 2006, los cuatro Países Miembros de la CAN cumplieron con el criterio de convergencia, al contar con una inflación de un dígito e inclusive inferior a 5% (Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú). Sin embargo, en el año 2007, se registró un significativo repunte en la inflación, con especial importancia en Bolivia puesto que su inflación superó 10% anual; mientras que la inflación en Colombia superó 5% anual (Gráfico 4).



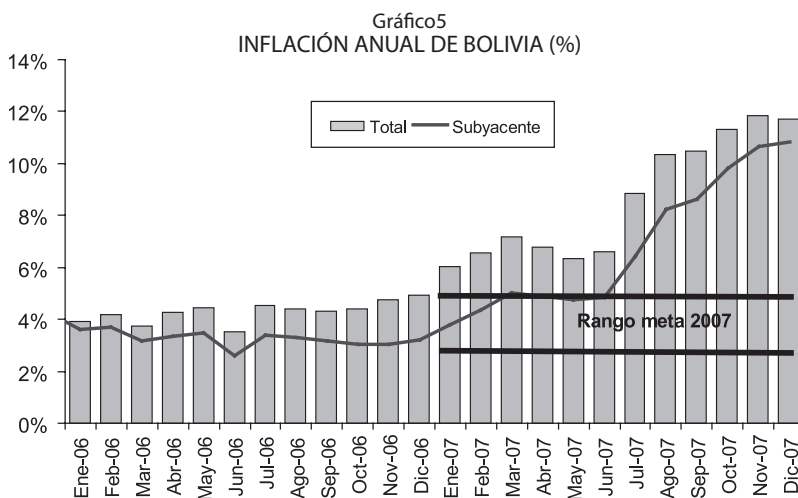
Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
 Fuente: Bancos Centrales, FMI institutos nacionales de estadísticas

A continuación se presenta un análisis individualizado de la inflación en cada uno de los Países Miembros de la CAN.

### Bolivia

La inflación anual fue 11,73%, en el 2007, superior en 6,78 puntos porcentuales a la registrada en el año 2006 (4,95%). Por consiguiente, la inflación estuvo por encima del rango meta de la autoridad monetaria (3% - 5%) (Gráfico 5).

El aumento de la inflación se dio, de manera significativa, en el segundo semestre del año, y estuvo asociado con el incremento en el rubro de alimentos y bebidas, el cual registró una inflación anual de 20% y explicó el 80% de la inflación total. De acuerdo con el Banco Central de Bolivia (BCB), el indicador de inflación que excluye el capítulo de alimentos y bebidas fue 4,5%, con un pequeño descenso en los últimos dos meses del año.



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco Central de Bolivia (BCB).

La inflación subyacente<sup>6</sup> fue 10,84%, tras haberse acelerado en el segundo semestre del año. Este indicador fue 3,2%, en el año 2006. El BCB también construyó una medida de inflación de núcleo<sup>7</sup>, la cual se situó en 7,3%.

Entre los factores que pueden explicar la inflación están, del lado de la oferta, el fenómeno de El Niño que produjo una disminución en el régimen de lluvias en algunas de las principales zonas productoras durante el primer semestre; y luego, las heladas de mediados de año. Ambos factores generaron una caída en la producción agropecuaria y un incremento en los costos de producción. Otro factor fue el gran dinamismo de la demanda interna que continuó siendo el motor de crecimiento económico.

El incremento de los precios mundiales de alimentos y energéticos afectó al alza el comportamiento de los precios de los productos transables (13,6%). En el caso de los precios de los productos no transables (10,4%), el incremento pudo estar impulsado por las presiones de demanda y las expectativas crecientes sobre el nivel de precios, observadas en la encuestas mensuales realizadas por el BCB (BCB, 2008).

<sup>6</sup>La inflación subyacente se constituye en aquel componente persistente de la inflación total, es decir, que refleja la inflación de largo plazo. Este indicador excluye los cinco productos más y menos inflacionarios y los estacionales (BCB, 2008).

<sup>7</sup>Para el cálculo del núcleo inflacionario se excluyeron los grupos de alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, porque las variaciones en sus precios tienen un elevado componente transitorio, y una fuerte volatilidad. También excluye productos cuyos precios son regulados por norma y aquellos que son fijados sobre la base de acuerdos (transporte público y pan) así como los impuestos (BCB, 2008).

