



REPORTE DE INFLACIÓN

Mayo 2008

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas**

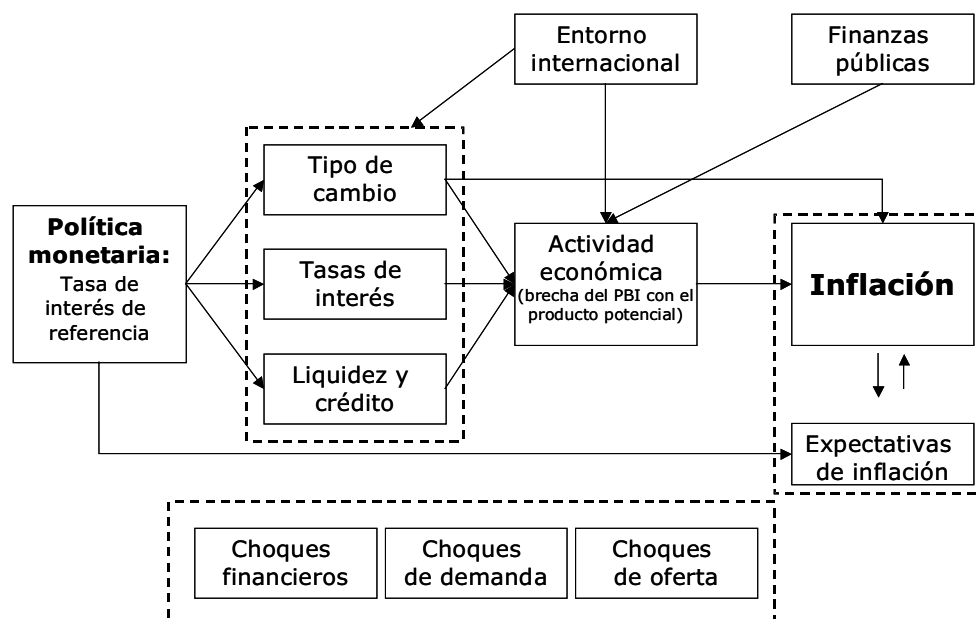


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

Mayo 2008



REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739
Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

CONTENIDO

PRÓLOGO	5
RESUMEN	7
I. Escenario internacional	13
II. Actividad económica	26
III. Balanza de pagos	38
IV. Finanzas públicas	50
V. Política monetaria	55
VI. Mercados financieros	63
VII. Inflación	76
VIII. Balance de riesgos	91

RECUADROS

- ¿Son los efectos de los choques de petróleo en esta década diferentes a los de la década del setenta? 22
- Presiones inflacionarias en las economías emergentes..... 23
- El ahorro por el uso del gas natural 34
- Competitividad y crecimiento 35
- Hacia una mayor competitividad de los puertos peruanos 48
- El encaje como instrumento de política monetaria 60
- Indicadores de auge crediticio 74
- Evolución reciente en el mercado de arroz 86
- Medición de la incertidumbre en las proyecciones 94

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a marzo de 2008 del producto bruto interno, la balanza comercial, operaciones del sector público no financiero y de las cuentas monetarias. Los datos de inflación, tipo de cambio y mercados financieros corresponden a mayo de 2008.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- La estabilidad monetaria es una de las condiciones fundamentales para lograr un crecimiento alto y sostenido de la economía al favorecer un ambiente adecuado para el ahorro, la inversión y, en general, para toda decisión económica.
- Para el logro de este objetivo, el Banco, a partir del año 2002 ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de metas explícitas de inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La meta de inflación del Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y constituye un compromiso permanente del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.
- La evaluación de la meta es continua, es decir toma en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo a diciembre de cada año. Ante cualquier desviación de la meta, el Banco Central toma las acciones necesarias para retornar a la meta considerando los rezagos con los que opera la política monetaria.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, por lo que su determinación merece la consideración de estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Los estudios económicos que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público con la finalidad de lograr la comprensión sobre la consistencia de las medidas

adoptadas y asegurar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas proyecciones. Para tal fin, el Banco Central publica cada cuatro meses su Reporte de Inflación. El próximo reporte se publicará el 10 de octubre de 2008.

- Este reporte presenta la evolución de los principales desarrollos económicos de los primeros meses del año y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte de proyecciones macroeconómicas entre los años 2008 y 2010.

Resumen

- i. Como se pronosticó en el Reporte de Inflación de enero, la tasa de inflación en los primeros cinco meses del año se mantuvo por encima del límite superior del rango meta de la política monetaria (3,0 por ciento), pasando de 3,9 por ciento en diciembre de 2007 a 5,4 por ciento en mayo. Este resultado se concentró en un incremento de 9,2 por ciento en los precios de los alimentos y bebidas, en tanto que el resto de bienes y servicios tuvo un aumento promedio de precios de 1,9 por ciento, tasa similar a la meta de inflación del Banco Central (2,0 por ciento).
- ii. El aumento mencionado de los precios de los alimentos continuó asociándose a los incrementos de los precios internacionales de insumos básicos para la elaboración de productos como pan, fideos y aceite comestible. Asimismo, el aumento de otros productos alimenticios en el mercado internacional, como la leche y el arroz (no vinculados directamente en la formación del precio interno), afectó a los precios domésticos de estos productos. Los cinco productos mencionados explicaron 32 por ciento del incremento acumulado del Índice de Precios al Consumidor (IPC) entre enero y mayo (2,7 por ciento).

Problemas climáticos al inicio del año afectaron también la oferta doméstica de bienes y servicios. El exceso de lluvias alteró no sólo el rendimiento de la producción de cebolla, tomate y hortalizas, sino además afectó las vías de comunicación por efecto de deslizamientos, lo cual implicó mayores precios de frutas como la papaya. Estas restricciones en la oferta interna de alimentos explican el 40 por ciento de la inflación acumulada a mayo.

- iii. La mayor tasa inflacionaria se ha traducido en un incremento de las expectativas de inflación, las cuales, en el caso de los analistas económicos, han aumentado de 3,0 a 4,0 por ciento para el presente año; de 2,5 a 3,0 por ciento para el año 2009 y de 2,1 a 2,5 por ciento para el año 2010. Si bien se aprecia una tendencia descendente para los próximos años, la inflación esperada para los años 2008 y 2009 se ubica por encima del límite superior de la meta del BCRP.

El peligro de que un aumento de expectativas inflacionarias involucre decisiones al alza de precios por parte de las empresas no se ha manifestado de manera importante. Así, en las encuestas de expectativas macroeconómicas del BCRP, 35 por ciento de las empresas encuestadas manifiestan la intención de aumentar sus precios en los próximos tres meses, porcentaje ligeramente mayor al del mes de enero (32 por ciento).

- iv. La información de la actividad económica durante el primer trimestre del año revela un importante dinamismo del PBI y de la demanda interna, con registros de crecimiento de 9,3 y 10,8 por ciento, respectivamente. En el presente Reporte de Inflación se revisa al alza la proyección de crecimiento del PBI para el año 2008 de 7 a 8 por ciento y de la demanda interna de 8,2 a 9,8 por ciento. De manera similar, para el año 2009, las proyecciones han sido ajustadas al alza de 6,3 a 6,5 por ciento para el caso del PBI y de 7,2 a 8,0 por ciento para el caso de la demanda interna.

Los mayores ajustes en el crecimiento de la demanda interna durante el presente año se asocian al consumo privado (de 5,8 a 6,6 por ciento) y al gasto de inversión del sector público (de 33,0 a 42,9 por ciento); manteniéndose la inversión privada con una tasa de crecimiento anual de 20,4 por ciento.

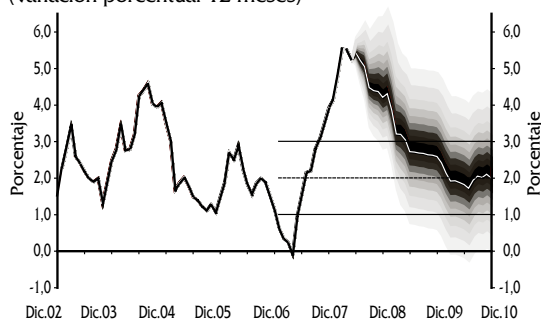
El dinamismo económico, mayor al contemplado originalmente, implica que la brecha proyectada entre el nivel del PBI y su nivel potencial se ubicaría en alrededor de dos por ciento en 2008. Para este cálculo el BCRP estima que el producto potencial se viene expandiendo a un ritmo de 7,2 por ciento, debido al crecimiento de la inversión y de la productividad en nuestro país.

- v. Ante los riesgos que pueden llevar a que las expectativas de inflación contagien a los precios de la mayor parte de rubros de la canasta de consumo, sobre todo en un entorno de expansión del gasto de los sectores privado y público, el Banco Central ha adoptado una clara posición antiinflacionaria. Con ello se busca un retorno gradual de la tasa de inflación y de las expectativas inflacionarias al nivel meta de la política monetaria.
- vi. El ajuste de la política monetaria ha incluido en primer término el ajuste de la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos, desde 4,5 por ciento en junio de 2007 a 5,75 por ciento en junio de 2008. Adicionalmente, se complementó esta decisión con un aumento de los requerimientos de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera. Estas acciones han favorecido un ajuste más rápido en las condiciones financieras, en un contexto sin precedentes de significativas entradas de capitales externos orientadas a la adquisición de activos de corto plazo en moneda nacional.

Entre diciembre de 2007 y mayo de 2008, las tasas de interés preferenciales para préstamos han subido de 5,6 a 6,2 por ciento para el caso de operaciones en moneda nacional y de 6,4 a 10,0 por ciento para el caso de préstamos en moneda extranjera.

vii. Al cierre de mayo, el flujo acumulado anual de las reservas internacionales netas del BCRP fue US\$ 7 170 millones, explicado principalmente por las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambiario por US\$ 8 728 millones, en un contexto de alta volatilidad a la baja del tipo de cambio por la importante entrada de capitales de corto plazo observada en este periodo. Luego de las medidas de encaje y de restricciones a la tenencia de los CDBCRP implementadas por el Banco Central se ha observado una atenuación en dicha entrada de capitales. Así, entre el 18 de abril y el 11 de junio el BCRP no intervino en el mercado cambiario (36 días laborables). Este fue uno de los episodios sin intervención más extensos desde el inicio del esquema de Metas de Inflación (2002).

PROYECCIÓN DE DENSIDAD DE LA INFLACIÓN
(Variación porcentual 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

viii. La proyección de inflación del presente Reporte de Inflación abarca hasta el año 2010 y revela una tendencia decreciente hasta retornar al rango meta de inflación a mediados de 2009. En esta evolución se pronostica que al cierre del presente año la inflación se ubique aún por encima del límite superior del rango meta, luego de haberse registrado una tasa máxima de 5,55 por ciento en marzo de 2008.

El gráfico con la densidad del pronóstico de inflación revela que con una probabilidad de 42 por ciento la inflación no convergerá aún dentro del rango meta (de 1 a 3 por ciento) en 2009; y con una probabilidad de 26 por ciento no convergerá en el año 2010.

ix. Los distintos riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación de la secuencia presentada, señalan un sesgo al alza. Los riesgos evaluados son los siguientes:

- **Mayor precio de combustibles.** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en la cotización internacional de combustibles y el mantenimiento de un esquema sostenible del Fondo de Estabilización de Combustibles. Un escenario de mayores alzas en el mercado internacional de petróleo que no pueda ser compensado con medidas fiscales impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

En esta situación, la política monetaria mantendría su posición inalterada en la medida que no se eleven las expectativas de inflación y el impacto en la inflación sea sólo temporal.

- **Mayor precio de alimentos.** El escenario central asume que los desequilibrios entre oferta y demanda de los *commodities* alimenticios irán disminuyendo a lo largo del horizonte de proyección. También asume que el crecimiento de la producción agrícola será menor este año por efecto de las condiciones climáticas y mayores costos de fertilizantes, situación que se prevé se supere en los siguientes 2 años. Sin embargo, persiste el riesgo de que los precios altos permanezcan a lo largo del tiempo, o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta internacional o doméstica, o si continúa elevándose la demanda por biocombustibles, con lo cual los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

Ante este contexto la política monetaria mantendría su posición mientras que no se eleven las expectativas de inflación y el impacto en la inflación sea transitorio.

- **Mayores presiones de demanda interna.** El escenario central considera una trayectoria de crecimiento de la demanda agregada hacia niveles compatibles con la senda del PBI potencial estimado de la economía para el horizonte de proyección (entre 7 y 7,5 por ciento). Un escenario de mayor crecimiento de la demanda agregada, por un mayor gasto público o privado, que no se encuentre acompañado por un mayor PBI potencial de la economía generaría presiones inflacionarias de demanda.

Ante esta situación, la política monetaria tomaría una posición más restrictiva para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenido de largo plazo y permitir el retorno de la inflación a la meta.

- **Mayor desaceleración de la economía mundial.** El entorno internacional se caracteriza por una reversión gradual de los términos de intercambio (debido principalmente a un aumento de los precios de importación), una desaceleración transitoria de la economía en 2008 y 2009 y una recuperación leve de nuestros principales socios comerciales en 2010. Una situación de fuerte recesión económica en Estados Unidos -con una corrección severa de los precios de las materias primas de exportación- podría generar volatilidad en el flujo de capitales externos para las economías emergentes y causar un impulso contractivo adicional en el dinamismo de la demanda.

Frente a ello, el Banco Central mantiene un elevado nivel de reservas internacionales y podría intervenir para reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. De ser necesario, el Banco flexibilizaría su posición de política monetaria para atenuar presiones de demanda a la baja sobre la inflación en el horizonte de proyección.

- x. El Banco Central de Reserva reitera su compromiso de actuar anteladamente para asegurar la convergencia de la tasa de inflación hacia la meta de 2 por ciento, tomando en cuenta en cada caso la existencia de factores temporales que pueden desviar transitoriamente la inflación fuera de los márgenes tolerados.

I. Escenario Internacional

En los primeros meses de 2008, la desaceleración de la economía norteamericana se acentuó significativamente. Al impacto de la crisis subprime sobre las condiciones crediticias, se sumaron los altos precios del petróleo, la evolución desfavorable del empleo y la continuación del ajuste en el mercado inmobiliario. El escenario internacional influye sobre nuestra economía a través de canales comerciales y financieros. En este periodo nuestra economía se ha mantenido relativamente aislada de estos acontecimientos.

Otras economías desarrolladas -en particular la Eurozona, Canadá y Reino Unido- se han visto afectadas por la crisis financiera. Las respuestas de política monetaria ante esta desaceleración se han visto limitadas por las presiones inflacionarias asociadas en parte a los altos precios del petróleo y de la mayoría de commodities.

En este contexto, la tasa de crecimiento mundial ha sido revisada a la baja para los próximos años. Se estima en 3,3 y 3,2 por ciento el crecimiento de nuestros socios comerciales para los años 2008 y 2009, respectivamente y en 3,7 por ciento para el año 2010.

Se proyecta que este entorno internacional menos favorable induciría una desaceleración moderada del crecimiento económico para los siguientes dos años, dado el menor dinamismo de los mercados externos que se viene observando y que se mantendría en el horizonte de proyección, así como los menores términos de intercambio asociados a ello.

Crecimiento, inflación y tasas de interés

1. Durante los primeros meses de este año se acentuó la desaceleración de la economía norteamericana afectada por una serie de factores, en particular, por la turbulencia en los mercados financieros. Ello también afectó a otras economías desarrolladas, principalmente a la Eurozona, Canadá e Inglaterra. Hasta el momento, el impacto sobre las economías emergentes ha sido moderado, en parte, por el mantenimiento de altos precios en el mercado de *commodities*¹.

¹ Para el caso del petróleo ver Recuadro 1 para una discusión sobre las diferencias con la década del setenta.

Cuadro 1

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 1/

(En porcentaje)

	Participación			2008		2009		2010
	en el comercio	2006	2007	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
Socios Comerciales 2/	100	4,6	4,5	3,6	3,3	3,8	3,2	3,7
Norteamérica	29%	2,9	2,3	1,6	0,9	2,5	1,1	2,7
Estados Unidos	24%	2,9	2,2	1,5	0,8	2,5	0,9	2,7
Canadá	5%	2,8	2,7	2,1	1,3	2,5	2,2	2,7
Europa	20%	3,0	2,9	2,0	1,6	2,0	1,5	1,8
Alemania	4%	2,9	2,5	1,8	1,5	1,9	1,5	1,8
España	3%	3,9	3,1	2,6	2,1	2,4	1,7	2,0
Reino Unido	1%	2,9	3,1	1,8	1,5	2,0	1,6	2,0
Asia	21%	7,7	7,8	7,0	6,6	6,8	6,4	6,2
China	11%	11,1	11,4	10,4	9,9	9,8	9,3	9,0
Corea	3%	5,1	4,5	4,9	4,5	5,0	4,8	4,5
Japón	5%	2,4	2,1	1,5	1,3	2,0	1,6	1,7
América Latina	30%	5,3	5,4	4,5	4,4	4,2	4,1	4,1
Argentina	2%	8,5	8,7	6,5	6,8	4,5	4,5	4,4
Brasil	7%	3,8	5,4	4,7	4,8	4,5	4,2	4,2
Chile	7%	4,0	5,0	4,7	4,1	4,9	4,7	4,7
Colombia	4%	6,8	7,0	5,5	5,3	5,0	4,9	4,9
México	3%	4,8	3,3	2,9	2,6	3,7	3,1	3,8
Venezuela	3%	10,3	8,4	4,7	5,6	3,3	3,6	3,4
Nota:								
India		9,7	9,2	8,2	7,7	7,0	7,0	7,0
Rusia		7,4	8,1	6,9	7,2	6,5	6,7	7,0
Perú		7,6	9,0	6,9	7,5	6,5	6,6	6,5
Economía Mundial: a) 3/		4,0	3,8	3,2	2,8	3,3	3,0	3,6
b) 4/		5,0	4,9	4,1	3,7	4,3	3,8	4,8

RI: Reporte de Inflación.

1/ Datos ejecutados del FMI (World Economic Outlook-WEO) y datos proyectados en base al Consensus Forecast y FMI.

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2006.

3/ Utilizando tipos de cambio nominales (Fuente: Consensus Forecast).

4/ Utilizando tipos de cambio de paridad de poder de compra (Fuente: WEO).

2. Las perspectivas de crecimiento de **Estados Unidos** se han revisado notablemente a la baja considerando los desarrollos recientes en la actividad económica.

Durante el primer trimestre, el PBI de Estados Unidos creció 0,9 por ciento. En este resultado han influido: (i) el deterioro en las condiciones crediticias en un contexto de fuerte turbulencia en los mercados financieros (ii) la corrección del mercado

Cuadro 2

PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ 1/

	2006	2007	2008*		2009*		2010*
			RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
PBI (Var.%)							
Estados Unidos de América	2,9	2,2	1,5	0,8	2,5	0,9	2,7
Canadá	2,8	2,7	2,1	1,3	2,5	2,2	2,7
Inflación (promedio)							
Estados Unidos de América	3,2	2,8	2,8	3,8	2,1	2,4	2,2
Canadá	2,0	2,1	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0
Cuenta Corriente (% del PBI)							
Estados Unidos de América	-6,2	-5,3	-5,0	-4,3	-4,5	-4,2	-4,1
Canadá	1,6	0,9	0,2	-0,9	-0,5	-1,2	-0,8
Déficit Fiscal Gobierno General (% del PBI)							
Estados Unidos de América	-2,6	-2,5	-2,9	-4,5	-2,9	-4,2	-
Canadá	1,0	1,0	0,3	0,1	0,3	0,0	-

1/ Fuente: Consensus Forecast, FMI, Casas de inversión y BCRP.

* Proyección.

inmobiliario, continuando con la tendencia observada en 2007 (iii) la evolución del empleo (con pérdidas de puestos en el período enero-mayo) y (iv) el fuerte incremento en el precio del petróleo y de otros *commodities*.

En este contexto de desaceleración económica, la Reserva Federal (FED) redujo su tasa de política en 225 puntos durante el año, fijándola en 2 por ciento. Con ello, se acumula una reducción de 325 puntos desde setiembre de 2007. Estas medidas se complementaron con fuertes inyecciones de liquidez y de ampliación en los instrumentos colaterales por parte de la FED en coordinación con otros bancos centrales, a fin de contrarrestar las presiones de liquidez en los mercados monetarios. Asimismo, el gobierno dictó una serie de medidas que incluyen incentivos tributarios a individuos y a empresas con un costo estimado para el año de US\$ 150 mil millones.

Adicionalmente, se dieron medidas específicas para enfrentar la crisis del mercado hipotecario. Destacan la mayor intervención de las agencias patrocinadas por el gobierno en el mercado hipotecario y la garantía estatal a un mayor número de prestamistas hipotecarios.