En este contexto, la política monetaria del BCB estuvo orientada a controlar el exceso de liquidez de la economía y la inflación. El mayor dinamismo de los agregados monetarios por factores como la acumulación de reservas internacionales fue compensado por las operaciones de esterilización. El BCB señala que 4 de cada 10 bolivianos emitidos fueron esterilizados (BCB, 2008), mediante la emisión de títulos destinados a la contracción monetaria.

## Colombia

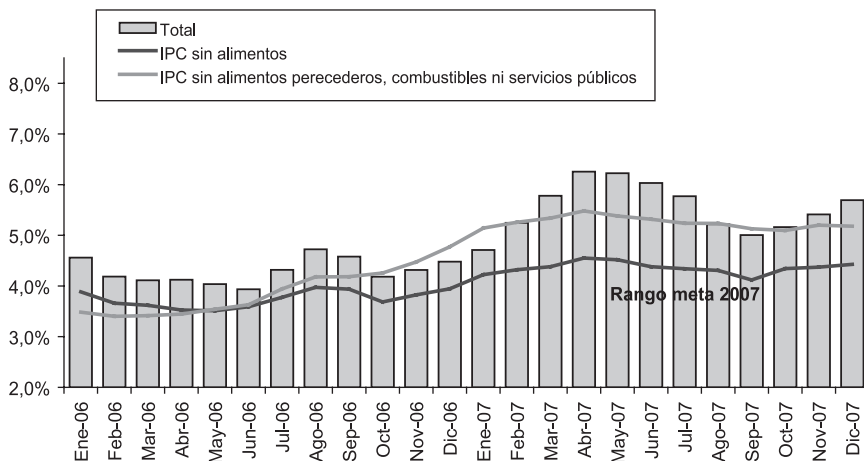
En el año 2007, la inflación fue 5,69%, comparada con 4,48%, registrada durante el año 2006. Este indicador se ubicó 1,19 puntos porcentuales por encima del límite superior del rango meta establecido por el Banco de la República (3,5%- 4,5%) (Gráfico 5). El incremento en la inflación, en su mayor parte, estuvo explicado por el crecimiento en los precios de los alimentos por encima de lo previsto.

La inflación de alimentos alcanzó 8,51% y explicó el 74% de la inflación total, como consecuencia de la disminución en la oferta de alimentos debido a factores climáticos (fenómeno de El Niño y La Niña), un aumento de la demanda de bienes básicos por parte de Venezuela y los altos precios internacionales de los commodities. A ello se suman factores como el gran dinamismo de la demanda interna. Adicionalmente, las expectativas de inflación cerraron el año al alza, y estuvieron por encima del rango meta durante buena parte del año, según se reflejó en las encuestas mensuales de expectativas.

Los precios internacionales del petróleo y sus derivados también afectaron directamente al alza la inflación de bienes y servicios regulados (combustibles, transporte y servicios públicos) que finalizó el año en 6,42%.

Las diferentes medidas de inflación básica registraron un incremento en el año 2007. Al excluir el rubro de alimentos, la inflación fue 4,43% en el 2007, comparada con 3,94% en el 2006. Si se excluyen los alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos del IPC, la inflación fue 5,18% en el 2007, comparada con una 4,77%, en el 2006. Si se excluyen los alimentos y los bienes y servicios regulados, la inflación fue 3,95%, mayor a la presentada en el 2006 (3,43%). Si se divide esta medida de inflación en transables y no transables, se encuentra que, aunque se favoreció por la apreciación del peso con respecto al dólar, la inflación de transables cerró el año (2,3%) por encima de la registrada en el 2006 (1,7%). La inflación de no transables fue 5,2%, comparada con una de 4,8%, en 2006. Este comportamiento puede estar asociado con un fuerte dinamismo de la demanda interna.

Gráfico 6  
INFLACIÓN ANUAL DE COLOMBIA (%)



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.

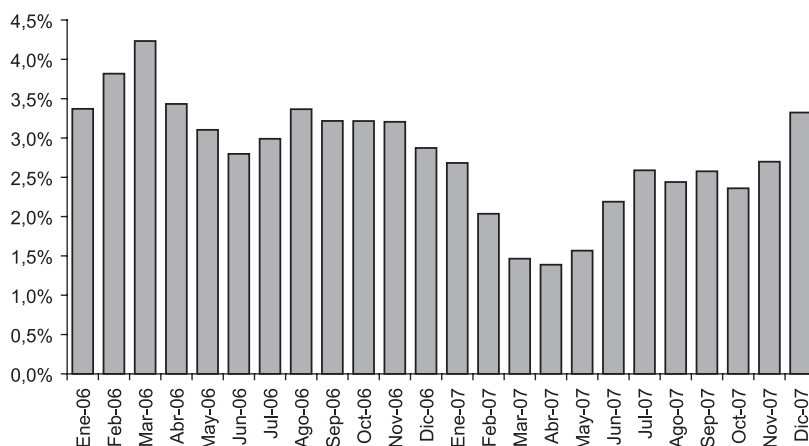
Fuente: Banco de la República y Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE)

## Ecuador

La inflación anual del año 2007 fue 3,32%, comparada con 2,87% durante el año 2006 (Gráfico 7). Esta cifra fue superior a la esperada por el Banco Central del Ecuador que ubicada una inflación anual entre 2,5% y 3%. Sin embargo, durante los primeros once meses del año, la inflación anual fue inferior en todos los meses a la registrada en el 2006. En los últimos meses del año, se observó un incremento en los precios al consumidor, principalmente, en los grupos de Muebles artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar (5,82%) y los Alimentos y bebidas no alcohólicas (5,72%). Este último de mayor contribución, puesto que explicó el 44,6% de la inflación anual general.

En diciembre, el incremento en los precios estuvo impulsado por el desempeño de los precios internacionales de ciertos productos básicos que, debido a su mayor exportación hacia otros países, como lo fue el caso del arroz, impulsó el incremento de los precios internos.

Gráfico 7  
 ECUADOR: INFLACIÓN ANUAL



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
 Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) y Banco Central del Ecuador (BCE)

En línea con lo anterior, la inflación anual de bienes transables fue 3,48%, superior a la inflación general y a la inflación de no transables (3,11%). La contribución anual de los bienes transables a la inflación anual (2%) fue superior a la inflación de bienes no transables (1,32%).

## Perú

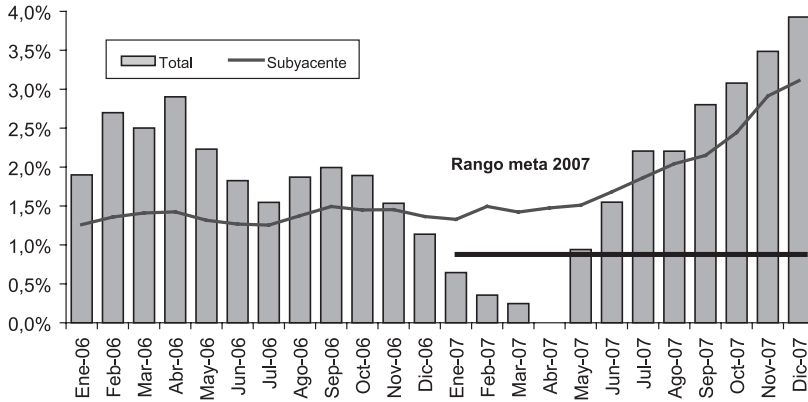
La inflación anual fue 3,9%, mayor en 2,8 puntos porcentuales a la inflación registrada en el 2006 (1,1%). Por consiguiente, la inflación anual se ubicó por encima del límite superior del rango objetivo (3%) (Gráfico 8). Este comportamiento estuvo, principalmente, explicado por el alza de los precios de productos importados (trigo, aceite de soya y petróleo) (BCRP, 2008), puesto que la inflación de los rubros asociados a alimentos e insumos importados pasó de 0,3%, en el 2006, a 10,5%, durante el 2007.

El componente de alimentos y bebidas dentro del hogar explicó 2,4 puntos porcentuales de la variación total del IPC y, por tanto, explicó el 59% de la inflación.

La inflación subyacente<sup>8</sup> pasó de 1,4%, en el año 2006, a 3,1%, en el 2007. Esta evolución pudo estar explicada por el crecimiento de la demanda interna, el cual fue superior a la del producto. La tasa de inflación subyacente sin alimentos y bebidas se ubicó en 2%.

<sup>8</sup> Esta medida constituye una ponderación de 60,6% de los bienes y servicios del IPC.