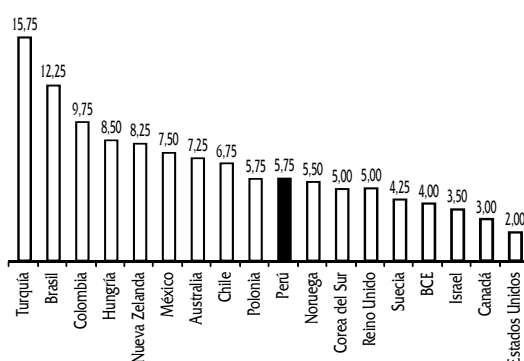
De otro lado, la economía norteamericana también viene enfrentando presiones inflacionarias. Al mes de abril, la inflación anual fue 3,9 por ciento, aunque la inflación subyacente del gasto de consumo personal (indicador utilizado por la FED) fue 2,1 por ciento, ligeramente por encima del nivel considerado de tolerancia por la Reserva Federal (entre 1 y 2 por ciento).

Considerando estos desarrollos, la proyección de crecimiento de Estados Unidos se ha revisado a la baja para 2008 y 2009 a 0,8 y 0,9 por ciento, respectivamente, aumentando en 2010 a 2,7 por ciento. Ello supone que la economía continuaría con la desaceleración económica observada en el cuarto trimestre de 2007.

Esta proyección es consistente con la corrección del mercado inmobiliario y la desaceleración en el consumo, el cual se vería afectado por una disminución de la riqueza (asociada al menor precio de las viviendas), por la evolución del empleo y por el incremento en los precios de los combustibles y alimentos. Asimismo, las menores ganancias corporativas y el ajuste en las condiciones crediticias incidirían sobre la evolución futura de la inversión no residencial. La incidencia de estos factores serían parcialmente compensados por la reducción en las tasas de la FED, las medidas fiscales y cierto dinamismo en el sector exportador por la depreciación del dólar.

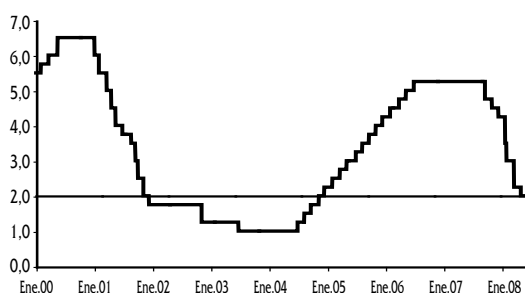
- Respecto a nuestros socios comerciales de **Europa**, se prevé un crecimiento de 1,6 por ciento en el año 2008 y de 1,5 por ciento en 2009 para luego mostrar una recuperación a partir de 2010 en el que crecería 1,8 por ciento. Ello implica una desaceleración respecto a la tasa registrada en 2007 (2,9 por ciento).

Gráfico 1
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA A JUNIO DE 2008 1/



1/ Al 12 de junio.
Fuente: Bancos centrales y Bloomberg.

Gráfico 2
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA FED
(En porcentaje)



La desaceleración de la **Eurozona** de los próximos años se explicaría por la evolución de la actividad industrial y por el efecto que tendría la apreciación del euro sobre el sector exportador. Al igual que en Estados Unidos, las menores ganancias corporativas y el ajuste en condiciones crediticias afectarían la inversión.

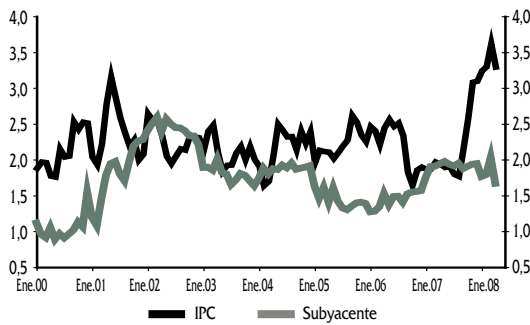
Cuadro 3

PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA 1/

	2006	2007	2008*		2009*		2010*
			RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
PBI (Var.%)							
Alemania	2,9	2,5	1,8	1,5	1,9	1,5	1,8
España	3,9	3,1	2,6	2,1	2,4	1,7	2,0
Reino Unido	2,9	3,1	1,8	1,5	2,0	1,6	2,0
Inflación promedio							
Alemania	1,7	2,1	2,1	2,5	1,7	1,9	1,8
España	3,5	3,0	3,3	3,9	2,6	2,6	2,5
Reino Unido	2,3	2,3	2,3	2,7	2,0	2,2	2,2

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.
* Proyección.

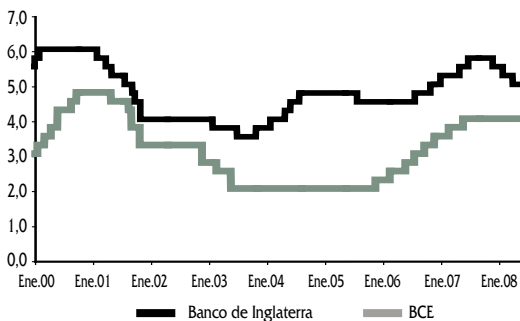
Gráfico 3
EUROZONA: INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: Eurostat.

La evolución económica de la Eurozona ha estado acompañada de mayores presiones inflacionarias, explicadas en parte por la elevación de los precios de la energía y los alimentos. Ante esta situación, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo la tasa de interés en 4,0 por ciento. Los desarrollos recientes de la inflación (que alcanzó 3,3 por ciento en abril) y las declaraciones del BCE hacen prever que no reduciría su tasa en el corto plazo.

Gráfico 4
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y DEL BANCO DE INGLATERRA
(En porcentaje)



4. Fuera de la Eurozona, la economía del **Reino Unido** continuó desacelerándose en el primer trimestre de 2008, producto de la corrección de su mercado inmobiliario y de la menor actividad de servicios (en especial los servicios financieros). Se espera un crecimiento entre 1,5 y 2,0 por ciento para los próximos tres años debido, además, a los efectos del ajuste de las condiciones crediticias en el consumo y la inversión.

Asimismo, se espera que el aumento en la inflación (que alcanzó a 3 por ciento anual en abril) limite las acciones de política monetaria para enfrentar los riesgos de desaceleración económica, previéndose que la inflación converja a niveles de alrededor de 2 por ciento al final de la década.

5. **Japón**, luego de crecer 2,1 por ciento en 2007, crecería 1,3 por ciento en 2008 y 1,6 por ciento en 2009. Los recientes indicadores de actividad mostrarían una debilidad en la inversión, que se reflejaría en la caída de la confianza empresarial. Asimismo, la inversión residencial, luego del ajuste del segundo semestre de 2007, ha tenido un dinamismo menor al esperado. Adicionalmente, la apreciación del yen

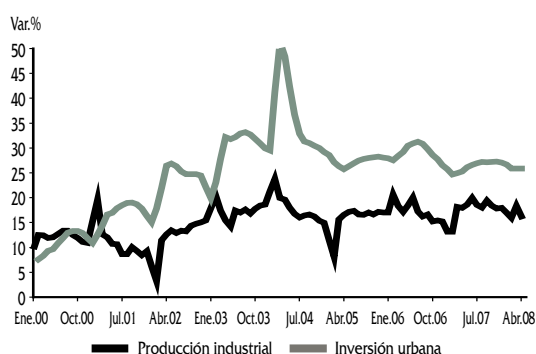
tendría un impacto sobre las utilidades de las empresas exportadoras.

6. Las **economías emergentes** continúan mostrando un crecimiento significativamente mayor al de las economías desarrolladas y se espera una moderada desaceleración en los próximos años. **China**, después de crecer 11,4 por ciento en 2007, registraría una tasa de crecimiento de 9,9 por ciento en 2008, reflejando cierta contracción del sector exportador en una coyuntura de menor actividad económica mundial.

Este crecimiento se viene dando en un contexto de presiones inflacionarias crecientes, esperándose una tasa de inflación promedio de 6,4 por ciento para 2008. Si bien parte importante de la inflación se explica por el precio de los alimentos, también existirían presiones de demanda que estarían afectando algunas actividades.

Ante ello, durante los primeros meses del año, el Banco Central continuó elevando la tasa de encaje hasta en cuatro oportunidades y acumuló un incremento de 150 pbs. (ubicándola en mayo en 16,5 por ciento). El gobierno, por su parte, tomó algunas medidas adicionales como el congelamiento de los precios de la energía y tarifas públicas.

Gráfico 5
CHINA: ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Promedio móvil a 3 meses)



Fuente: National Bureau of Statistics.

Cuadro 4

PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA 1/

	2006	2007	2008*		2009*		2010*
			RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
PBI (Var.%)							
China	11,1	11,4	10,4	9,9	9,8	9,3	9,0
Corea del Sur	5,1	4,5	4,9	4,5	5,0	4,8	4,5
Japón	2,4	2,1	1,5	1,3	2,0	1,6	1,7
India	9,7	9,2	8,2	7,7	7,0	7,0	7,0
Inflación promedio							
China	1,5	4,8	4,3	6,4	3,5	3,8	3,0
Corea del Sur	2,2	2,5	3,0	3,7	2,8	3,2	2,5
Japón	0,2	0,1	0,4	0,7	0,5	0,5	1,2
India	6,7	6,0	5,4	6,1	5,4	5,5	4,2

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

* Proyección.

7. **América Latina**, favorecida por el mantenimiento de altos precios de los *commodities* y un dinamismo importante de la demanda doméstica, crecería 4,4 por ciento en promedio este año, tasa menor a la observada en 2007 (5,4 por ciento). El menor crecimiento para el año 2008 se explicaría, en parte, por la desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas y por el retiro del estímulo monetario por parte de algunas economías debido a la existencia de presiones inflacionarias.

En algunos casos, como en Chile y Colombia, las tasas de inflación se han mantenido por encima de las metas de los bancos centrales.

En el caso de Brasil, la inflación aún se ha mantenido dentro del rango meta (4,5+/-2 por ciento), pero la inflación subyacente ha mostrado una tendencia al alza. Ante estos hechos, los bancos centrales han elevado sus tasas de interés durante 2008 y se espera que, como consecuencia de estas medidas, los niveles de inflación converjan a sus rangos de manera gradual a lo largo de los próximos tres años (Ver Recuadro 2 sobre presiones inflacionarias en las economías emergente).

Cuadro 5

PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA ^{1/}

	2006	2007	2008*		2009*		2010*
			RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
Crecimiento del PBI (En %)							
Argentina	8,5	8,7	6,5	6,8	4,5	4,5	4,4
Brasil	3,8	5,4	4,7	4,8	4,5	4,2	4,2
Chile	4,0	5,0	4,7	4,1	4,9	4,7	4,7
Colombia	6,8	7,0	5,5	5,3	5,0	4,9	4,9
México	4,8	3,3	2,9	2,6	3,7	3,1	3,8
Venezuela	10,3	8,4	4,7	5,6	3,3	3,6	3,4
Inflación (Dic/Dic)							
Argentina	9,8	8,5	10,8	9,5	10,5	10,2	9,3
Brasil	3,1	4,4	4,4	5,1	4,2	4,4	4,4
Chile	2,6	7,8	4,3	4,7	3,3	3,5	3,2
Colombia	4,5	5,7	4,5	5,0	4,1	4,5	4,1
México	4,1	3,8	3,9	4,2	3,5	3,5	3,4
Venezuela	17,0	22,5	21,1	27,0	20,5	27,6	26,1

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

* Proyección.

Evolución de los mercados financieros

8. Desde fines del año 2007, los mercados financieros han registrado una elevada volatilidad producto del deterioro de las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios desarrollados (por la crisis del mercado hipotecario *subprime* y el riesgo de que sus efectos se propaguen a otros sectores de la economía de Estados Unidos y a otras economías). Los inversionistas adoptaron una posición más adversa al riesgo, lo que se tradujo en una caída de las bolsas, un incremento en el precio del oro, una caída del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (*flight-to-quality*) y de otras economías desarrolladas, así como un aumento en el *spread* de los bonos de las economías emergentes y una reversión de las operaciones de *carry trade*².
9. La elevada exposición a títulos financieros vinculados a las hipotecas *subprime* de EUA por parte de bancos en economías desarrolladas generaron significativas pérdidas y problemas de liquidez en los mercados interbancarios. Ante ello, los bancos centrales de las economías desarrolladas tomaron una serie de medidas:

2 *Carry Trade* es la estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja y adquiere activos financieros en otra moneda correspondiente a un país que tenga una tasa de interés alta.

La **FED** redujo la tasa de interés y el *spread* entre la tasa cobrada en la ventana de redescuento y la tasa de política monetaria y estableció un plan de rescate del banco de inversión *Bear Stearns* en marzo por US\$ 30 mil millones. Asimismo, se estableció una serie de mecanismos para inyectar liquidez adicional en el sistema financiero, que incluyó una mayor duración de las inyecciones, mayor diversidad de colaterales aceptados y un mayor número de instituciones elegibles.

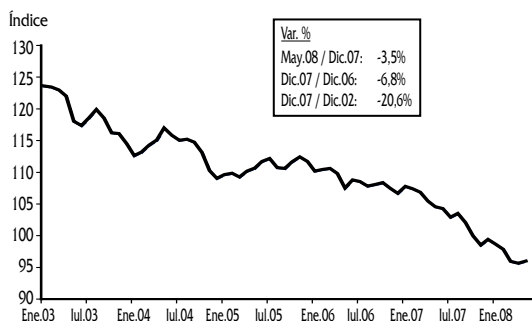
En la **Eurozona**, a partir del 9 de agosto de 2007, el BCE a través de sus operaciones de mercado abierto empezó a inyectar liquidez discrecionalmente por montos mayores a los requeridos en condiciones normales. Posteriormente se estableció un mecanismo adicional (*Long Term Repo Operations*) a través del cual inyectó mayores fondos a 3 y 6 meses.

En **Reino Unido**, el Banco de Inglaterra, en un inicio, evitó responder a los problemas de liquidez sosteniendo que las medidas para proveer liquidez adicional en el sistema bancario generarían problemas de riesgo moral. Sin embargo, ante la corrida bancaria de *Northern Rock* en setiembre de 2007, proveyó de fondos para evitar su quiebra.

Adicionalmente, redujo la tasa de interés en 3 oportunidades (75 pbs.) para enfrentar los riesgos de desaceleración económica. Se ampliaron los montos y colaterales aceptados en sus operaciones repo de largo plazo (3 y 6 meses) y se estableció, en abril último, un nuevo mecanismo (*Special Liquidity Scheme*) a través del cual se intercambian bonos del Tesoro por un amplio número de colaterales aceptados (por £ 50 mil millones iniciales).

Estas medidas contribuyeron a la relativa calma en los mercados interbancarios, lo que se puede notar en la evolución del diferencial de tasas a tres meses entre la tasa *libor* y el rendimiento del bono del Tesoro. Luego de haberse mantenido en niveles elevados desde agosto de 2007, desde abril empezó a reducirse, aunque sin llegar aún a sus niveles previos a la crisis de liquidez.

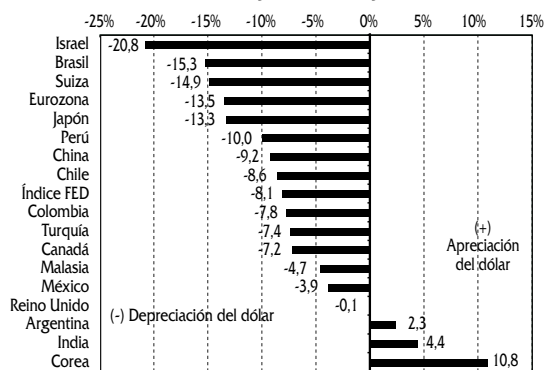
Gráfico 6
EL DÓLAR FRENTE A CANASTA DE PRINCIPALES SOCIOS*



* Índice de tipo de cambio nominal frente a principales socios comerciales (Ene.97=100).

Fuente: Federal Reserve Board.

Gráfico 7
EVOLUCIÓN ACUMULADA DE TIPOS DE CAMBIO CON RESPECTO AL DÓLAR: Mayo 2008/Mayo 2007



Fuente: Bloomberg.

10. Los **mercados bursátiles** registraron significativas caídas entre noviembre de 2007 y marzo de 2008, siendo las economías desarrolladas las más afectadas. A partir de abril, se ha detenido la caída en las bolsas, aunque continúa registrándose cierta volatilidad.

El **dólar** continuó depreciándose en los mercados internacionales. El indicador global del dólar de Estados Unidos con respecto al resto de monedas, medido por la FED, bajó 3 por ciento entre enero y mayo de 2008, acumulando una caída de 24 por ciento desde diciembre de 2002.

11. La depreciación del dólar frente al **euro** se explica en parte por el comportamiento diferenciado en las tasas de interés de política monetaria. Mientras que el BCE mantuvo su tasa, la FED la recortó cuatro veces en el año 2008, con lo cual el diferencial pasó de 25 puntos básicos a favor de Estados Unidos a fines de 2007 a 200 puntos básicos a favor de la Eurozona desde fines de abril de 2008.

La evolución del dólar para los próximos meses estaría influida, entre otros factores, por las respuestas de política monetaria que adopten la FED y el BCE en el actual contexto en que se presenta, en forma simultánea, una desaceleración de la actividad económica y un incremento en las presiones inflacionarias.

El **yen** también se fortaleció en lo que va del año 2008. La mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas produjo una reversión de las operaciones especulativas entre monedas (*carry trade*), que había sido una de las causas de la depreciación del yen en los últimos años.

En lo que va de 2008, la mayoría de monedas de América Latina siguió mostrando una tendencia apreciatoria, evento asociado a la depreciación generalizada del dólar, a los mejores fundamentos de la región y a las operaciones de *carry trade* (en particular por el ciclo de alza de tasas asociado a las mayores presiones inflacionarias en la región).

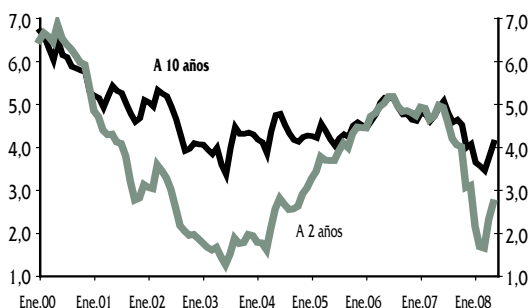
La apreciación de algunas monedas ha ocasionado que los bancos centrales adopten diversos tipos de medidas. En algunos casos se han impuesto medidas sobre los capitales externos (como en Brasil y Colombia) y en otros, se han incrementado las intervenciones cambiarias (como en Chile cuyo banco central ha venido interviniendo luego de un periodo largo de no intervención).

12. El rendimiento de los **bonos del Tesoro de Estados Unidos** acentuó su disminución durante el primer trimestre de 2008 debido a la búsqueda de activos menos riesgosos por parte de los inversionistas (*flight to quality*) dada la turbulencia en los mercados financieros y el mayor riesgo de desaceleración económica mundial.

El rendimiento de los bonos a dos años llegó a ubicarse -a mediados de marzo- en 1,34 por ciento y el de 10 años en 3,31 por ciento, niveles no observados desde mediados de 2003. Sin embargo, a partir de abril, dicha evolución se ha revertido dada la relativa calma en los mercados financieros y la disminución de los riesgos de una recesión severa en Estados Unidos.

Respecto a la deuda de las economías emergentes, en los primeros meses de 2008, los de deuda soberana, medidas

Gráfico 8
RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO
(En porcentaje)



Fuente: Federal Reserve Board.

por el EMBI+, registraron alzas moderadas asociadas a la crisis del mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos. Sin embargo desde abril los *spreads* se han mantenido estables.

Cuadro 6

SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES*

(En puntos básicos)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Mayo	Variación 2008 - 2007
EMBI+	418	356	245	169	239	243	3
<u>América Latina</u>	<u>521</u>	<u>420</u>	<u>283</u>	<u>186</u>	<u>268</u>	<u>258</u>	<u>-10</u>
Brasil	463	382	311	192	221	181	-40
Colombia	431	332	238	161	195	156	-39
México	199	166	126	98	149	136	-13
Argentina	5 632	4 703	504	216	410	535	125
Perú	312	220	206	118	178	150	-28
CDS (Credit Default Swap) 5 años							
Brasil	404	305	225	100	103	85	-18
Colombia	441	341	167	114	130	115	-15
México	122	80	63	41	69	76	7
Argentina	n.a.	n.a.	367	203	462	576	114
Perú	292	204	221	91	116	82	-33

* Datos a fin de periodo.
Fuente: Bloomberg y Reuters.

La mayoría de países de la región se vio favorecida por sus mejores fundamentos (mayores activos internacionales, reperfilamiento y reducción de deuda, mejora en la posición fiscal, entre otros) lo cual, a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias.

Así, destacó el incremento, en un nivel, de la calificación de la deuda de Brasil, por parte de Standard and Poor's (S&P) lo que le permitió alcanzar el grado de inversión (BBB-). Con ello, Brasil se suma a Chile, Colombia y México, como las naciones latinoamericanas a las cuales S&P les ha otorgado el grado de inversión.