Gráfico 8  
INFLACIÓN ANUAL DEL PERÚ



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú e Instituto Nacional de Estadísticas e Informática (INEI)

### ***Países con esquemas de inflación objetivo en la CAN***

Mediante el esquema de política monetaria de inflación objetivo, el banco central de un país anuncia las metas de inflación, y asume el compromiso de realizar todos los ajustes necesarios en los instrumentos adoptados, para alcanzar dichas metas. A la fecha, dos Países Miembros de la CAN han adoptado este esquema: Colombia lo instauró oficialmente desde el año 2001, y Perú desde el 2002.

En Colombia, desde el establecimiento del esquema, el Banco de la República ha cumplido en cuatro de siete ocasiones con la meta anunciada (Cuadro 1). En Perú, el BCRP lo ha hecho durante cuatro de seis años de vigencia del esquema (Cuadro 2).

Cuadro 1  
COLOMBIA: INFLACIÓN Y METAS DE INFLACIÓN

| Año  | Rango meta (%) | Observada (%) | Cumplimiento |
|------|----------------|---------------|--------------|
| 2001 | 8,0            | 7,6           | Sí           |
| 2002 | 6,0            | 7             | No           |
| 2003 | 5,0 - 6,0      | 6,5           | No           |
| 2004 | 5,0 - 6,0      | 5,5           | Sí           |
| 2005 | 4,5 - 5,5      | 4,9           | Sí           |
| 2006 | 4,0 - 5,0      | 4,5           | Sí           |
| 2007 | 3,5 - 4,5      | 5,7           | No           |

Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.

Fuente: Banco de la República

Cuadro 2  
 PERÚ: INFLACIÓN Y METAS DE INFLACIÓN

| Año  | Rango meta (%) | Observada (%) | Cumplimiento |
|------|----------------|---------------|--------------|
| 2002 | 1,5 - 3,5      | 1,5           | Sí           |
| 2003 | 1,5 - 3,5      | 2,5           | Sí           |
| 2004 | 1,5 - 3,5      | 3,5           | Sí           |
| 2005 | 1,5 - 3,5      | 1,5           | Sí           |
| 2006 | 1,5 - 3,5      | 1,1           | No           |
| 2007 | 1,0 - 3,0      | 3,9           | No           |

Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.

Fuente: Banco Central de Reservas del Perú

## Volatilidad de la inflación en los Países Miembros de la CAN

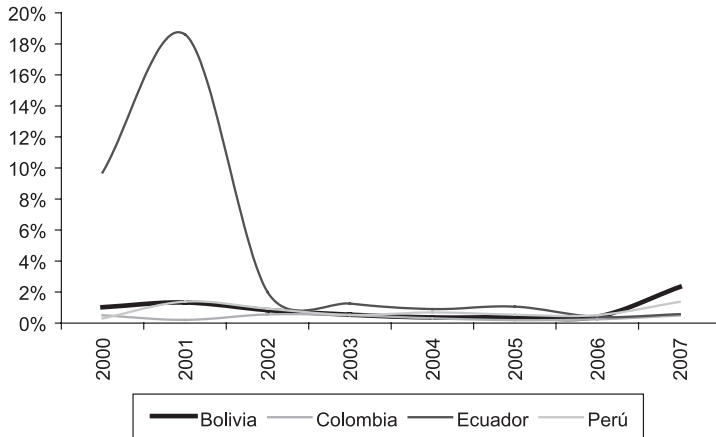
Analizar la volatilidad de la inflación, además de su nivel, es relevante ya que ésta puede tener repercusiones sobre las tasas de crecimiento de una economía y puede estar asociada con mayores niveles de inflación, como se comentó en reportes de años anteriores (Ayala y Cajamarca, 2006; Arizala, 2007)<sup>9</sup>.

En la última década, Ecuador presentó tasas anuales de inflación superiores a 100%, de junio a octubre del año 2000, que estuvieron asociadas con altos niveles de volatilidad. En el año 2000, la inflación promedio fue 95,5% y, durante buena parte del año, la volatilidad anual, medida por la desviación estándar, fue superior a 20%. Este nivel de volatilidad perduró en el año 2001 y se redujo sustancialmente en los años siguientes (Gráfico 7).

En los últimos años, la volatilidad de la inflación de los países de la CAN ha conservado niveles relativamente bajos, lo cual ha estado asociado con menores tasas de inflación.

<sup>9</sup> Reportes de evolución de la inflación en los países miembros de la CAN 2005 y 2006, elaborados por la Dirección de Estudios Económicos del FLAR.