Asimismo, la agencia calificador Fitch otorgó el grado de inversión a la deuda de Perú al calificarla como BBB- y le dio, adicionalmente, la perspectiva de "estable" en este rating.

RECUADRO 1

¿SON LOS EFECTOS DE LOS CHOQUES DE PETRÓLEO EN ESTA DÉCADA DIFERENTES A LOS DE LA DÉCADA DEL SETENTA?

En los últimos 50 años se han observado cuatro eventos en los que el precio de petróleo ha subido más de 50 por ciento por más de tres trimestres. El primero, en 1973-1974, estuvo asociado al embargo de petróleo de los países árabes luego de la guerra árabe-israelí. El segundo, en 1979-1980, fue generado por la reducción en la producción de petróleo por la revolución iraní. El siguiente, en 1999-2000, estuvo vinculado a la reducción de cuotas de producción de los países productores de petróleo. Finalmente, el último choque de petróleo empezó en 2002-2003 con la huelga de la compañía Petróleos de Venezuela (PDVSA) y la guerra de Irak, y se mantiene hasta ahora impulsado por el crecimiento en la demanda de países como China e India.

Los cuatro eventos han sido similares en magnitud pero han tenido diferente duración. En todos, el precio del petróleo aproximadamente se llegó a duplicar, siendo el último choque el de mayor magnitud (el precio del petróleo ha aumentado hasta la fecha más de 150 por ciento) y el de mayor duración (26 trimestres hasta junio de 2008). Sin embargo, existe evidencia para el Perú y el mundo de que los efectos sobre la inflación y el producto han sido diferentes en la presente década respecto a la del setenta. Los dos primeros choques de petróleo estuvieron acompañados de incrementos importantes en la inflación y de reducciones considerables en la producción, fenómeno llamado estanflación. Sin embargo, en la presente década, los choques de petróleo no han generado ni los aumentos en la inflación ni las caídas en la producción registradas en la década del setenta.

Existen cuatro razones que explican estas diferencias. La primera es que los tres primeros choques de petróleo fueron causados por reducciones en la oferta de petróleo, mientras que el último ha sido generado principalmente por mayor demanda agregada mundial, lo cual ha aumentado el precio del petróleo y de otros *commodities*. En países como el Perú, el aumento en la demanda de nuestras exportaciones, así como el mantenimiento del esquema del Fondo de Estabilización de Combustibles, compensa el efecto negativo del choque del petróleo en el producto. Además, como la expansión de las exportaciones genera una apreciación de la moneda, la caída del tipo de cambio contrarresta también el impacto del precio mundial de petróleo.

La segunda razón es que el uso del petróleo ha perdido importancia en la economía. Por ejemplo, en el Perú, el uso de combustibles derivados del petróleo como fuente de energía para la actividad productiva ha pasado de representar 91 por ciento en 1970 a 78 por ciento en 2006³. Asimismo, la participación en el índice de precios al consumidor de servicios de transporte y de combustibles como gasolina y kerosene se redujo de 8,8 y 3,6 por ciento en la canasta de 1970 a 5,6 y 2,6 por ciento en la canasta de 2001, respectivamente⁴.

La tercera razón es que la política fiscal y monetaria se conducen de manera completamente distinta en la presente década respecto a la del 70. La política fiscal en el Perú fue bastante expansiva en los años setenta a través del aumento del gasto asociado a inversión y a subsidios al precio de combustibles y alimentos. En contraste, la política fiscal durante la presente década ha sido relativamente contractiva, asociada al aumento en la recaudación por la mejora de los términos de intercambio y al control de la expansión del gasto público en relación con la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

Por su parte, la política monetaria en los años setenta estuvo basada en un régimen de tipo de cambio fijo, con varios episodios de devaluaciones, y el crecimiento de la oferta monetaria estuvo asociado al crecimiento del crédito de la banca de fomento. Mientras que, en la presente década la política monetaria se realiza en forma independiente a las necesidades de financiamiento del sector público. Además, se hace explícito el objetivo de la autoridad monetaria en controlar la inflación, lo cual se enfatiza en la comunicación del BCRP. La política fiscal menos procíclica, conjuntamente con la independencia de la política monetaria y el control de las expectativas, han coadyuvado a controlar la inflación en la presente década.

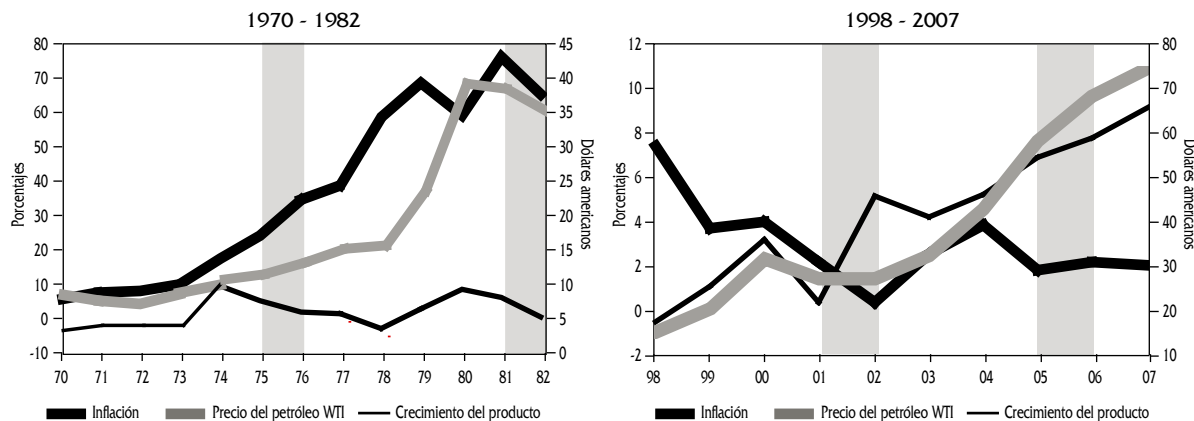
La cuarta razón es que los fundamentos de la economía peruana son mucho más sólidos en los años dos mil, lo cual reduce la vulnerabilidad a las crisis de balanza de pagos. La acumulación de reservas internacionales permite que, en la presente década, se tengan cubiertas las importaciones de más de un año, mientras que en los años setenta sólo se cubrían alrededor de 2 ó 3 meses. Asimismo, la carga por servicio de deuda externa es mucho menor a la de la década del setenta, lo cual disminuye también la vulnerabilidad. Además, el régimen de tipo de cambio flexible en los años dos mil permite absorber con un menor costo los efectos de choques de petróleo que el régimen de tipo de cambio fijo en los años setenta.

3 Fuente: Ministerio de Energía y Minas, Balance Nacional de Energía 2006.

4 Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

Sin embargo, es recién a partir de 2007 que se ven los efectos del último choque de petróleo en la inflación del Perú y del mundo, los cuales están relacionados al aumento mundial de los precios de alimentos. La mayor demanda mundial por el crecimiento de China ha generado también que los precios de alimentos aumenten. Además, dada la magnitud y la duración del último choque de petróleo, se ha acelerado la búsqueda de sustitutos de fuentes de energía basados en recursos naturales renovables (biocombustibles), lo cual ha llevado también al alza de los alimentos. Esto afecta más a economías emergentes como la peruana, en las cuales los alimentos tienen un mayor peso en la canasta de consumo.

PERÚ: CRECIMIENTO E INFLACIÓN*
(En porcentajes)



* El área sombreada corresponde a dos años después de iniciado el choque del petróleo.

RECUADRO 2

PRESIONES INFLACIONARIAS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

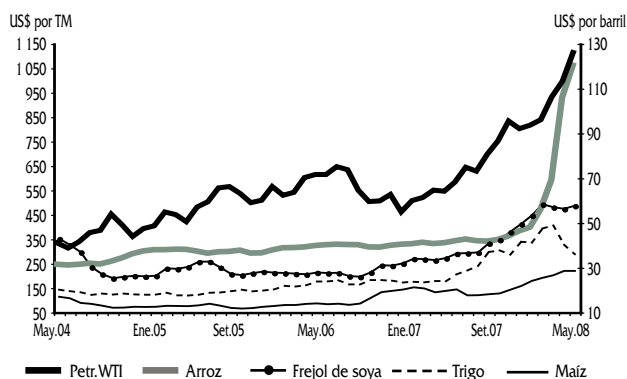
Mayores precios de energía y alimentos

La creciente demanda, el incremento moderado de la oferta en un contexto de tensiones geopolíticas y bajos inventarios mundiales, han determinado un récord histórico en el precio del petróleo de US\$ 138,5 el barril el 6 de junio.

Asimismo, las preocupaciones medioambientales y de seguridad energética han generado una creciente demanda por biocombustibles, lo que ha presionado el precio de sus insumos (maíz, soya y otros granos) y de su cadena productiva (lácteos, carnes, etc). A este factor se suma el mayor consumo de China e India, las alteraciones climáticas en las principales zonas productoras, la depreciación del dólar y el contexto de bajos inventarios.

Por otro lado, las restricciones comerciales de las principales economías exportadoras y las mayores posiciones especulativas de los fondos han exacerbado la volatilidad de los precios. Así, el precio del trigo se ha elevado en 63 por ciento en los últimos dos años, el del grano de soya en 128 por ciento, el de aceite de soya en 135 por ciento, el del maíz en 153 por ciento y el de arroz en 233 por ciento.

COTIZACIONES
Alimentos y petróleo



Presiones inflacionarias: fenómeno generalizado

Los mayores precios de energía y alimentos vienen provocando presiones inflacionarias alrededor del mundo. Este fenómeno es generalizado y se ha presentado en países emergentes con sanas políticas macroeconómicas (Chile). Incluso economías avanzadas con alta reputación de su Banco Central (Inglaterra) y países con historial de deflación (Japón) enfrentan similares presiones.

Asimismo, estas presiones vienen siendo crecientes, lo que se constata en la aceleración del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y del IPC alimentos en la mayoría de países, tanto desarrollados como emergentes.

En las economías emergentes, con excepción de Argentina, la inflación de alimentos ha sido mayor que la inflación total.

INFLACIÓN TOTAL Y DE ALIMENTOS POR PAÍSES (Var. % anual)

	2006 (Dic.)		2007 (Dic.)		2008 (May.)	
	Total	Alimentos	Total	Alimentos	Total	Alimentos
Venezuela	17,0	26,1	22,5	30,9	31,4	47,3
Turquía	9,7	11,2	8,4	12,0	10,7	16,2
Ecuador	2,9	4,5	3,3	5,7	9,3	20,1
Argentina	9,8	10,5	8,5	8,6	9,1	7,8
Chile	2,6	1,3	7,8	15,2	8,9	19,4
China	2,8	6,3	6,5	16,7	7,7	19,9
Tailandia	3,5	6,0	3,2	2,8	7,6	11,8
Singapur	0,8	1,8	4,4	5,5	7,5*	8,6*
Uruguay	6,4	9,1	8,5	18,1	7,2	14,4
Colombia	4,5	5,7	5,7	8,5	6,4	9,7
India	6,9	9,2	5,1	6,2	6,0**	7,8**
Brasil	3,1	1,2	4,5	10,8	5,6	14,6
Perú	1,1	1,7	3,9	6,1	5,4	9,2
México	4,1	6,3	3,8	6,0	5,0	8,7

* A abril.

** A marzo, la información no está disponible por cambio metodológico.

Fuente: Bloomberg.

País	Alimentos Peso en IPC (%)	País	Alimentos Peso en IPC (%)
Filipinas	48,9	Uruguay	28,5
Perú	47,5	Chile	27,2
India	46,2	Hong Kong	26,9
Rusia	42,7	Taiwan	26,1
Kasajistán	41,7	Ecuador	25,1
Rumania	40,7	Singapur	23,4
Pakistan	40,3	Sudáfrica	23,0
Indonesia	38,0	México	22,7
Tailandia	36,1	Argentina	22,0
China	33,6	Brasil	21,0
Argentina	31,3	República Checa	19,8
Venezuela	29,6	Hungría	18,8
Colombia	29,5	Eslovaquia	17,3
Brasil	29,3	Israel	17,3
Turquía	28,6	Corea del Sur	14,0

Fuente: Deutsche Bank.

Metas de inflación y decisiones de política monetaria en las economías emergentes

Otra forma de contrastar este fenómeno es evaluar la performance de la inflación de los países con esquemas de metas explícitas de inflación (16 países). Para ello, se compara la evolución del IPC de los últimos 24 meses a abril, cuando se registra la mayor presión de precios por alimentos, respecto a los 24 meses previos (hasta mediados de 2006), cuando la variación de dichos precios no fue significativa.

Se observa que, en el **periodo mayo 2004 - abril 2006**, se registraron desvíos de la meta de 49 por ciento; con una composición mayor del desvío por encima (33 por ciento) que el de por debajo (16 por ciento) de la meta. Asimismo, el número de países que registraron inflaciones por encima (9 países) es mayor al que registraron inflaciones por debajo de la meta (6 países). Perú estuvo debajo de su rango meta 29 por ciento de los meses y por encima, 25 por ciento.

En el **periodo mayo 2006 - abril 2008**, con mayor presión de precios de petróleo y alimentos, se registra que en promedio los desvíos de la inflación por encima de la meta aumentaron de 33 a 45 por ciento y los desvíos por debajo de la meta, disminuyeron de 16 a 12 por ciento. En término de número de países, 10 de los 16 con metas de inflación registran desvíos por encima de su meta (versus 9 del periodo previo); y un menor número registró desvíos por debajo (2 versus 6 del periodo previo).

Cabe resaltar que países que no habían registrado inflaciones por encima de su meta (Sudáfrica y República Checa) recientemente registran varios de estos episodios. De manera similar, Perú en este periodo, registra un porcentaje mayor de meses por encima que por debajo del rango meta (29 versus 25 por ciento), aunque -como se observa en el cuadro adjunto- este porcentaje es menor al de la mayoría de economías emergentes con metas de inflación.

SALIDA DE LA BANDA DE LA META INFLACIÓN (%) Y POLÍTICA MONETARIA 1/
(2004/05-2006/04)

	Meta = IPC	Sobre	Debajo	Total	Var. Pbs. tasa de política
Sudáfrica	Total	0	0	0	-100
Rep. Checa	Total	0	33	33	0
Colombia	Total	8	0	8	-50
Israel	Total	13	54	67	115
Chile	Total	17	25	42	325
Brasil	Total	25	0	25	-25
Perú	Total	25	29	54	175
Rep. Eslovaca ^{2/}	Total	25	50	75	50
Hungría	Total	33	8	42	-600
Polonia	Total	38	33	71	-125
Islandia	Total	46	0	46	504
México ^{2/}	Total	63	0	63	-250
Rumania	Total	78	0	78	-1 275
Indonesia ^{2/}	Total	80	0	80	0
Filipinas	Total	96	0	96	75
Promedio		33	16	49	
Turquía	Total	38	63	100	-875

SALIDA DE LA BANDA DE LA META INFLACIÓN (%) Y POLÍTICA MONETARIA 1/
(2006/05-2008/04)

	Meta = IPC	Sobre	Debajo	Total	Var. Pbs. tasa de política
Brasil	Total	0	0	0	-400
Rep. Checa	Total	25	25	50	175
Polonia	Total	25	25	50	175
Perú	Total	29	25	54	100
Israel	Total	29	42	71	-200
Chile	Total	38	0	38	125
Indonesia	Total	38	13	50	-475
Filipinas	Total	38	50	88	-250
México	Total	42	0	42	50
Rumania	Total	50	0	50	50
Sudáfrica	Total	54	0	54	450
Colombia	Total	67	4	71	350
Rep. Eslovaca	Total	71	n.a.	71	75
Hungría	Total	83	0	83	225
Islandia	Total	92	0	92	530
Promedio		45	12	58	
Turquía	Total	100	0	100	200

Memo: El promedio no incluye Turquía (meta puntual).

1/ Se ha considerado la primera data disponible del período para aquellos países que inician su esquema de metas de inflación después de abril de 2004.

2/ Se ha considerado las variaciones de tasas desde el año en que se disponen los datos.

Ante el mayor crecimiento de los precios, un mayor número de países optó por el retiro del estímulo monetario, mediante la pausa de sus reducciones de tasas o elevando las mismas con el fin de anclar las expectativas inflacionarias. Algunos países también han impuesto medidas complementarias: elevación de encajes, medidas comerciales (reducción de aranceles, limitaciones a la exportación para favorecer la mayor oferta interna) y fiscales (fondos de estabilización y reducción de impuestos). Asimismo, la apreciación de las monedas en muchos países contribuyó a reducir las presiones inflacionarias.

Los distintos bancos centrales esperan que estas presiones inflacionarias sean temporales; y en la mayoría de los casos pronostican que la inflación no convergerá aún a la meta en el año 2008. La mayoría de países estima que la inflación convergerá a su rango meta en 2009.

II. Actividad Económica

En el primer trimestre la actividad económica creció 9,3 por ciento, con un importante dinamismo de la demanda interna, en especial del consumo privado y la inversión del sector público y privado. Durante este trimestre, los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios, así como las cifras del empleo formal continuaron siendo favorables.

Dado este mayor dinamismo económico observado, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2008 de 7,0 a 8,0 por ciento. La proyección continúa considerando una desaceleración en los siguientes trimestres, tomando en cuenta un menor ritmo de expansión de la economía mundial (principalmente Estados Unidos) y el ajuste de las condiciones monetarias, como consecuencia de las medidas adoptadas por el Banco Central con la finalidad de moderar la expansión de la demanda interna.

Se mantienen las previsiones de un menor crecimiento en 2009 (6,5 por ciento), en línea con los menores términos de intercambio y la moderación prevista desde el segundo semestre de 2008. Para 2010 se espera una tasa de crecimiento ligeramente mayor, de 7,0 por ciento, asociada al impulso generado por el inicio de las exportaciones de líquidos del gas de Camisea.

Estas proyecciones son compatibles con un balance adecuado de crecimiento de oferta y demanda agregada que permitiría el retorno gradual de la inflación al nivel meta y mantener altas tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo. En la medida en que se eleve aún más el PBI potencial respecto a lo estimado en este escenario base (por mayor inversión o mejoras en productividad y competitividad), la economía podría mantener tasas de crecimiento mayores aún sin presiones inflacionarias.

13. La mayor expansión del **producto bruto interno** prevista para este año es consistente con un crecimiento de la **demanda interna** de 9,8 por ciento, tasa mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de enero (8,2 por ciento), pero menor a la registrada el año previo (11,6 por ciento). Este comportamiento refleja la evolución del consumo privado, cuyo crecimiento ha sido revisado al alza considerando el dinamismo que viene registrando (8,3 por ciento en 2007 y 8,4 por ciento en el primer trimestre de 2008).

Gráfico 9
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

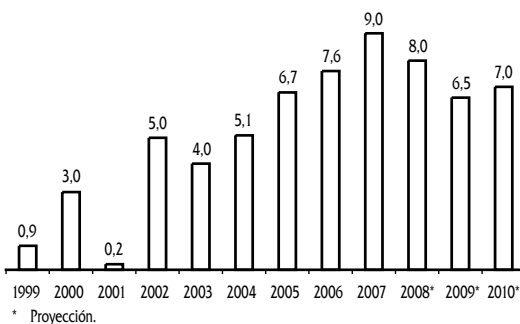
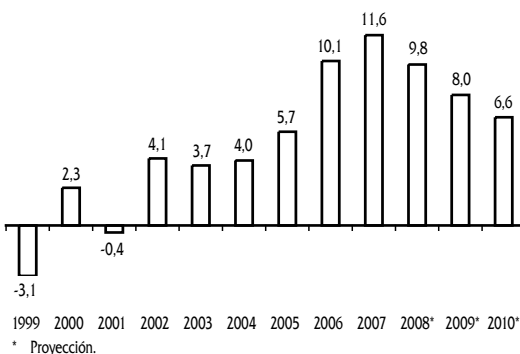


Gráfico 10
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)



Cuadro 7

DEMANDA INTERNA Y PBI
 (Variaciones porcentuales reales)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
1. Demanda interna	11,4	11,6	10,8	8,2	9,8	7,2	8,0	6,6
a. Consumo privado	8,3	8,3	8,4	5,8	6,6	5,3	5,5	5,5
b. Consumo público	3,7	4,8	6,4	5,0	4,7	5,4	2,6	3,2
c. Inversión privada	19,2	23,2	18,6	20,0	20,4	12,1	14,5	11,5
d. Inversión pública	-3,1	19,7	76,4	33,0	42,9	16,6	23,9	17,6
2. Exportaciones	2,5	5,4	13,0	8,2	6,2	8,5	8,4	11,4
3. Importaciones	15,6	18,8	20,0	13,5	15,4	12,4	14,8	9,2
4. Producto Bruto Interno	8,8	9,0	9,3	7,0	8,0	6,3	6,5	7,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

14. Después de crecer 10 por ciento en 2007, se prevé que el ingreso nacional disponible registre tasas menores en los próximos años debido a los menores términos de intercambio de comercio exterior. El ingreso nacional disponible es un mejor indicador que el PBI respecto a las transacciones que generan ingresos para el país e influye en el crecimiento del gasto privado y público.

El ahorro interno, que representó 24 por ciento del PBI en 2007, mantendría esta participación en 2008 y subiría gradualmente en los siguientes años debido al mayor ahorro privado como consecuencia de un incremento del ingreso nacional disponible mayor al crecimiento del consumo privado.

Cuadro 8

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE

(Variaciones porcentuales reales)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
1. Producto bruto interno	8,8	9,0	9,3	7,0	8,0	6,3	6,5	7,0
2. Producto nacional bruto	9,9	9,5	8,4	8,4	9,4	7,6	7,9	7,2
3. Ingreso nacional bruto	13,0	10,1	8,0	5,7	7,2	7,0	7,0	6,8
4. Ingreso nacional disponible^{1/}	13,0	10,0	7,9	5,4	6,9	7,0	6,9	6,8
<u>Memo:</u>								
5. Absorción ^{2/}	15,8	12,6	9,4	6,6	8,8	7,9	8,3	6,4

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

2/ Mide la capacidad de compra de los residentes peruanos. Se obtiene descontando las exportaciones y agregando las importaciones al ingreso nacional disponible.

Gráfico 11
TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)

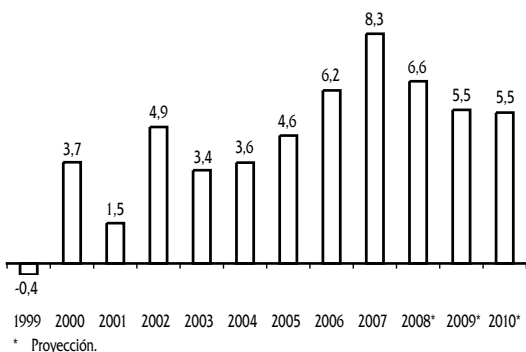
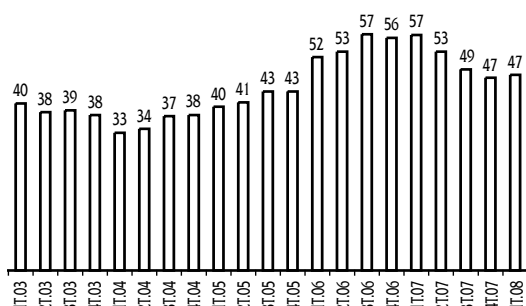


Gráfico 12
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA



Fuente: Apoyo.

Gráfico 13
EMPLEO URBANO EN PRINCIPALES CIUDADES EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES: Ene.-Mar.2008/Ene.-Mar.2007
(Variaciones porcentuales)

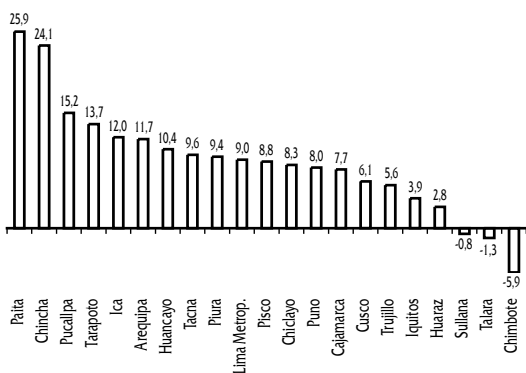
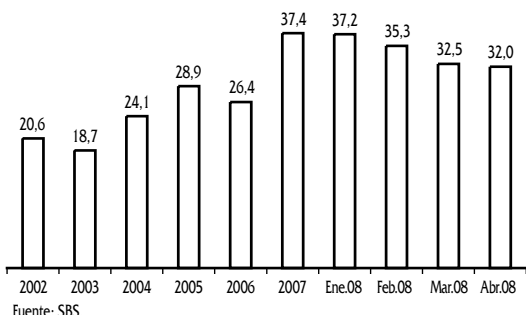


Gráfico 14
CRÉDITO DE CONSUMO DEL SISTEMA FINANCIERO
(Variación porcentual últimos doce meses)



Fuente: SBS.

15. El **consumo privado**, que se aceleró en 2007 con una tasa de 8,3 por ciento, mantiene un dinamismo importante en lo que va de 2008 con un alto crecimiento (8,4 por ciento). Los factores detrás de este aumento del consumo son el incremento del ingreso nacional disponible, el crecimiento del empleo, los altos niveles de confianza de las familias y el acceso al crédito de consumo del sistema financiero.

El empleo continúa creciendo en 2008 de manera descentralizada a tasas elevadas en diversas ciudades del país como Paita, Chinchipe, Pucallpa, Tarapoto, Ica y Arequipa. Por su parte, los niveles de confianza de los consumidores se mantienen elevados, lo cual, sumado a la disponibilidad de créditos, influye positivamente en la compra de bienes de consumo duradero. Esto se refleja, a su vez, en las importaciones de bienes de consumo duradero (que crecieron 42 por ciento en el primer trimestre), y las ventas de vehículos familiares nuevos (cuyo aumento fue de 75 por ciento en el mismo periodo).

16. Las **exportaciones** reales de bienes y servicios aumentarían en 2008 a una tasa mayor que la de 2007, por mayores volúmenes de productos mineros y no tradicionales. La proyección considera tasas crecientes en 2009 y 2010 como consecuencia del mayor acceso a mercados extranjeros a través de acuerdos comerciales, que favorecerían a los productos no tradicionales desde 2009, y del inicio de proyectos mineros y de hidrocarburos que impulsarían las exportaciones tradicionales en 2010.

Por su parte, las importaciones reales de bienes y servicios mantendrían tasas de alrededor de 15 por ciento en 2008 y 2009 debido al impulso de la demanda interna, tanto en consumo como inversión, sobre la importación de bienes de consumo y de bienes de capital, respectivamente. Se prevé una desaceleración de las importaciones en 2010 debido a un menor ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital al terminarse la construcción de algunos proyectos, y a la mayor oferta doméstica de combustibles.

El crecimiento de la inversión, que representa mayores importaciones de bienes de capital durante el periodo de construcción de los proyectos y mayores exportaciones una vez que se inicie la fase operativa de los mismos, es favorecido por el incremento del ingreso nacional disponible observado en los últimos años.

17. La **inversión privada**, por su parte, continúa mostrando un dinamismo similar al de años previos debido a la estabilidad macroeconómica y a las perspectivas optimistas de las empresas de todos los sectores productivos. Se prevé que en 2008 se registre por tercer año consecutivo un incremento superior al 20 por ciento, con lo cual se seguiría expandiendo la capacidad productiva de la economía.

Gráfico 15
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Millones de US\$)

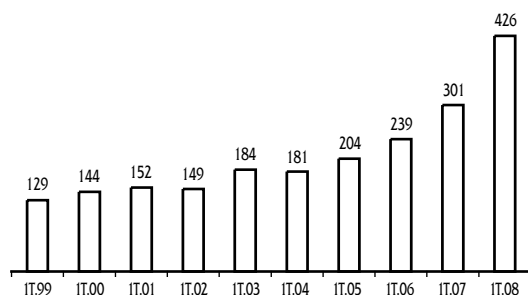
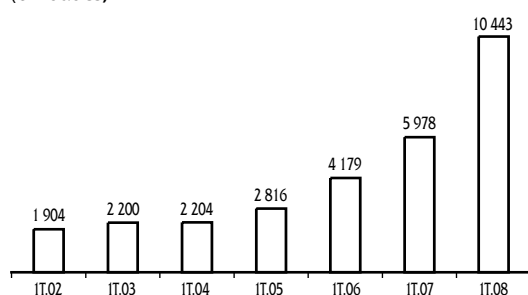
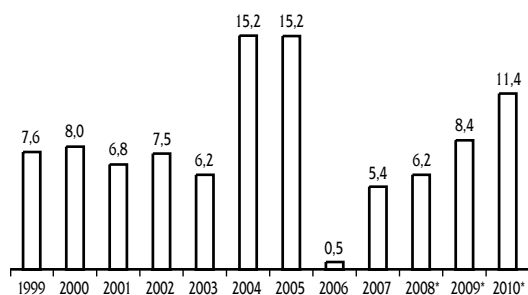


Gráfico 16
VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES NUEVOS
(Unidades)



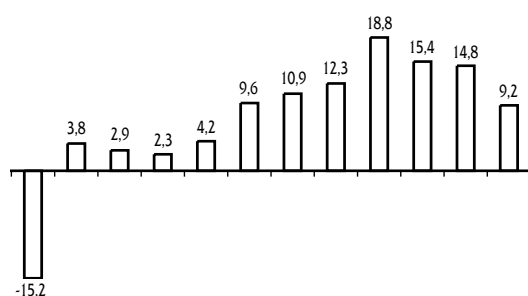
Fuente: Araper.

Gráfico 17
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

Gráfico 18
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

El crecimiento de la inversión se refleja tanto en la mayor construcción de viviendas, edificios y plantas industriales, como en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital a tasas superiores a 30 por ciento desde 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. Entre los proyectos que actualmente se están ejecutando destacan las obras del proyecto para la exportación de gas natural de Peru LNG, el molino de oro de Yanacocha, el proyecto Cerro Corona, así como diversos proyectos en los sectores manufactura, comercio y electricidad. En comunicaciones, las inversiones se concentraron en la ampliación de redes de telefonía fija y móvil, mientras que en agro destacan las inversiones en caña de azúcar.

De acuerdo con la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP de febrero de 2008, la productividad de las empresas creció 4 por ciento en promedio en 2007, destacando el incremento en manufactura y construcción. Las empresas encuestadas refieren que la ganancia de productividad se debe principalmente a la capacitación del personal, renovación de maquinaria, desarrollo logístico y optimización del espacio de planta, entre otras razones. El Recuadro 4 trata el tema de competitividad y crecimiento.

Las expectativas favorables de los empresarios, las mismas que se mantienen optimistas (41 por ciento de los empresarios esperan que la economía mejore en los próximos 3 meses), se reflejan en un creciente número de anuncios de inversión. Los montos anunciados de proyectos importantes, sumados a compromisos de inversión en concesiones, alcanzan alrededor de US\$ 36 mil millones para el período 2008-2010.

Cuadro 9

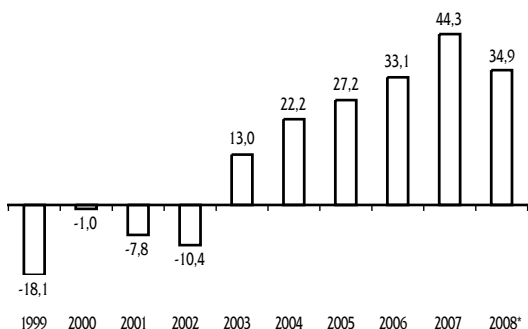
TASA DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS 2007/2006*
(Puntos porcentuales)

	Var. %
Agropecuaria	3,4
Pesca	2,0
Minería e Hidrocarburos	1,7
Manufactura	4,6
Electricidad, agua y gas	3,7
Construcción	4,6
Comercio	4,2
Servicios	4,0
Total	4,0

* Número de empresas encuestadas: 253.

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP, Febrero 2008.

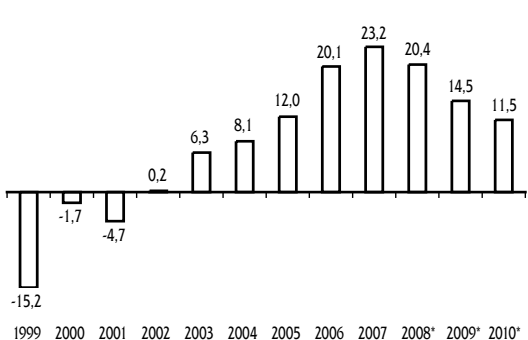
Gráfico 19
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
(Variaciones porcentuales) ^{1/}



1/ No considera materiales de construcción.

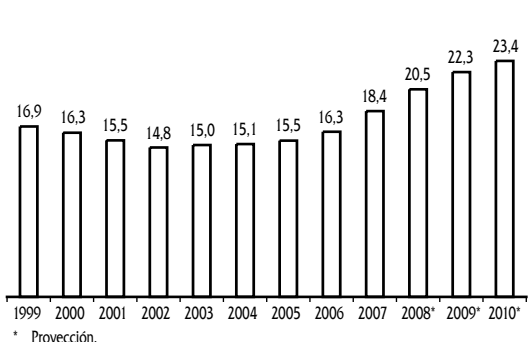
* Enero - marzo.

Gráfico 20
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

Gráfico 21
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Cuadro 10

PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2008-2010
(Millones de US\$)

Sector / Empresa	Proyecto	Monto
MINERÍA		15 157
<i>Del cual:</i> Perú Copper S.A. - Chinalco	Toromocho	2 152
Xstrata	Las Bambas	1 500
Zijin Mining Group	Río Blanco	1 440
Southern Copper Corp.	Los Chancas	1 300
Minera Yanacocha	Minas Conga	1 100
Southern Copper Corp.	Ampliaciones de minas, fundición y refinería	1 000
Southern Copper Corp.	Tía María	750
Shougang Hierro Perú	Ampliación de planta	700
Inca Pacific Resources	Magistral	450
Yanacocha	Tratamiento de materiales no lixiviables	275
Milpo	Ampliación de producción y exploración	150
HIDROCARBUROS		7 825
<i>Del cual:</i> Perú LNG	Camisea II	2 200
Perenco	Lote 67	1 600
Suez Energy Perú	Gassur	1 050
Kuntur Transportadora de Gas	Gasoducto Andino del Sur	1 200
Petrobras - PetroPerú	Planta petroquímica	1 000
BPZ Energy	Producción de petróleo y gas natural en el lote Z-1	500
Maple Gas Corporation Perú	Ampliación de operaciones	250
TELECOMUNICACIONES		1 805
<i>Del cual:</i> Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha	1 000
América Móvil (Claro)	Obras en Telefonía Móvil	560
Por concesionar	Proyecto Wi-max	110
Por concesionar	Banda ancha satelital	45
INDUSTRIA		2 821
<i>Del cual:</i> Votorantim Metais	Expansión de Refinería Cajamarquilla	500
Vale	Fosfatos de Bayóvar	450
Refinería La Pampilla	Modernización de la refinería	350
Aceros Arequipa	Segunda etapa de ampliación de planta	280
SAB Miller	Ampliaciones de planta	250
Camargo-Correa	Construcción planta cementera	200
Eneropex	Proyecto de biocombustibles	143
Cementos Otorongo	Construcción planta cementera	125
Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada	120
INFRAESTRUCTURA		3 316
<i>Del cual:</i> Dubai Ports World Callao	Muelle Sur - Callao	734
Por concesionar	Terminales portuarios marítimos y fluviales	558
Por concesionar	Tren eléctrico	354
Por concesionar	Majes- Siguan II	280
Grupo Romero	Puerto en Ancón	200
Por concesionar	Eje Amazonas Centro	160
Por concesionar	Red Vial N° 4	150
Por concesionar	Aeropuertos Regionales	132
Ferrocarril Central Andino	Ampliación de capacidad de transporte	100
ELECTRICIDAD		2 372
<i>Del cual:</i> Endesa	Varios proyectos, incluyendo ampliación de central Santa Rosa	500
Egechilca	Termoeléctrica Egechilca	500
Por concesionar	Línea de Transmisión Chilca - Planicie - Zapallal	210
El Platanal	Hidroeléctrica El Platanal	180
Isonor Transmisión	Línea de Transmisión Mantaro - Caravelí - Montalvo	146
Egensa	Segunda etapa de hidroeléctrica Machu Picchu	115
Abengoa Perú	Línea de Transmisión Vizcarra - Huallanca - Cajamarca - Carhuaquero	106
Kallpa Generación	Ampliación de Kallpa	90
Enersur	Ampliación de ChilcaUno	80
OTROS SECTORES		2 599
<i>Del cual:</i> Celepsa y Verbio AG	Riego y cultivo de 27 mil hectáreas en Cafete y Chinchá	435
Por concesionar	Planta de Tratamiento La Taboada	304
BCP	Expansión de red	150
Por concesionar	Planta de Tratamiento La Chira	127
Parque Arauco	Complejo Comercial San Isidro y Chorrillos	105
Tottus	24 tiendas en Lima, Trujillo y Chiclayo	100
Grupo Brescia	Hotel de 30 pisos en San Isidro (Westin)	100
Casagrande	Destilería y desarrollo campos de cultivo	66
Blue Marlin (Decameron y Nuevo Mundo)	Proyectos hoteleros en Tumbes y Cusco	65
Corp. Financiera de Inversiones	Cultivos de algodón, maíz, páprika, palta y espárragos	60
Grupo Romero	Proyecto Caña Brava (procesamiento de caña de azúcar)	60
Sodimac - Grupo Falabella	Diversas tiendas	60
Supermercados Peruanos	Expansión comercial	60
C.C. Jockey Plaza	Ampliación de áreas comerciales	55
Corporación Pesquera Inca	Embarcaciones y planta	50
Revolutions Peru	Construcción de complejo hotelero	50
TOTAL		35 895

Fuente: Proinversión y anuncios de inversión.

Gráfico 22
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2008

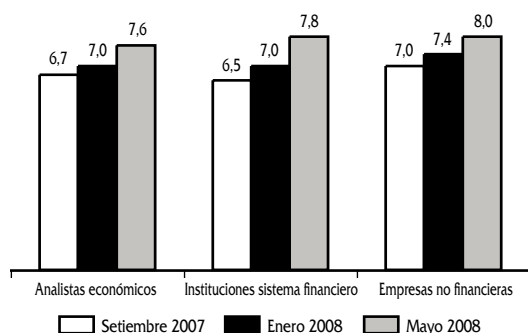


Gráfico 23
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2009

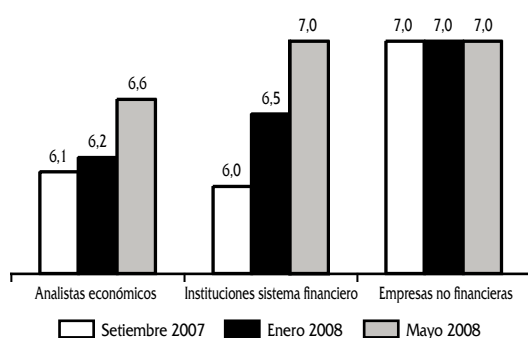


Gráfico 24
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2010

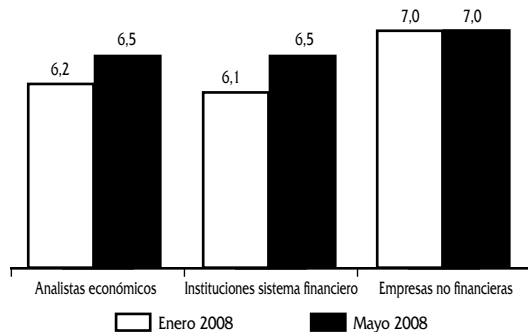
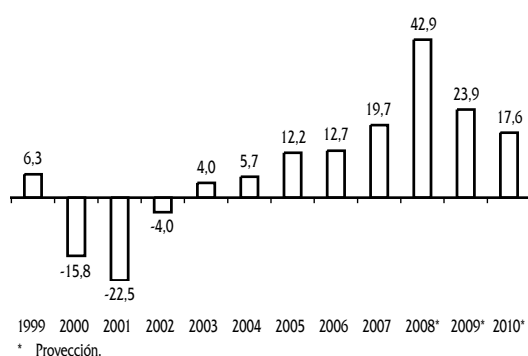


Gráfico 25
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)



El crecimiento sostenido que viene registrando la inversión privada y la previsión para los próximos años se reflejaría en un ratio de inversión privada como porcentaje del PBI mayor a 23 por ciento en 2010, el nivel más alto desde fines de la década de los cincuenta.

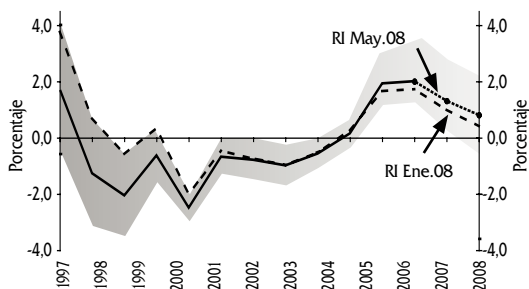
El crecimiento de la inversión privada se da en un contexto en que los agentes económicos han elevado sus expectativas de crecimiento de la economía, considerando la evolución reciente de los indicadores económicos y las perspectivas de implementación de acuerdos comerciales. Para 2008, las empresas no financieras prevén un crecimiento del PBI de 8,0 por ciento, en tanto que las instituciones del sistema financiero esperan 7,8 por ciento de crecimiento. Para 2009, las previsiones oscilan entre 6,6 y 7,0 por ciento, en tanto que para 2010 oscilan entre 6,5 y 7,0 por ciento.