Gráfico 7  
DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE LA INFLACIÓN EN LOS PAÍSES DE LA CAN



Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
Fuente: Banco Central de Reservas del Perú

El Cuadro 3 presenta diferentes estadísticos para la inflación promedio anual de los países de la CAN, durante los años 2006 y 2007. En el 2007, el incremento en el nivel general de precios estuvo acompañado por un aumento en la volatilidad de la variable en los países. La mayor desviación estándar la registró Bolivia, que también presentó el nivel más alto de inflación promedio. El coeficiente de variación más alto se presentó en Perú. Colombia presentó los valores más bajos en ambos rubros.

Cuadro 3  
ESTADÍSTICOS DE LA INFLACIÓN ANUAL EN LA CAN

|                                  | Bolivia | Colombia | Ecuador | Perú  |
|----------------------------------|---------|----------|---------|-------|
| <b>2006 Promedio</b>             | 4,28%   | 4,30%    | 3,30%   | 2,00% |
| <b>Desviación estándar</b>       | 0,4%    | 0,2%     | 0,4%    | 0,5%  |
| <b>Coefficiente de variación</b> | 0,10    | 0,06     | 0,12    | 0,25  |
| <b>2007 Promedio</b>             | 8,67%   | 5,54%    | 2,28%   | 1,78% |
| <b>Desviación estándar</b>       | 2,3%    | 0,5%     | 0,6%    | 1,4%  |
| <b>Coefficiente de variación</b> | 0,27    | 0,09     | 0,25    | 0,77  |

Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.  
Fuente: Bancos Centrales e institutos nacionales de estadística.



### 3. Conclusiones

Las economías latinoamericanas, en su conjunto, han registrado un sustancial incremento en los niveles de inflación, después de haber registrado cuatro años de significativa reducción.

Tras haber alcanzado un mínimo histórico en el año 2006, la inflación repuntó en todos los países de la CAN durante el año 2007.

En el año 2007, la CAN contó con el país de menor inflación de la región (Ecuador) y con el tercero de mayor inflación (Bolivia), lo cual muestra la dispersión de tasas existente.

Bolivia fue el único País Miembro con una inflación superior a 10%. Colombia registró una inflación superior a 5% e inferior a 10%. Perú y Ecuador presentaron una inflación inferior a 5%.

Al interior de la CAN, el repunte en la inflación se ha presentado en países con diferentes esquemas de control monetario y de inflación. Colombia y Perú, que cuentan con esquemas de inflación objetivo, registraron una inflación superior al rango meta.

Los incrementos en la inflación están acompañados por incrementos en sus respectivos componentes núcleo, subyacente y/o básico para tres de las cuatro economías analizadas (Bolivia, Colombia y Perú), lo cual puede estar sugiriendo presiones de demanda.

### Bibliografía y referencias

Ayala, R., (2001), "Evidencia empírica de los efectos de la volatilidad de la inflación en los países andinos". Documentos de Trabajo, Fondo Latinoamericano de Reservas.

Ayala, R. y Cajamarca, R., (2006), "Informe sobre la evolución de la inflación en los países miembros del FLAR durante 2005", Informe de Coyuntura No 31, Fondo Latinoamericano de Reservas.

Banco Central de Bolivia (2008). Informe de política monetaria 2007. Enero.

Banco Central del Ecuador (2008). Informe de inflación de diciembre de 2007. Enero.

Banco Central del Paraguay (2008). Informe de inflación de diciembre de 2007. Enero.

Banco Central de Reserva del Perú (2008). Informe de política monetaria. Enero.

Banco de la República (2008). Informe de inflación cuarto trimestre. Enero.

Banco de México (2008). Régimen de política monetaria. Tomado de la página web [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).

FLAR (2006). Informe sobre evolución de la inflación en los países miembros de la Comunidad Andina durante 2005.

FLAR (2007). Informe sobre evolución de la inflación en los países miembros de la Comunidad Andina durante 2006.



**COMUNIDAD  
ANDINA**  
SECRETARIA GENERAL



[www.comunidadandina.org](http://www.comunidadandina.org)

Av. Aramburú cuadra 4, esquina con Paseo de la República

Lima 27 - Perú

T. (511) 411-1400 F.(511) 221-3329

Casilla de Correos: 18-1711

Lima 18 - Perú