18. Se ha revisado al alza el crecimiento de la inversión pública considerando el mayor ritmo de gasto que se ha observado durante los primeros meses del año, especialmente de los gobiernos locales y regionales y de algunas empresas públicas. En la medida en que estos gastos sean asignados de manera eficiente a proyectos adecuados, la inversión pública contribuirá a la expansión del capital de la economía, complementando el crecimiento de la productividad del sector privado. Se prevé que en 2010 la inversión pública represente 5,5 por ciento del PBI. A ello se suma el programa de Asociación Pública - Privada, que representaría alrededor de 0,1 por ciento del PBI.

19. Se proyecta que el **PBI potencial** continuaría su crecimiento en los próximos años, como consecuencia principalmente del incremento del capital por las mayores inversiones previstas y, en menor medida, por la mayor productividad total de los factores. Esta última sería favorecida por la implementación de acuerdos comerciales y la renovación de tecnologías usadas en el proceso productivo. Como consecuencia, la brecha del producto -definida como la diferencia relativa entre el PBI y el PBI potencial- se reduciría gradualmente durante el horizonte de proyección.

Gran parte del crecimiento económico observado y proyectado está explicado también por el crecimiento del producto potencial de la economía. De ese modo, se espera que el PBI potencial mantenga su crecimiento entre 7,0 y 7,5 por ciento en los próximos años, como consecuencia de las mayores inversiones previstas (18 por ciento de crecimiento promedio los próximos años) que se traducen en una contribución promedio del acervo de capital de 3,4 puntos porcentuales al crecimiento del PBI potencial. Otro factor que contribuye al crecimiento potencial es el aumento de la productividad total de los factores, que se espera contribuya en promedio 2,6 puntos porcentuales en los próximos años, debido a la mayor

Gráfico 26
BRECHA DEL PRODUCTO
(Porcentaje del PBI potencial)



Nota: El área sombreada indica la incertidumbre existente en el cálculo y proyección de la brecha del producto y considera una desviación estándar hacia arriba y hacia abajo.

transferencia tecnológica favorecida por la implementación de acuerdos comerciales y la inversión en nuevas tecnologías, especialmente las de información y telecomunicaciones. Para 2008, se estima que la productividad crezca 3,3 por ciento, en línea con el 3,4 por ciento de crecimiento de la productividad esperada en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP a mayo de 2008.

Para este año, los diferentes métodos de estimación de la brecha entre el PBI y el PBI potencial coinciden en que ésta es positiva, pero que se irá cerrando gradualmente como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y de una posición fiscal más neutra en los próximos años. El cierre paulatino de la brecha del producto es consistente con un crecimiento económico sostenido e igual al potencial y con la atenuación de presiones inflacionarias latentes que surgen a partir del ciclo económico expansivo.

Gráfico 27
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)

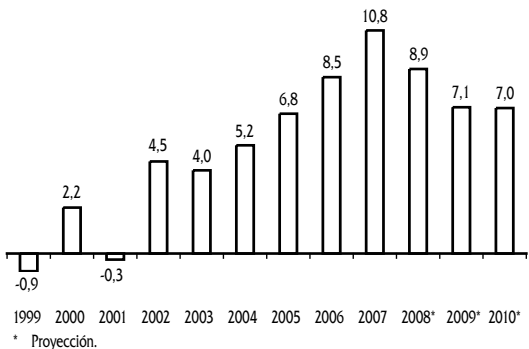
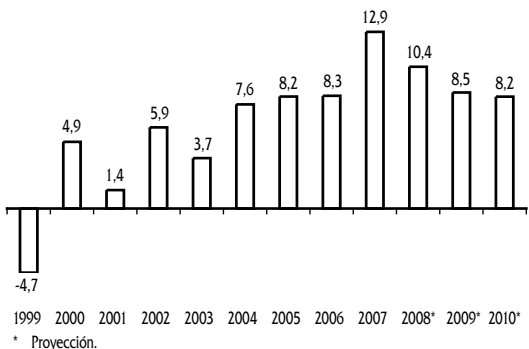


Gráfico 28
TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA
(Variaciones porcentuales reales)



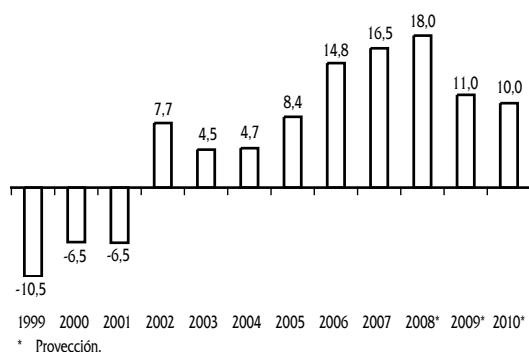
Producción sectorial

20. Los **sectores no primarios** reflejaron el importante impulso de la demanda interna en el primer trimestre. Destaca dentro de este grupo la construcción, dada la mejora en los ingresos ante los mayores niveles de empleo a nivel nacional, la evolución del crédito hipotecario, que incentivó la edificación de viviendas, y la mayor inversión en empresas industriales y comerciales. Asimismo, la manufactura no primaria fue impulsada por el mayor gasto en consumo de alimentos y bebidas y la demanda de insumos para construcción como cemento, ladrillos, accesorios plásticos y suministros eléctricos.

Para los sectores no primarios se proyecta una desaceleración a partir del año 2008, dado el escenario de moderación del alto crecimiento de la demanda interna y un escenario internacional menos favorable. No obstante, estos efectos serían atenuados por la entrada en vigencia del Acuerdo de Promoción Comercial Perú - Estados Unidos y de acuerdos comerciales con otros países, que impulsarían nuestras exportaciones no tradicionales.

El sector de mayor crecimiento seguiría siendo la construcción, al considerarse las previsiones de inversión en tecnología e incremento de la capacidad instalada de las plantas cementeras locales. Esto permitiría además abastecer la demanda por construcción de centros comerciales, hoteles y proyectos habitacionales y energéticos comprometidos hasta 2011 en Lima, Trujillo, Huancayo, Ica y Arequipa. Acompañaría a este dinamismo el sector comercio, dadas las perspectivas de mayor acceso y apertura de nuevos locales en las principales ciudades del país.

Gráfico 29
TASA DE CRECIMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

Por su parte, en la manufactura no primaria destaca el dinamismo de alimentos y bebidas por mayor demanda. También se prevé que continuará el crecimiento de la elaboración de productos químicos y de minerales no metálicos, como vidrio y cemento, además de otros materiales para la construcción.

Cuadro 11

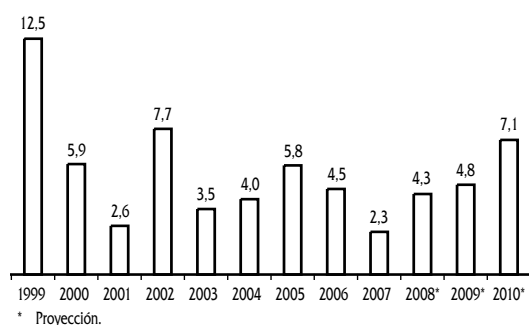
PRODUCTO BRUTO INTERNO
(Variaciones porcentuales reales)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
Agropecuario	8,3	3,1	2,2	3,9	2,8	3,8	4,5	4,5
Agrícola	7,2	2,1	2,2	4,0	2,4	4,0	5,0	5,0
Pecuario	9,9	4,7	2,3	3,9	3,5	3,6	3,6	3,6
Pesca	16,7	6,9	0,0	3,5	1,5	5,0	5,0	5,0
Minería e hidrocarburos	-1,6	2,1	6,2	5,2	5,2	4,2	5,1	12,1
Minería metálica	-2,7	1,7	6,6	5,1	5,1	4,1	4,8	3,5
Hidrocarburos	10,6	6,5	2,0	6,3	6,0	5,5	8,2	94,5
Manufactura	9,2	10,6	10,1	8,5	9,7	7,4	7,8	7,6
Procesadores de recursos primarios	-1,1	-0,5	12,3	4,1	6,8	4,7	4,8	4,7
Manufactura no primaria	11,2	12,9	9,7	9,5	10,4	8,0	8,5	8,2
Electricidad y agua	8,1	8,4	9,2	7,0	7,4	5,5	5,6	6,0
Construcción	8,9	16,5	18,7	13,0	18,0	11,0	11,0	10,0
Comercio	13,0	10,5	10,6	7,4	8,2	6,6	6,8	6,8
Otros servicios	9,0	9,3	9,0	6,6	7,5	6,1	6,1	6,3
Producto Bruto Interno	8,8	9,0	9,3	7,0	8,0	6,3	6,5	7,0
Primario	3,3	2,3	5,2	4,4	4,3	4,2	4,8	7,1
No Primario	10,2	10,8	10,1	7,8	8,9	6,9	7,1	7,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 30
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

21. En el primer trimestre, los **sectores primarios** registraron un crecimiento 5,2 por ciento, gracias al mayor dinamismo de la minería, principalmente por la entrada en operación del Proyecto de Ampliación de la mina de cobre Cerro Verde. Influyeron también en este resultado la mayor extracción de zinc en los yacimientos Cerro Lindo y Antamina y la mayor explotación de oro por parte de Yanacocha.

Dichos efectos fueron contrarrestados por una desaceleración en el sector agropecuario, cuyo mayor aporte provino de los productos destinados a la industria y la exportación. En el sector pesca, el menor número de días efectivos de captura de anchoveta atenuado por la mayor producción para consumo humano implicó que la actividad del primer trimestre mantuviera similares niveles a los del año anterior.

Para los siguientes años se prevé un escenario con condiciones climáticas normales, así como el inicio de producción de proyectos mineros y de hidrocarburos. En el sector agropecuario, las mayores siembras serían complementadas con mejores rendimientos como resultado de mayores inversiones e incorporación de tecnologías modernas en el proceso productivo.

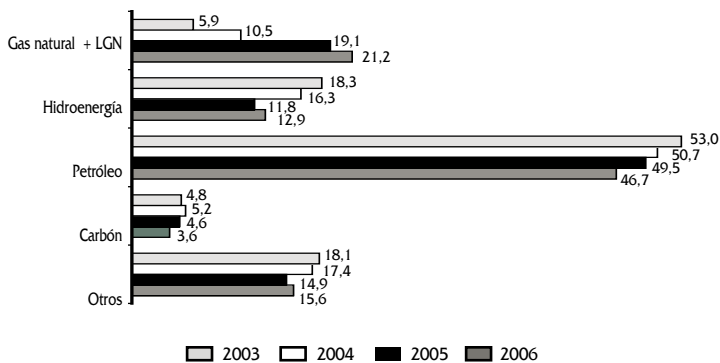
El crecimiento del sector pesca supone condiciones climáticas normales, y considera los límites a la extracción de anchoveta. La mayor eficiencia derivada de fusiones y adquisiciones, así como las nuevas inversiones incidirían en el crecimiento del sector para los próximos años. En minería se considera la operación a plena capacidad de la planta ampliada de cobre de Cerro Verde y el ingreso de Cerro Corona a la actividad aurífera en 2008, así como un nivel estable de producción de oro que incluye el impacto del proyecto de óxidos de Yanacocha.

Para 2010 se espera el inicio de operaciones de los proyectos de cobre Tía María (con una producción de 120 mil toneladas por año) y la ampliación de Toquepala y Cuajone (150 mil toneladas anuales) por Southern, y Cañariaco de Candente Resources. Asimismo, se considera el proyecto de exportación de líquidos de gas natural del Lote 56 (Pagoreni) de Camisea II (que implica 625 millones de pies cúbicos diarios), y la operación comercial de petróleo crudo en el Lote 67 de Perenco.

**RECUADRO 3
EL AHORRO POR EL USO DEL GAS NATURAL**

El objetivo del cambio de la matriz energética es reducir la dependencia del petróleo y aumentar la participación del gas natural en la oferta primaria de energía hasta un tercio del total. Con ello, la matriz energética se volverá más diversificada y confiable, menos contaminante y más económica. Este objetivo se justifica por el nivel de reservas de gas natural existentes a la fecha, las perspectivas de nuevos hallazgos y por la evolución que viene mostrando el precio del petróleo.

ESTRUCTURA DE LA OFERTA DE ENERGÍA PRIMARIA 2003-2006
(Estructura porcentual por año)



Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

Desde el inicio de las operaciones de Camisea en junio de 2004, la oferta de energía primaria provista por el gas natural y los líquidos del gas natural ha experimentado un importante crecimiento, aumentando su participación de 5,9 por ciento en 2003 a 21,2 por ciento en 2006.

En 2007 el consumo de gas natural ascendió a 94 485 millones de pies cúbicos, los que fueron consumidos principalmente por clientes en el sector eléctrico (60 por ciento) y en el sector industrial (29 por ciento). En ausencia de la disponibilidad del gas natural, los consumidores habrían tenido que usar

fuentes alternativas de energía, principalmente derivados del petróleo, cuyo costo, aún sin considerar impuestos, es sustancialmente mayor.

En este sentido, los consumidores de gas natural han obtenido un ahorro en 2007 estimado de US\$ 933 millones (equivalente a 0,9 por ciento del PBI). En línea con los consumos registrados, los principales beneficiarios de este ahorro fueron las empresas generadoras de electricidad y las empresas industriales, con una participación de 52 y 37 por ciento del ahorro total, respectivamente. Este ahorro se traduce en menores costos para los productores nacionales (menores costos de combustible, y adicionalmente, menores tarifas eléctricas y costos de transporte), mejorándose con ello la competitividad de nuestra economía.

AHORRO POR CONSUMO DE GAS NATURAL 2007

	Consumo de gas (MM pies ³)	Consumo de gas (mill. US\$) A	Consumo combustible alternativo (mill. US\$) B	Ahorro (mill. US\$) (B - A)
Lima	69 508	220	951	731
Generadores eléctricos	40 680	90	442	352
Consumidor industrial	26 922	110	449	339
Gas natural vehicular	1 850	19	58	39
Hogares	56	0	1	1
Resto	24 977	72	274	201
Generadores eléctricos	15 801	35	172	137
Operaciones petroleras	6 847	28	75	47
Refinación	1 992	8	22	14
Uso doméstico	2	0	0	0
Industrial	334	1	5	4
Total	94 485	292	1 225	933

Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

Adicionalmente, en 2007 el Estado obtuvo ingresos por concepto de regalías de gas natural ascendentes a US\$ 349 millones (0,3 por ciento del PBI), de los cuales el 95 por ciento corresponde a Camisea. En cuanto al destino, el 50 por ciento de estas regalías son transferidas a los gobiernos regionales y municipales (25 por ciento cada uno), 19 por ciento al Fondo de Defensa, 14 por ciento para el Fondo de Desarrollo Socioeconómico de Camisea (FOCAM), 3 por ciento para Perupetro, Osinergmin y el Ministerio de Energía y Minas y el resto se transfiere al Tesoro Público.

A la par del aumento de la participación del gas natural como fuente energética, se registra una disminución absoluta y relativa de la participación de la energía de origen hídrico.

Para que el cambio de la matriz energética tenga un impacto significativo adicional sobre los costos de producción privados y sociales es necesario incentivar la generación hidroenergética, por las siguientes razones: i) otorgaría mayor estabilidad a las tarifas eléctricas en el largo plazo y ii) este tipo de generación cuenta con ventajas de orden ambiental.

RECUADRO 4

COMPETITIVIDAD Y CRECIMIENTO

Desde el punto de vista tecnológico y asumiendo un uso eficiente de los recursos, el crecimiento económico está determinado por la acumulación de factores de producción, por las ganancias de productividad o por una combinación de ambos. La evidencia indica que los episodios de crecimiento explicados por acumulación de factores son relativamente cortos (debido a rendimientos decrecientes, imperfecta movilidad de factores y límites de la dotación de recursos) y que, en el largo plazo, las naciones crecen en función a las ganancias de productividad.

De acuerdo con Young (1994)⁵, el patrón de crecimiento con base en acumulación de factores es típico de economías en desarrollo. Por el contrario, las ganancias de productividad sostienen el crecimiento de largo plazo de las economías desarrolladas.

⁵ Reporte de Competitividad Global 2007-08, World Economic Forum (2007).

En esta línea, el patrón de crecimiento basado en acumulación de factores genera dos potenciales riesgos:

- i) Está altamente expuesto a fluctuaciones cíclicas y por ello, es más volátil que el crecimiento asociado a ganancias de productividad.
- ii) Conduce a reducciones del rendimiento de los factores y por tanto, a menores tasas de crecimiento en el largo plazo.

Dados estos riesgos, las perspectivas de un crecimiento sostenible en un horizonte de largo plazo, dependen del crecimiento de la productividad de la economía. En este sentido, conviene preguntarse cuáles son los factores que determinan la productividad. El *World Economic Forum* (WEF) ha asociado la productividad a la competitividad de los países, al definir esta última como *el conjunto de factores, políticas e instituciones que determinan el nivel de productividad de un país y por tanto el nivel de prosperidad que puede alcanzar*⁶.

CRECIMIENTO ECONÓMICO, PRODUCTIVIDAD Y COMPETITIVIDAD



Medición a través de los índices de **competitividad**

En este sentido, cuando los países son más competitivos, mayor es su capacidad de crecer en el largo plazo. Dado que el grado de competitividad de un país es indicador indirecto del nivel de productividad relativo al de otros países, naciones más competitivas pueden mantener tasas de crecimiento de la productividad más elevadas en el largo plazo y por tanto alcanzar mayores niveles de ingreso. En el caso del Perú, las mediciones internacionales de competitividad más importantes (el *Global Competitiveness Index -GCI-* del WEF y el ranking *Doing Business* del Banco Mundial) lo ubican en una posición rezagada con respecto a economías líderes de la región tales como Puerto Rico, Chile y México. Sin embargo, el ranking de competitividad mundial de la escuela de negocios suiza IMD⁷ califica al Perú como líder regional, sólo detrás de Chile.

RANKINGS DE COMPETITIVIDAD

	Índice de Competitividad Global	Doing Business	Índice de Competitividad Mundial
Institución	World Economic Forum	Banco Mundial	IMD
Año	2007/2008	2008	2008
Perú: Posición global	86 de 131 países	58 de 178 países	35 de 55 países
Perú: Posición regional*	13 de 20 países	7 de 31 países	2 de 7 países

* América Latina y El Caribe.

Según estos tres índices, los determinantes de la competitividad en el Perú registran, en términos generales, resultados mixtos. Las fortalezas competitivas del país se explican por los fundamentos macroeconómicos, mientras que nuestras debilidades son de carácter institucional y de infraestructura, principalmente.

Con respecto a las fortalezas, se destaca la relevancia del crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica como condiciones necesarias para la inversión privada y crecimiento de la productividad. Por ejemplo, el ranking de la escuela suiza IMD nos ubica en la posición 14 en cuanto a desempeño macroeconómico, debido principalmente a: i) la tasa de crecimiento económico, ii) el manejo de la política monetaria y iii) la gestión de las finanzas públicas.

6 Reporte de Competitividad Global 2007-08, World Economic Forum (2007).

7 IMD es la escuela de negocios No. 1 de Europa según la revista Forbes (2007). En 2008, año en que el país es incluido en el ranking de competitividad global del IMD por primera vez, el Perú figura en el puesto 35 entre 55 países y es calificado como la segunda economía de la región en términos de competitividad (sólo superado por Chile).

BALANCE DE COMPETITIVIDAD: PERÚ

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> - Control de la inflación. - Superávit fiscal. - Regulación financiera adecuada. - Acceso al crédito. - Protección al inversionista. - Registro de propiedad. 	<ul style="list-style-type: none"> - Regulación laboral: altos costos de contratación y despido, rigidez laboral y relaciones colectivas. - Educación: calidad del sistema educativo, inversión pública en educación y capacitación. - Salud: incidencia de enfermedades (HIV, malaria, tuberculosis), mortalidad infantil y expectativa de vida. - Infraestructura portuaria, vial y aérea. - Calidad del sistema judicial. - Eficiencia del gasto público. - Innovación y adaptación tecnológica. - Trabas burocráticas: apertura de empresas, obtención de licencias y pago de impuestos. - Establecimiento y protección de los derechos de propiedad.

Fuente: Reporte de Competitividad Global 2007-08 (Foro Económico Mundial) y Doing Business in 2008 (Banco Mundial).

Elaboración: BCRP.

Nota: Las fortalezas (debilidades) consideran aspectos en los cuales Perú figura en el tercio superior (inferior) global.

Relativo a la agenda pendiente, el balance de nuestras debilidades sugiere que las principales restricciones para la competitividad y, así, para el crecimiento de largo plazo del país son⁸:

- i) La baja calidad institucional, asociada a la excesiva e ineficiente regulación (e.g. regulación laboral, administración de justicia, trámites burocráticos) que define imperfectamente los derechos de propiedad, incrementa los costos de transacción y reduce el acceso al mercado y a los factores productivos.
- ii) La pobre calidad de la educación y salud que limitan el potencial de la futura fuerza laboral para complementar el crecimiento así como para adoptar, implementar y generar procesos de innovación tecnológica.
- iii) La baja calidad y extensión de la infraestructura pública (e.g. carreteras, puertos, trenes) que reduce la rentabilidad de la inversión privada y restringe la expansión del comercio.

Considerando estos aspectos, la agenda interna de reformas dirigidas a mejorar la calidad de las instituciones, del capital humano y de la infraestructura debe considerar los siguientes aspectos:

- i) Una reforma laboral que logre un balance entre los principios de eficiencia y equidad, de forma que flexibilice el mercado de trabajo y genere incentivos a la formalización y capacitación del trabajador, sin descuidar la protección de sus derechos tanto de salud como de riesgos de desempleo.
- ii) Una reforma de la administración de justicia que tenga como objetivo un sistema judicial predecible en sus fallos y que facilite la resolución de conflictos de índole económica.
- iii) La continuación del proceso de simplificación administrativa en todos los niveles del gobierno (general, regional y local), que se proponga instaurar una administración pública que facilite la apertura, operación, comercio y cierre de empresas.
- iv) Una reforma de la educación pública, bajo un esquema basado en políticas específicas dirigidas a mejorar la equidad, el recurso humano, los recursos pedagógicos y la infraestructura.
- v) Mayor y más eficiente inversión pública en salud preventiva y curativa.
- vi) La promoción activa y efectiva de procesos de inversión pública en infraestructura mediante el aumento de eficiencia en el gasto de inversión del sector público y la atracción de inversión privada. En particular, las modalidades de asociación público-privada son el mecanismo idóneo para el financiamiento de proyectos de infraestructura, siempre y cuando haya una adecuada asignación de riesgos entre el sector público y el privado.

⁸ La Nota de Estudios 01-2008 del BCR presenta la explicación detallada de cada índice y el análisis de sus resultados para el Perú.

III. Balanza de Pagos

Durante los primeros meses del año los mercados de commodities continuaron mostrando balances de oferta y demanda ajustados, causados tanto por restricciones de oferta (caso del cobre) como por fuertes presiones de demanda, resultado principalmente del crecimiento sostenido de los países asiáticos. De otro lado, la incertidumbre en los mercados financieros y el debilitamiento del dólar en los mercados internacionales generaron presiones adicionales sobre los precios a nivel mundial.

Como resultado, los términos de intercambio tendrían durante este año una mejor evolución de la que se había previsto en el Reporte de enero, por lo que se ha revisado hacia la baja el déficit proyectado de cuenta corriente en 2008.

Para los años 2009 y 2010 se proyectan niveles deficitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos (2,7 por ciento del PBI cada año) con un entorno internacional menos favorable debido al menor crecimiento de nuestros socios comerciales y a términos de intercambio que caerían 3,8 y 2,8 por ciento en 2009 y 2010, respectivamente.

De otro lado, entre los últimos meses de 2007 y los primeros de este año, la economía peruana registró importantes entradas de capitales de corto plazo para adquirir activos financieros en moneda nacional. Estos flujos se moderaron luego de las medidas tomadas por el Banco Central.

Cuenta corriente

22. En el **primer trimestre de 2008** la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 2,2 por ciento del PBI. Este menor resultado responde al impulso de la demanda interna (10,8 por ciento) sobre las importaciones y a la reducción de los términos de intercambio (2,0 por ciento).

Cuadro 12

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	94	1 516	-655	-2 485	-1 549	-3 570	-4 024	-4 299
Porcentaje del PBI	0,4	1,4	-2,2	-1,9	-1,1	-2,4	-2,7	-2,7
1. Balanza comercial	1 539	8 356	1 473	5 230	6 352	3 441	3 120	3 027
a. Exportaciones	5 747	27 956	7 734	30 174	33 407	31 725	35 205	38 677
b. Importaciones	-4 208	-19 599	-6 261	-24 944	-27 055	-28 283	-32 085	-35 651
2. Servicios	-231	-928	-312	-1 370	-1 668	-1 414	-1 737	-1 805
3. Renta de factores	-1 771	-8 408	-2 464	-9 087	-9 030	-8 653	-8 424	-8 805
4. Transferencias corrientes	557	2 495	647	2 742	2 797	3 055	3 018	3 284
Remesas del exterior	476	2 131	561	2 320	2 374	2 622	2 585	2 840
II. CUENTA FINANCIERA	1 058	8 898	6 543	7 485	9 549	4 570	5 924	5 299
Del cual:								
1. Sector privado	1 818	9 002	4 485	8 265	9 628	4 992	6 883	6 814
2. Sector público	-470	-2 473	-1 474	-1 270	-2 985	36	-252	-552
3. Capitales de corto plazo	-197	2 030	2 337	-273	1 558	-528	-989	-1 122
III. FLUJO DE RIN (=I+II)	1 152	10 414	5 888	5 000	8 000	1 000	1 900	1 000
Memo:								
Saldo de Reservas internacionales	18 427	27 689	33 577	23 427	35 689	24 427	37 589	38 589
RIN/PBI (%)	19%	25%	29%	18%	26%	17%	25%	24%
Deuda externa privada/PBI	3,5%	6,1%	6,1%	4,1%	5,3%	4,1%	5,5%	5,5%

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Para **2008** se han revisado al alza los precios de las exportaciones (principalmente cobre y oro), con lo cual se espera una caída de los términos de intercambio (6,3 por ciento) menor a la proyectada en el Reporte de Inflación de Enero (10,7 por ciento). Asimismo, se prevé que continuarían las restricciones de oferta que han impulsado al alza los precios de los alimentos y combustibles y se espera una mayor demanda por bienes importados teniendo en cuenta la dinámica esperada de la demanda interna. Debido a la mejora de términos de intercambio se espera un menor déficit de cuenta corriente para este año (de 1,9 por ciento del PBI en el Reporte de enero a 1,1 por ciento del PBI en el presente Reporte). Esto supone que el superávit de la balanza comercial aumentaría de US\$ 5,2 a US\$ 6,4 mil millones, entre ambos reportes.

En **2009** se espera un mayor deterioro de los términos de intercambio y un mayor crecimiento de la demanda interna, respecto a la proyectado en el Reporte de Inflación de Enero, por lo que se ha revisado al alza el déficit en cuenta corriente de 2,4 a 2,7 por ciento del PBI para dicho año. Para **2010**, el déficit de cuenta corriente se mantendría en 2,7 por ciento del PBI.

Gráfico 31
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

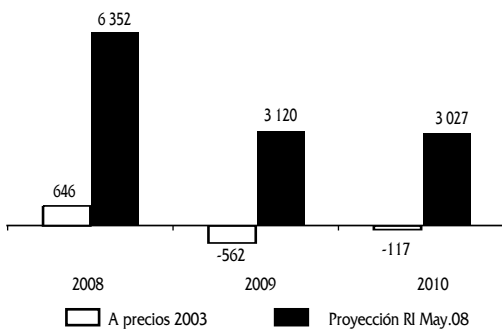


Gráfico 32
CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje del PBI)

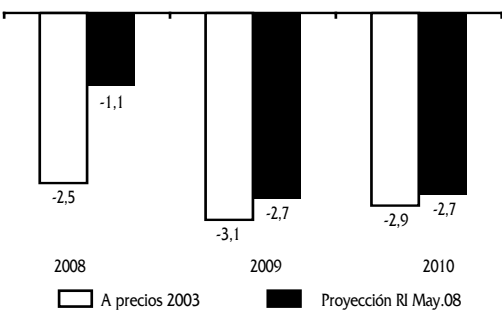


Gráfico 33
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

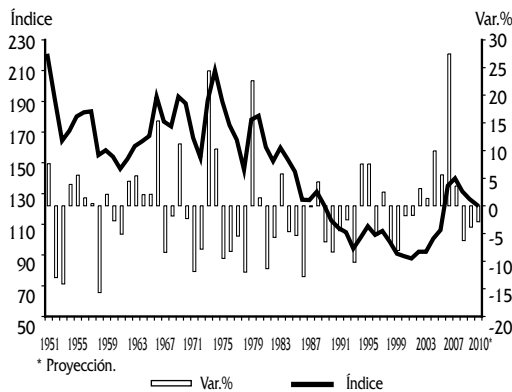
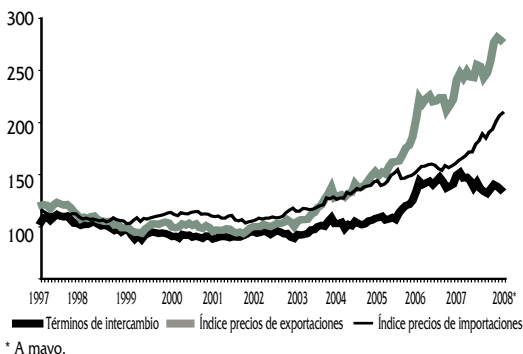


Gráfico 34
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1994 = 100)



* A mayo.

23. Con el fin de medir el efecto que podría tener una significativa reversión de los precios de los *commodities* se estimó la balanza comercial y el saldo de la cuenta corriente a precios de 2003, año previo al inicio del periodo de incremento de precios de los metales. El resultado de este ejercicio indica que la cuenta corriente se mantendría en niveles sostenibles durante los próximos años. La balanza comercial sería menor en alrededor de US\$ 4,2 mil millones en promedio entre 2008-2010. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente ajustada pasaría a 2,5 y 3,1 por ciento del PBI en los años 2008 y 2009, respectivamente. Para 2010, el déficit ascendería a 2,9 por ciento del PBI.

Términos de Intercambio

24. Entre el primer trimestre de 2007 y similar período de 2008 los términos de intercambio registraron una caída de 2 por ciento debido a que el aumento del índice de precio de las importaciones (23,3 por ciento), principalmente petróleo y alimentos, fue mayor al aumento del índice de precio de las exportaciones (20,8 por ciento).

Entre **2008** y **2010** los índices de términos de intercambio registrarían un nivel promedio de 126, mayor al promedio de la presente década (112) y al promedio de la década de los noventa (99).

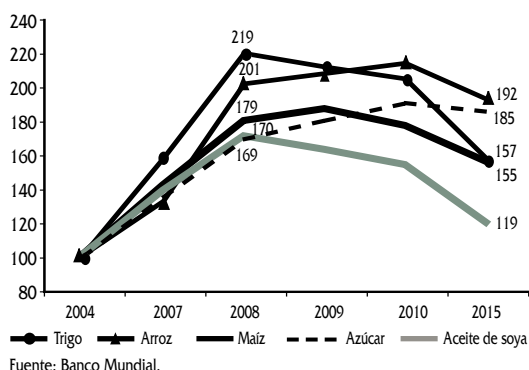
Los mayores precios de exportación son reflejo de los ajustados balances de oferta y demanda en los mercados de cobre y oro. Además, restricciones temporales de oferta, como huelgas y paralizaciones, vienen contribuyendo con la tendencia al alza en el precio de estos minerales.

Por su parte, los precios de importación también registraron una fuerte tendencia al alza, destacando el incremento en el precio de importación del petróleo (44,1 por ciento) y de alimentos (15,4 por ciento).

25. Para **2008** se proyecta una caída de 6,3 por ciento en los términos de intercambio debido a los mayores precios de importación (en particular petróleo y alimentos) y a una corrección moderada en el precio de algunos metales en el segundo semestre del año.

En el caso de petróleo, se estima que el precio descienda hacia la segunda mitad del año, pero mantendría niveles superiores a los de 2007 y a los que se proyectaba en el Reporte de Enero 2008. En el caso de alimentos, se espera que los precios se mantengan en niveles altos, aunque con tendencia a estabilizarse a partir del segundo semestre debido a la mayor producción esperada para algunos de ellos (trigo, grano de soya y arroz). El precio promedio de los alimentos para este año sería mayor al precio promedio de 2007.

Gráfico 35
PROYECCIONES DE PRECIOS INTERNACIONALES
(Precios reales, 2004 = 100)



Para **2009** y **2010** se esperan caídas de 3,8 y 2,8 por ciento en los términos de intercambio debido a menores precios de exportación de los principales minerales, en particular cobre. En el caso del petróleo, se espera que el precio corrija su tendencia al superarse el periodo de alta volatilidad actual, hasta ubicarse alrededor de US\$ 112 por barril hacia fines de 2010. De manera similar, los precios de los alimentos también tendrían una tendencia decreciente al resolverse algunos de los factores de restricción de oferta presentes actualmente. Al respecto, el Banco Mundial proyecta que en 2015 los precios de los alimentos disminuirían a niveles cercanos a los registrados en 2007. Así, el precio del trigo registraría un nivel similar al observado en 2007, mientras que el precio del aceite de soya sería menor.

Cuadro 13

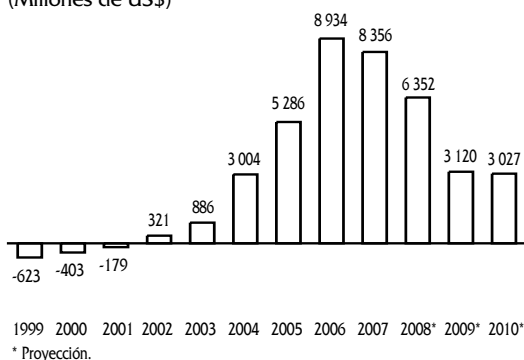
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(Variación porcentual anual)

	2007	2008*		2009*		2010*
		RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
Términos de intercambio	3,6	-10,7	-6,3	-2,6	-3,8	-2,8
1. Índice de precios de exportación	14,0	-0,2	12,9	-2,9	-1,7	-2,1
Del cual:						
Precios promedio anual						
Cobre (cUS\$ por libra)	323	280	363	255	336	313
Zinc (cUS\$ por libra)	147	106	106	106	106	105
Oro (US\$ por onza)	697	820	888	849	885	911
Harina de Pescado (US\$ por TM)	1 075	924	977	843	891	847
2. Índice de precios de importación	10,0	11,7	20,5	-0,3	2,2	0,8
Del cual:						
Precios promedio anual						
Petróleo (US\$ por barril)	72	89	114	84	116	113
Trigo (US\$ por TM)	231	333	329	308	322	320
Maíz (US\$ por TM)	138	193	224	198	249	239
Soya - grano (US\$ por TM)	307	458	482	437	486	476
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 150	1 301	1 165	1 380	1 358
Arroz (US\$ por TM)	337	388	791	372	838	764

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 36
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



Balanza comercial

26. Entre **2008** y **2010**, la balanza comercial continuaría siendo superavitaria entre US\$ 6,4 mil millones y US\$ 3,0 mil millones. Los resultados de 2008 y 2009 se han revisado al alza, con relación al Reporte de Inflación de Enero, tomando en cuenta la nueva información en los mercados sobre la evolución futura de los precios de los *commodities* y la mayor demanda de importaciones con relación a los estimados previos.

Cuadro 14

BALANZA COMERCIAL

(Millones de US\$)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI ene. 08	RI May. 08	RI ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
EXPORTACIONES	5 747	27 956	7 734	30 174	33 407	31 725	35 205	38 677
De los cuales:								
Productos tradicionales	4 353	21 493	5 917	22 524	25 750	22 805	26 276	28 285
Productos no tradicionales	1 361	6 288	1 774	7 467	7 467	8 731	8 731	10 185
IMPORTACIONES	4 208	19 599	6 261	24 944	27 055	28 283	32 085	35 651
De los cuales:								
Bienes de consumo	686	3 191	979	3 778	4 126	4 304	4 926	5 831
Insumos	2 202	10 416	3 435	12 900	14 659	14 198	16 921	17 635
Bienes de capital	1 299	5 885	1 822	8 155	8 154	9 668	10 121	12 064
BALANZA COMERCIAL	1 539	8 356	1 473	5 230	6 352	3 441	3 120	3 027
Nota: Var. %								
Exportaciones	23,9	17,5	34,6	7,9	19,5	5,1	5,4	9,9
Importaciones	24,4	31,8	48,8	27,3	38,0	13,4	18,6	11,1
Índice de volumen de exportaciones	2,5	3,1	11,4	8,2	5,8	8,3	7,2	12,2
Índice de volumen de importaciones	17,3	19,8	20,7	15,5	14,6	13,7	16,1	10,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Exportaciones

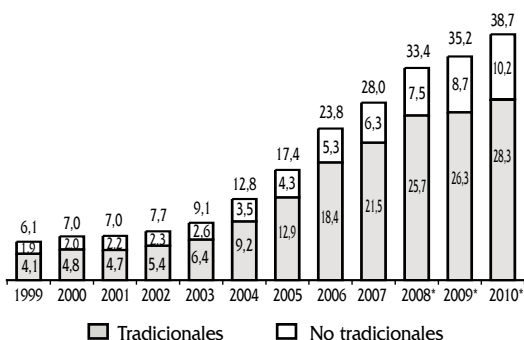
27. En el **primer trimestre de 2008** las exportaciones crecieron 35 por ciento, siguiendo la tendencia de los últimos trimestres. El crecimiento de las exportaciones respondió tanto a la evolución positiva de los precios como a la mayor diversificación de productos y acceso a nuevos mercados que han impulsado el crecimiento de productos no tradicionales. Así, mientras el precio promedio de las exportaciones tradicionales aumentó 23 por ciento, los volúmenes embarcados aumentaron 10 por ciento.

De manera similar, las exportaciones no tradicionales tuvieron un crecimiento de precios de 13 por ciento y un aumento de volumen de 17 por ciento.

28. Para el año **2008** las exportaciones alcanzarían un nivel de US\$ 33,4 mil millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 20 por ciento, tasa mayor en 12 puntos porcentuales a la contemplada en el Reporte anterior. Esta revisión al alza considera los datos observados en el primer trimestre, así como mayores precios esperados de los metales (principalmente oro y cobre) para el resto del año.

En **2009 y 2010** las exportaciones totales crecerían en términos nominales 5 y 10 por ciento, respectivamente, principalmente por las mayores ventas de productos no tradicionales (17 por

Gráfico 37
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.
* Proyección.

Gráfico 38
ÍNDICE DE VOLUMEN: EXPORTACIONES TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES
(Variaciones porcentuales)

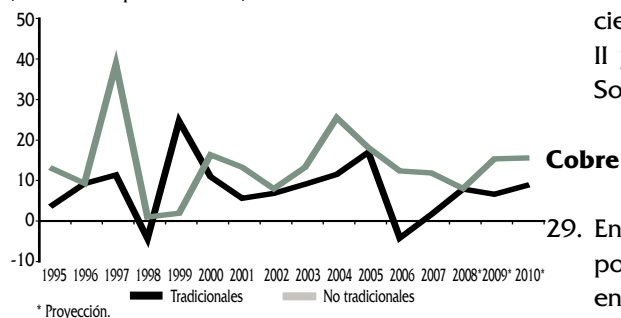
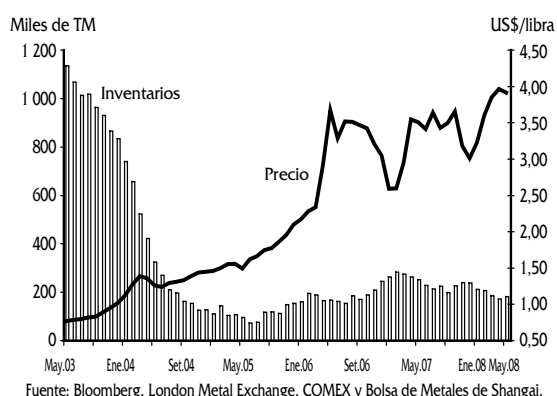
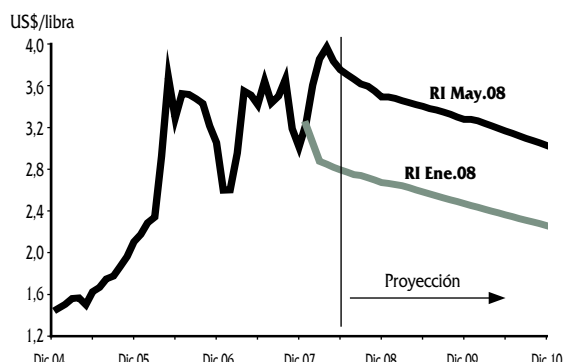


Gráfico 39
INVENTARIOS Y PRECIO DEL COBRE



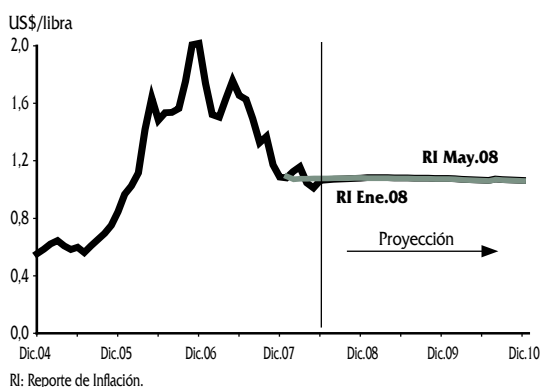
Fuente: Bloomberg, London Metal Exchange, COMEX y Bolsa de Metales de Shangai.

Gráfico 40
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL COBRE



RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 41
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ZINC



RI: Reporte de Inflación.

ciento en cada año), destacando agropecuarios y pesqueros. Por su parte, las exportaciones de productos tradicionales registrarían un crecimiento de 2 por ciento en 2009 y de 8 por ciento en 2010 debido a la entrada en operación de Camisea II y varios proyectos mineros (Tía María, la ampliación de Southern y Cañariaco, entre otros).

29. En lo que va de 2008, la cotización del cobre ha crecido 27 por ciento con respecto a diciembre 2007, llegando a cotizar en US\$ 3,81 por lb. a fines de mayo. Su evolución estuvo marcada por expectativas de una mayor demanda de China, restricciones temporales de oferta en países productores (Chile y Zambia) y un bajo nivel de inventarios en las bolsas de metales.

Las expectativas de una mayor demanda por parte de China - ante la eliminación del arancel de 2 por ciento a la importación de cobre refinado- y los datos de crecimiento de 8 por ciento de sus importaciones en el cuarto trimestre 2007, impulsaron el precio del cobre hasta alcanzar un máximo de US\$ 4,03 por lb. en marzo. Luego vino un periodo de alta volatilidad hasta abril, marcado por señales de menor demanda, por indicadores de recesión en Estados Unidos y por restricciones temporales de oferta por parte de las mineras Rio Tinto y BHP Billiton, caída de los inventarios en la bolsa de metales de Londres y paralizaciones y huelgas en tres unidades de Codelco en Chile.

El precio de este metal empezó a corregir su tendencia al alza en mayo al superarse los problemas temporales de restricción de oferta (fin de la huelga en Codelco). Sin embargo, los inventarios continúan bajos y han llegado a niveles de 180 mil TM (equivalentes a 3,6 días de consumo) con lo que cualquier problema coyuntural en este mercado se podría traducir inmediatamente en presiones en su precio.

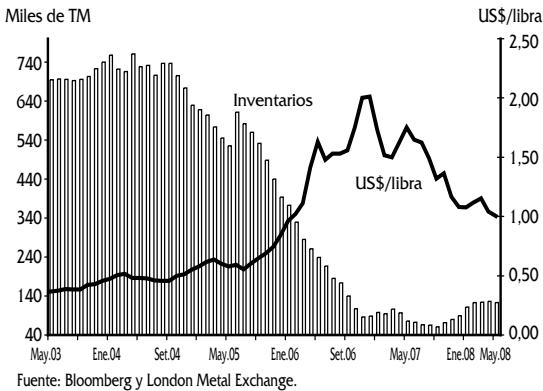
Para 2009 y 2010 se espera que el precio del cobre muestre una moderada tendencia a la baja consistente con la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos, China y Europa. También se prevé una mayor oferta asociada al inicio de operaciones de nuevos proyectos en Chile, Zambia, Estados Unidos y el Congo.

Zinc

30. La cotización del zinc se redujo 7 por ciento en lo que va de 2008 respecto de diciembre de 2007, llegando a cotizar US\$ 0,99 por lb. en mayo, el nivel más bajo en lo que va del año.

Esta tendencia refleja el balance de oferta y demanda de zinc refinado que para 2008 mostraría un superávit, como

Gráfico 42
INVENTARIOS DE BOLSA DE LONDRES
Y PRECIO DEL ZINC

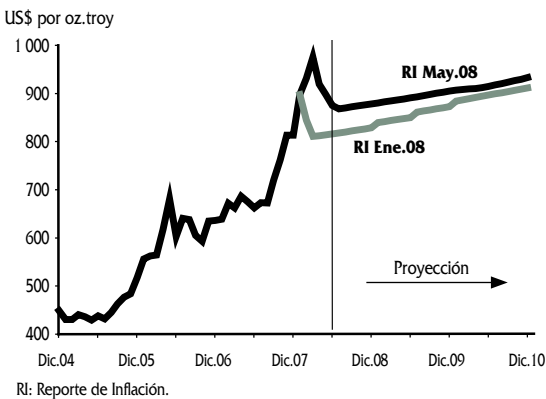


resultado de la entrada en operaciones de proyectos mineros en Bolivia y Portugal, entre otros. Asimismo, China continúa siendo exportador neto de este metal básico aunque con menores niveles a los observados el año anterior. Por su parte, la demanda también registró un incremento -aunque menor al de la oferta- principalmente en India, Japón y Corea y, en menor medida, en Europa para la construcción de autopistas, plantas de generación eléctrica y líneas de transmisión.

Durante 2008, se espera que la cotización de zinc corrija su tendencia a la baja, para estabilizarse en los niveles actuales. En la medida que la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos y China sea moderada, la demanda por zinc seguirá en niveles altos. Un factor adicional que limitaría la caída en el precio del zinc en el corto plazo es la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto en China.

Oro

Gráfico 43
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ORO



31. En lo que va de 2008, la cotización del oro mostró un incremento de 10 por ciento con respecto a diciembre de 2007, llegando a US\$ 891 por onza troy en mayo.

En los primeros meses del año la cotización del oro tuvo una sostenida tendencia al alza, alcanzando el 17 de marzo un nivel máximo de US\$ 1 011 por onza. Esta alza se explica por el incremento a la aversión al riesgo, la depreciación del dólar, las presiones inflacionarias y los altos precios del petróleo, así como algunas restricciones de oferta (en particular en Sudáfrica).

El incremento en la aversión al riesgo está asociado a la crisis del segmento hipotecario *subprime* y a sus repercusiones en el sistema financiero, lo cual incrementó la demanda por activos de bajo riesgo como el oro y los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

El oro también se vio favorecido por la depreciación del dólar en los mercados internacionales. El dólar se debilitó sostenidamente durante los primeros meses, lo que contribuyó a incrementar la demanda del oro como activo de refugio. Además, las presiones inflacionarias existentes y el incremento del precio de petróleo favorecieron la demanda de oro.

Sin embargo, desde abril, la cotización del oro ha mostrado una ligera corrección a la baja, al registrarse una serie de liquidaciones de los fondos de inversión que demandaron activos alternativos, en un contexto de menores tensiones en los mercados financieros de Estados Unidos y de menor debilidad del dólar. El anuncio del FMI de vender parte de sus reservas en oro y una menor demanda estacional de joyería por parte de India y Turquía también habrían influido en esta evolución.

Las proyecciones para el período 2008-2010 prevén que el oro se mantenga en niveles altos. Si bien algunos factores que impulsaron el alza reciente (la aversión al riesgo y la depreciación del dólar, principalmente) podrían revertirse parcialmente, las presiones inflacionarias y los altos precios del petróleo dañarían soporte al elevado nivel de la cotización. A estos factores se suman algunas restricciones de oferta en el mediano plazo asociadas a crecientes costos de producción.

Cuadro 15

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE LOS PRINCIPALES METALES

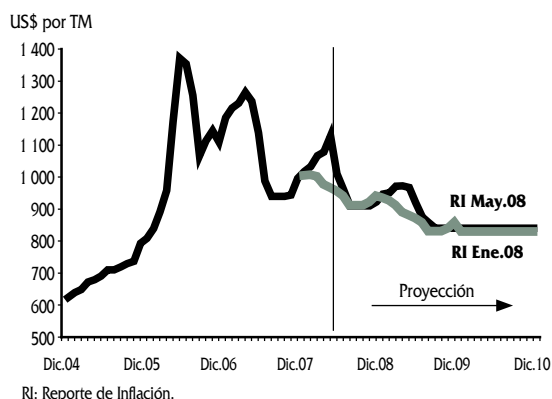
(Miles de TM)

	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2010*
Cobre							
- Oferta	11 689	16 657	17 529	18 101	18 858	19 905	20 800
- Demanda	12 537	16 750	17 418	18 134	18 904	19 807	20 588
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-848</u>	<u>-93</u>	<u>111</u>	<u>-33</u>	<u>-46</u>	<u>98</u>	<u>212</u>
Inventarios	488	425	536	503	457	555	767
Semanas de consumo	2,1	1,3	1,6	1,4	1,3	1,5	1,9
Zinc							
- Oferta	7 296	7 015	7 150	7 280	7 708	8 010	8 315
- Demanda	7 548	7 316	7 463	7 345	7 644	7 970	8 205
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-252</u>	<u>-301</u>	<u>-313</u>	<u>-65</u>	<u>64</u>	<u>40</u>	<u>110</u>
Inventarios	1 039	828	548	549	613	653	763
Semanas de consumo	7,3	6,1	3,9	4,0	4,3	4,4	5,0
Oro							
- Oferta	3 361	4 025	3 557	3 450	593	n.d.	n.d.
- Demanda	3 497	3 731	3 386	3 547	701	n.d.	n.d.
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-136</u>	<u>294</u>	<u>171</u>	<u>-97</u>	<u>-108</u>	<u>n.d.</u>	<u>n.d.</u>

* Proyección. Para el caso de oro, corresponde al primer trimestre 2008.
Fuente: World Gold Council, Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, May 2008).

Harina de Pescado

Gráfico 44
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DE LA HARINA DE PESCADO



32. Luego de la fuerte corrección de precios observada desde agosto del año previo, la cotización de la harina de pescado se ha incrementado 13 por ciento (de US\$ 986 TM en diciembre de 2007 a US\$ 1 118 TM en mayo de 2008).

Esta evolución positiva de los precios se da en parte por una corrección técnica ante los bajos precios observados y por la demanda de China (principal consumidor), en particular para su industria porcina y de acuicultura (cuya temporada se inicia en junio).

Sin embargo, no se esperaría una recuperación adicional de los precios debido a los altos niveles de inventarios. Asimismo, el precio del principal producto competidor, la harina de soya, se mantiene en niveles más competitivos, a pesar del alza reciente en sus precios. Para el período 2008-2010, se espera que los precios de la harina de pescado muestren una reducción.

Importaciones

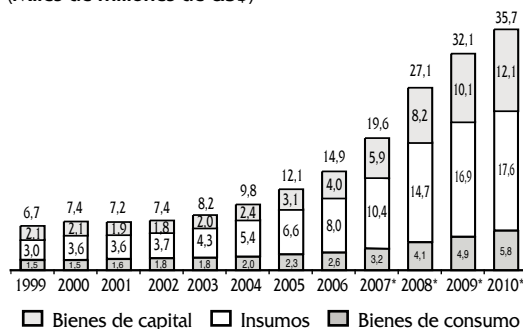
33. Las importaciones en el **primer trimestre de 2008** crecieron 49 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior, en un contexto en el que el dinamismo de la inversión privada y de la actividad económica impulsaron el crecimiento de las importaciones de insumos para la industria en 52 por ciento, y el de bienes de capital en 40 por ciento.

La expansión de las importaciones durante **2008** respondería principalmente a la evolución de la inversión privada, la cual crecería más de 20 por ciento en este año. En la medida que tales importaciones están ligadas al dinamismo de la inversión privada, ello se traduce en mayores niveles de capital y productividad que favorecen el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

Por sectores económicos, destacan las importaciones de bienes de capital orientadas a la industria (31 por ciento), las dirigidas al sector transporte (46 por ciento) y a mineras e hidrocarburos.

Para **2009** y **2010**, se espera que las importaciones tengan tasas de crecimiento de 19 y 11 por ciento, respectivamente, debido al inicio de la fase preoperativa de diferentes proyectos de inversión en diversos sectores. En particular, esta proyección asume que en este periodo estarían comenzando los trabajos en proyectos importantes como Camisea II (sur del país), Toromocho (Junín), Río Blanco (Piura), Minas Conga (Cajamarca), Lote 67 (Amazonas), Planta de Fosfatos de Bayóvar (Piura), entre otros.

Gráfico 45
IMPORTACIÓN DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de importaciones incluye el rubro otras importaciones.
* Proyección.

Cuenta financiera

34. Durante el **primer trimestre de 2008**, 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. La ejecución del primer trimestre también muestra una mayor preferencia de los inversionistas institucionales por mantener un menor porcentaje de su portafolio en activos financieros en el exterior, así como un incremento significativo de depósitos de no residentes en el sistema bancario.

En **2008** la cuenta financiera del sector privado registraría un flujo positivo de US\$ 9,6 mil millones, explicado por el flujo de Inversión Directa Extranjera (IDE) por US\$ 8,3 mil millones, impulsado por expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica. Asimismo, destaca la entrada de capitales para adquirir activos financieros en nuevos soles tales como CDBCRP, depósitos en la banca y en menor medida bonos del Tesoro Público.

Para **2009** y **2010** se estiman inversiones de alrededor de US\$ 7,6 mil millones cada año sustentadas en las expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica que, si bien moderaría su expansión, crecería a un ritmo más cercano al del producto potencial. El mayor flujo de inversión extranjera estaría dirigido al sector minero e hidrocarburos, que tiene importantes proyectos, así como a los sectores de telecomunicaciones, electricidad, infraestructura vial, agroindustria, petroquímica, entre otros.

A los mayores flujos de inversión directa se sumarían mayores desembolsos de largo plazo del sector privado consistentes con el dinamismo de la actividad económica. También se proyecta que continuaría el proceso de diversificación de portafolio de inversionistas institucionales locales hacia activos financieros en el exterior.

Asimismo, se proyecta una reversión parcial de las entradas de capitales de corto plazo en el horizonte de proyección.

Cuadro 16

CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

(Millones de US\$)

	2006	2007	I Trim. 08	2008*	2009*	2010*
INVERSIÓN DIRECTA Y PRÉSTAMOS DE LARGO PLAZO	3 671	8 679	3 234	9 293	8 171	8 267
A. Inversión directa	3 467	5 343	2 920	8 305	7 568	7 564
B. Préstamos de largo plazo	204	3 336	314	988	603	703
INVERSIÓN DE CARTERA	-1 730	324	1 250	335	-1 288	-1 453
A. Bonos y participación de capital	-72	130	28	28	0	0
B. Otros activos y pasivos externos	-1 658	194	1 222	307	-1 288	-1 453
a. Activos (Inversiones en el exterior) ^{1/}	-1 885	-987	359	-1 029	-1 538	-1 703
b. Pasivos (Inversiones de no residentes) ^{2/}	227	1 181	863	1 335	250	250
CAPITALES DE CORTO PLAZO	-563	2 030	2 337	1 558	-989	-1 122
A. Banca	-348	1 552	899	1 001	-600	-1 167
B. Resto	-215	478	1 438	558	-389	45

* Proyección.

1/ Incluye AFP, Fondos Mutuos, Aseguradoras, Bancos y otros. Signo positivo (negativo) indica entrada (salida) de capitales a la economía, es decir venta (compra) de activos en el exterior por inversionistas institucionales locales.

2/ Incluye bonos soberanos adquiridos por no residentes y CRPAO's. Signo positivo (negativo) indica entrada (salida) de capitales de la economía, es decir compra (venta) de títulos domésticos por parte de inversionistas no residentes.

RECUADRO 5

HACIA UNA MAYOR COMPETITIVIDAD DE LOS PUERTOS PERUANOS

El costo y tiempo de los procesos de exportación, y los fletes internacionales, tienen un impacto sobre el comercio internacional similar a los aranceles y a otras barreras para-arancelarias. En este sentido, una reducción de estos costos promueve las exportaciones al fomentar su competitividad y por ende eleva el PBI potencial de la economía.

En el Perú, los **costos de los servicios** de exportación son poco competitivos, lo que estaría explicado principalmente por un déficit de infraestructura. Al respecto, según cálculos del Banco Mundial publicados en el documento Doing Business 2008, se requieren 24 días en promedio para exportar una mercancía desde puertos peruanos (lo cual ubica al país en el puesto 100 entre 181 naciones evaluadas). En contraste, los puertos más eficientes del mundo requieren apenas entre 5 y 6 días (Singapur, Dinamarca, Hong Kong, Holanda) para este procedimiento. Siguiendo los cálculos de Djankov, Freund y Pham (2006)⁹, si la reforma de puertos lograra reducir en dos días el tiempo necesario para exportar (con lo cual nos igualaríamos con el promedio de América Latina), las exportaciones peruanas subirían aproximadamente 2 por ciento.

En lo que respecta al Callao, se prevé que sus operaciones se vean agilizadas a partir de 2009, por el inicio de las operaciones de las dos grúas pórtico y dos grúas de patio adquiridas por Enapu, y a partir de 2010, por el inicio de las actividades del nuevo terminal de contenedores de Dubai Port World Callao (Muelle Sur). Adicionalmente, es necesario acelerar la concesión del nuevo Muelle de Minerales para concentrar las actividades del muelle N°5 en tráfico de contenedores, como se encuentra especificado en el Plan Nacional de Desarrollo Portuario.

En cuanto a los **problemas de gestión**, en el caso del puerto del Callao, se registra tanto congestión de naves (se reporta una demora de entre 2 y 5 días para obtener muelle) como bajo ritmo de operaciones (se descargan alrededor de 10 contenedores por hora), lo que estaría generando que algunas navieras cancelen su paso por este puerto. También se registra un exceso de contenedores de trasbordo (en perjuicio de los contenedores de exportadores e importadores locales), y procedimientos engorrosos que reducen la productividad del puerto. Al respecto, es necesario que Enapu acelere la aplicación de las medidas que ha anunciado para mejorar la gestión de este puerto, entre las que se encuentran:

- Planificación anticipada de arribo de naves.
- Sistema electrónico para la salida de mercadería importada.
- Incremento del costo de tarifas de trasbordo y reducción del plazo libre de almacenaje de 30 días libre a 10 días.
- Dejar de arrendar algunos espacios del puerto a almaceneras para que puedan ser usados para el acopio de contenedores antes de su embarque.
- Operar con grúas móviles en el muelle norte en tanto lleguen las grúas pórtico o de patio.
- Eliminar pesajes innecesarios.
- Facilitar el acceso al terminal mediante la habilitación de una nueva puerta de ingreso.
- El asfaltado de calles aledañas.
- Tarifas portuarias reducidas.
- Mejoras en las instalaciones del puerto General San Martín en Pisco.

Adicionalmente, el Perú registra altos costos logísticos como porcentaje del valor exportado (32 por ciento), comparado con México (20 por ciento), Chile (18 por ciento), Estados Unidos (9,5 por ciento), la OECD (9 por ciento) o Singapur (8,5 por ciento)¹⁰. Uno de los factores que determina estos altos costos es la necesidad de trasladar las mercancías hasta el Callao, aún cuando la mayor parte de la oferta exportable se origina fuera de Lima.

Por esa razón, deben acelerarse los procesos de concesión de los puertos al interior del país, los cuales se estima requieren inversiones por US\$ 405 millones. En esta línea, en abril, Proinversión y la Autoridad Portuaria Nacional (APN) convocaron a licitación la modernización, rehabilitación y equipamiento de los puertos de Paita (el segundo puerto más importante en el tráfico de contenedores) y San Martín (Pisco), que implicarán inversiones inmediatas del orden de los US\$ 128 millones y US\$ 80 millones, respectivamente. El desempeño eficiente de la actividad comercial requiere que Proinversión cumpla con el cronograma establecido y la buena pro sea otorgada en Octubre de 2008.

9 S. Djankov, C. Freund y C. Pham (2006). *Trading on Time*, IMF and World Bank.

10 J. Guasch y J. Bogan (2005). *Inventories and Logistic Costs in Developing Countries: Levels and Determinants, a Red Flag on Competitiveness and Growth*, INDECOPI.

Las principales mejoras que se prevé se operen en el puerto de Paita y San Martín son: nuevo terminal de contenedores, expansión del muelle existente y nuevo muelle espigón (Paita), instalación de sistemas automatizados para el embarque/desembarque de carga a granel sólida y líquida (incluyendo depósitos de almacenamiento), desarrollo de área de actividad logística y profundización de dragado a 15 metros (San Martín).

PUERTOS EN PROCESO DE CONCESIÓN

Terminal portuario	Inversión estimada (US\$ MM)
Paíta	128
San Martín (Pisco)	80
Ilo	100
Salaverry	40
Yurimaguas	20
Pucallpa	19
Iquitos	18
Total	405

Fuente: Ministerio de Transportes y Comunicaciones.

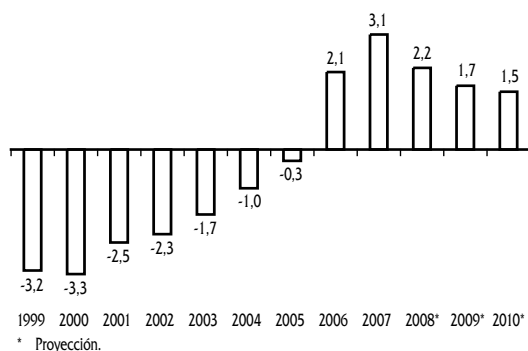
IV. Finanzas Públicas

El escenario fiscal asume que se mantendrá una posición superavitaria a lo largo del horizonte de proyección, por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación de enero, consistente con una revisión al alza de los precios de minerales. En términos del resultado estructural, sin embargo, se estima un mayor impulso fiscal para este año debido principalmente a la aceleración del crecimiento del gasto público. Para los siguientes años, se espera una posición fiscal neutral respecto al ciclo económico.

El mantenimiento de un superávit fiscal de por lo menos 1,8 por ciento del PBI como promedio anual para el horizonte de proyección reducirá los riesgos del surgimiento de presiones inflacionarias de demanda.

Resultado económico

Gráfico 46
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



35. En el **primer trimestre de 2008**, el resultado económico del Sector Público no Financiero registró un superávit de 4,5 por ciento del PBI, (inferior en 0,4 por ciento al del primer trimestre del año anterior), en un contexto en el que la inversión pública ha mostrado un fuerte dinamismo. El superávit correspondió básicamente al gobierno central (4,9 por ciento del PBI), en tanto que las entidades del resto del gobierno general y las empresas estatales registraron déficit de 0,1 por ciento y 0,3 por ciento del PBI, respectivamente.

Para el año **2008** se ha revisado la proyección del resultado económico, el cual pasa de 1,8 por ciento del PBI a 2,2 por ciento del PBI. Este mayor resultado se justifica principalmente por la revisión al alza de la proyección de ingresos debido al mayor dinamismo de la actividad económica, los mejores precios internacionales de nuestras exportaciones y el crecimiento de las importaciones, respecto a lo previsto en el Reporte de enero de este año.

Los gastos no financieros del gobierno general también se han revisado al alza, estimándose que tendrían un crecimiento de 12,1 por ciento en términos reales (versus 11,3 por ciento de aumento en el Reporte de Inflación de enero), asociado a la mayor ejecución por parte de los gobiernos locales y regionales, en particular, en el gasto de capital.

Para **2009** y **2010**, se estima un menor **supéravit económico** equivalente a 1,7 y 1,5 por ciento del producto, respectivamente. El menor resultado en estos años considera un mayor ritmo de gasto de los gobiernos subnacionales, junto al efecto que tendría en los presupuestos de esos años los mayores recursos asignados al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo.

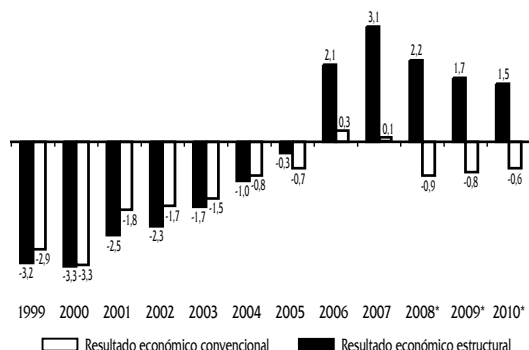
Cuadro 17

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	Ri Ene. 08	Ri May. 08	Ri Ene. 08	Ri May. 08	Ri May. 08
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	20,0	20,4	21,0	20,5	20,4	20,0	20,3	20,3
<i>Variación % real</i>	9,9	13,6	13,5	2,9	5,3	2,5	4,4	6,5
2. Gastos no financieros del Gobierno General	13,2	15,7	14,1	17,1	16,7	17,7	17,2	17,5
<i>Variación % real</i>	3,4	6,9	15,2	11,3	12,1	8,1	7,7	7,9
<i>Del cual:</i>								
a. Corriente	11,8	12,7	11,8	13,3	12,8	13,5	12,6	12,4
<i>Variación % real</i>	4,5	4,5	7,6	6,8	5,9	6,3	3,2	4,2
b. Formación bruta de capital	1,4	2,8	2,3	3,7	3,7	4,1	4,4	4,9
<i>Variación % real</i>	-5,1	19,4	80,0	34,2	40,6	15,3	21,9	18,4
3. Otros	0,2	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
4. Resultado Primario (1-2+3)	7,0	4,8	6,7	3,4	3,7	2,4	3,1	2,8
5. Intereses	2,1	1,8	2,1	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
6. Resultado Económico	4,9	3,1	4,5	1,8	2,2	1,0	1,7	1,5
Ingresos corrientes del Gobierno Central	17,1	17,9	18,1	18,0	17,9	17,5	17,8	17,8
Gastos no financieros del Gobierno Central	12,2	14,6	11,4	15,1	14,8	15,3	14,9	15,1

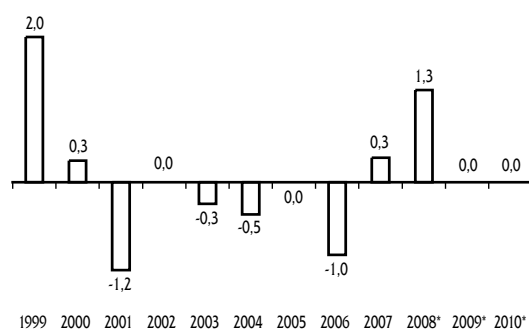
* Proyección.

Gráfico 47
RESULTADO ECONÓMICO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 48
IMPULSO FISCAL 1/
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

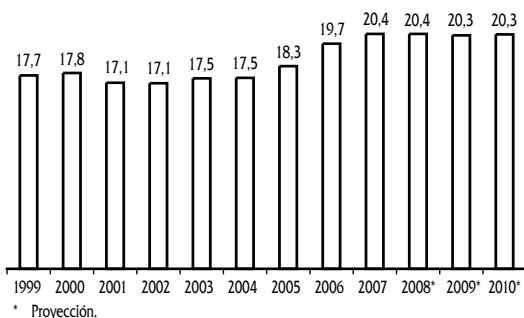
1/ El impulso fiscal se determina como la diferencia del resultado primario estructural de un año a otro.

Resultado económico estructural

36. El resultado económico estructural (aquel obtenido luego de deducir los efectos del ciclo económico y los mayores precios de los minerales) es un indicador que responde a las decisiones de política fiscal. Luego de mostrar resultados superavitarios en 2006 y 2007, este indicador registrará déficit, aunque decrecientes, a partir de 2008.

37. En términos del impulso fiscal, indicador que permite apreciar el efecto neto de la posición de política fiscal sobre la demanda interna, la trayectoria del resultado estructural supondría una expansión equivalente a 1,3 por ciento del PBI en **2008**. Esto sugiere que, a pesar del superávit fiscal proyectado, la posición fiscal sería expansiva este año con un crecimiento del

Gráfico 49
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

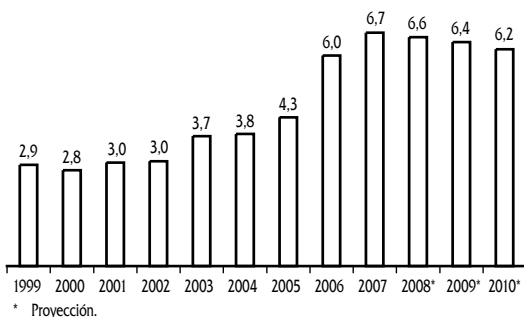


gasto público de 12,1 por ciento en términos reales, mayor al crecimiento de la actividad económica (8,0 por ciento). Por el contrario, en los años **2009** y **2010**, el impulso fiscal sería neutro, consecuencia de una menor dinámica del gasto público, que sería más próxima al crecimiento de la economía.

Evolución de los ingresos fiscales

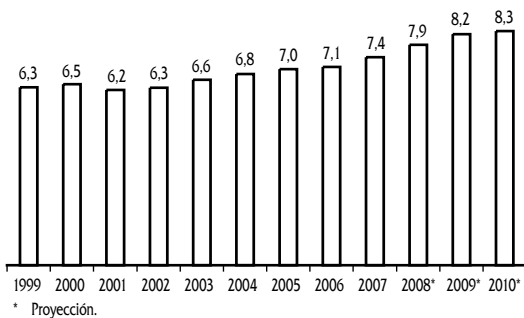
38. En el **primer trimestre de 2008** los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 21,0 por ciento del PBI lo que representó un crecimiento de 13,5 por ciento en términos reales, básicamente como consecuencia del dinamismo que continúa mostrando la actividad económica.

Gráfico 50
IMPUESTO A LA RENTA
(Porcentaje del PBI)



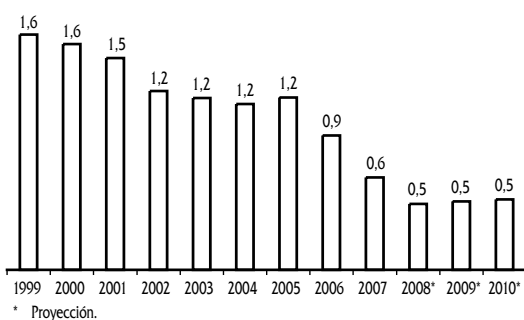
Para **2008** se espera que los ingresos del gobierno general asciendan a 20,4 por ciento del PBI, lo cual representaría un crecimiento de 5,3 por ciento en términos reales, reflejo de la favorable coyuntura económica y los altos precios internacionales de nuestros productos de exportación. Este crecimiento de los ingresos fiscales en el año se produce a pesar de la menor regularización del impuesto a la renta (producto de los mayores pagos a cuenta efectuados durante 2007) y de las modificaciones tributarias que se produjeron en los meses de marzo y junio que determinaron una disminución de las tasas arancelarias en el primer caso, y una reducción del ISC a los combustibles en ambos meses. El costo anual de estas medidas equivale a aproximadamente 0,4 por ciento del producto. La reducción de aranceles, asimismo, ha determinado que la estructura arancelaria se haya reducido a tres escalas (0,9 y 17 por ciento) con un arancel efectivo que a la fecha se encontraría en alrededor de 2 por ciento y con una menor dispersión en la estructura arancelaria.

Gráfico 51
IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS
(Porcentaje del PBI)



Las proyecciones para los años **2009** y **2010** consideran ingresos corrientes de 20,3 por ciento del PBI en ambos años, nivel consistente con el mayor crecimiento proyectado de la actividad económica y las mayores importaciones previstas.

Gráfico 52
IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES
(Porcentaje del PBI)



Evolución de los gastos fiscales

39. En el **primer trimestre de 2008**, el **gasto no financiero del gobierno general** se incrementó 15,2 por ciento en términos reales, variación que se explicó por el aumento de la inversión a nivel del gobierno general que llegó a crecer 80 por ciento, lo que revelaría que los gobiernos subnacionales, especialmente los gobiernos locales, estarían superando las dificultades de gestión que enfrentaban para ejecutar sus proyectos de inversión. El gasto corriente por su parte se incrementó 7,6 por ciento.

En el año **2008** se espera que el gasto crezca 12,1 por ciento principalmente por la evolución del gasto de capital que se incrementaría 40,6 por ciento. Para los años **2009** y **2010**

Gráfico 53
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

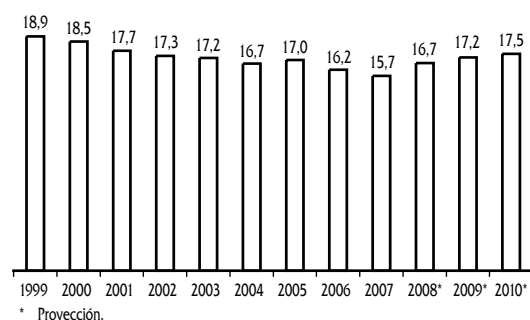
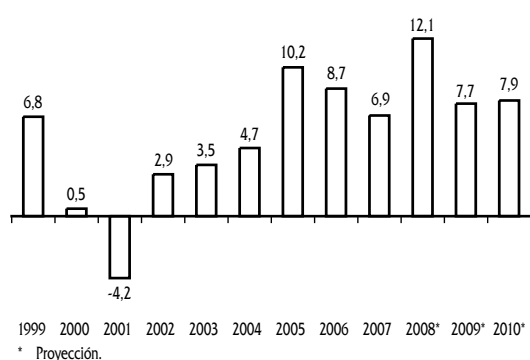


Gráfico 54
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)



se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 7,7 y 7,9 por ciento, respectivamente. Este crecimiento está explicado, en gran medida, por el aumento de la inversión pública que se situaría alrededor de 5 por ciento del PBI en el año 2010.

Cabe indicar que las estimaciones de gasto consideran que entre 2008 y 2010 se cancelará parte de las obligaciones con el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo que se tienen pendientes a la fecha y las nuevas que se generen durante estos años, dada la trayectoria que vienen mostrando los precios internacionales del petróleo. En lo que va del año el fisco ha destinado recursos presupuestales por S/. 1 000 millones para apoyar el patrimonio del Fondo, y se ha autorizado el pago a las refinerías e importadores de S/. 400 millones correspondientes a obligaciones generadas en ejercicios anteriores. Como resultado del manejo combinado del Fondo y el ISC no se han registrado aumentos importantes en los precios finales de los combustibles en lo que va del año, y se han acumulado pasivos con las refinerías que al cierre de mayo se estiman en S/. 1 900 millones.

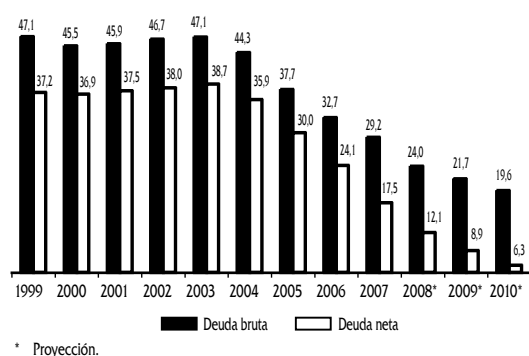
40. Las proyecciones de crecimiento de gasto de 2008 al 2010 cumplen con el tope establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP) que establece que el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor de 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios.

Requerimiento financiero

41. En lo que va de 2008, el gobierno continuó en línea con su estrategia de administración de deuda orientada a mejorar el perfil de la misma y reducir el riesgo cambiario. En este sentido, se implementaron dos operaciones de prepago: una en febrero, por US\$ 170 millones a la CAF que fue financiada principalmente con un desembolso de US\$ 150 millones de este mismo organismo y la otra en marzo, por un total de US\$ 838 millones (de Bonos Brady FLIRB, PDI y DISCOUNT), los que fueron financiados con recursos del Tesoro Público.

42. Esta estrategia de manejo de deuda externa ha permitido reducir el riesgo de financiamiento, debido al incremento de la vida media de los vencimientos, así como aminorar el riesgo cambiario, por el reemplazo de deuda en moneda extranjera por deuda en nuevos soles, y el riesgo de tasa de interés, dado que se está dando preferencia a las deudas en tasa fija. Para lo que resta de 2008, la proyección contempla una operación de prepago a organismos multilaterales.

Gráfico 55
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



Cuadro 18

**REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO
NO FINANCIERO ^{1/}**

(Millones de US\$)

	2007		2008*			2009*		2010*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
I. Usos	-724	-1 745	-498	-291	-929	-181	-966	-744
1. Amortización	458	1 505	876	1 992	1 968	1 259	1 541	1 734
a. Externa	355	1 171	751	1 413	1 335	923	756	907
b. Interna	103	333	124	580	633	336	785	827
Del cual: Bonos de Reconocimiento	31	134	20	180	131	192	137	144
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 182	-3 250	-1 374	-2 283	-2 898	-1 440	-2 507	-2 478
II. Fuentes	-724	-1 745	-498	-291	-929	-181	-966	-744
1. Externas	110	974	185	1 158	1 158	1 089	656	479
2. Bonos ^{2/}	116	840	108	1 046	1 042	1 053	500	500
3. Internas ^{3/}	-950	-3 559	-792	-2 496	-3 129	-2 324	-2 121	-1 723

Memo:

Saldo de deuda pública bruta

En millones de US\$	29 853	31 870	31 351	31 465	32 447	32 771	32 024	31 481
En porcentaje del PBI	30,8	29,2	27,2	24,2	24,0	22,5	21,7	19,6

Saldo de deuda neta ^{4/}

En millones de US\$	21 682	19 061	18 276	15 582	16 318	14 244	13 122	10 126
En porcentaje del PBI	22,4	17,5	15,8	12,0	12,1	9,8	8,9	6,3

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas colocaciones realizadas con fines de prepago, tanto para operaciones internas como externas.

2/ Incluye bonos internos y externos.

3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

Fuente: BCRP y MEF.

43. La deuda neta, indicador de la posición de pasivos netos y de la solvencia del sector público, se reduciría en los próximos años hasta una tasa de 6,3 por ciento del PBI en 2010, como consecuencia principalmente de los superávit fiscales previstos, con la acumulación consecuente de depósitos, así como de las operaciones de administración de deuda antes mencionadas.

V. Política Monetaria

Desde el último Reporte de Inflación el Banco Central ha continuado aplicando una política monetaria orientada a controlar las expectativas de inflación del público, las que se han elevado en un entorno de crecimiento de los precios acompañado de un alto dinamismo de la actividad y de la demanda interna.

El ajuste monetario en este periodo ha consistido en una combinación de elevación de la tasa de interés de referencia de la política monetaria con incrementos de las tasas de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera. El empleo del encaje como instrumento de ajuste se justificó por la necesidad de neutralizar efectiva y oportunamente la entrada de un importante volumen de capitales de corto plazo del exterior que amenazó con expandir de manera no deseada la liquidez del sistema financiero.

44. El BCRP monitorea continuamente la evolución de la inflación con el fin de tomar las medidas preventivas para que la inflación se ubique en la meta, considerando que las decisiones de política monetaria afectan con rezago a la economía y los precios.

El instrumento que utiliza el Banco Central para lograr su cometido es la tasa de interés de referencia. Sin embargo, el Banco Central puede recurrir ocasionalmente a otros instrumentos de control monetario para influir en la posición de la política monetaria, como es el caso de los requerimientos de encaje. A través de este mecanismo se ha buscado este año reforzar el control monetario ante las fuertes entradas de capitales de corto plazo.

45. El Directorio ha enfatizado reiteradamente a través de las Notas Informativas de los Programas Monetarios, que desde mayo de 2007 la trayectoria de la tasa de inflación acumulada a 12 meses ha estado influenciada principalmente por las alzas de las cotizaciones internacionales, particularmente de alimentos, en un contexto de elevado dinamismo de la demanda interna producto del optimismo de los empresarios y consumidores y el mayor crecimiento del crédito.

Desde octubre de 2007 la tasa de inflación se ha ubicado por encima del nivel de tolerancia de 3 por ciento y de la proyección central contenida en el Reporte de Inflación

de setiembre de 2007, aunque dentro de lo previsto en el escenario de mayores cotizaciones de alimentos importados del balance de riesgos.

Los riesgos de una mayor inflación asociada al incremento de las cotizaciones internacionales continuaron materializándose entre enero y mayo de 2008.

En este contexto, el Directorio del Banco Central ha venido tomando medidas desde julio del año pasado para evitar que las expectativas de inflación se desvíen sistemáticamente de la meta de inflación y coadyuvar a que la tasa de inflación converja gradualmente a la meta de 2 por ciento con una tolerancia de 1 por ciento hacia arriba y hacia abajo, en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna y de riesgos latentes de una mayor inflación importada.

Así, luego de tres aumentos de 25 puntos básicos en julio y setiembre de 2007 y enero de 2008, en el mes de abril se acordó elevar la tasa de interés de referencia de 5,25 a 5,50 por ciento, con el fin de continuar atenuando el ritmo de crecimiento del crédito y de la demanda interna, y así evitar que los incrementos de precios originados por choques de oferta se trasladen de manera perdurable a las expectativas de inflación.

En mayo de 2008, el Directorio hizo una pausa en la modificación de la política monetaria, aunque reiteró que se mantiene atento al impacto del conjunto de medidas aprobadas en la evolución de la actividad económica y los precios. En junio se acordó elevar la tasa de interés de referencia a 5,75 por ciento con las mismas consideraciones tomadas en cuenta en los incrementos previos.

46. El Banco Central también ha venido adoptando medidas relacionadas a los requerimientos de encaje a las que están sujetas las entidades del sistema financiero nacional.

En setiembre de 2007, en un escenario de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, asociado al deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos, el BCRP excluyó como obligación sujeta a encaje a los créditos del exterior iguales o mayores a 2 años provenientes de entidades financieras internacionales con la finalidad de inducir a que la estructura de financiamiento del sistema financiero local sea menos vulnerable a choques externos.

En enero se observó un ingreso sin precedentes de capitales externos de corto plazo hacia el mercado de activos en moneda nacional. Frente a ello, el Banco Central aumentó su ritmo de intervenciones en el mercado cambiario comprando US\$ 3 270 millones para evitar los riesgos que implica una excesiva volatilidad del tipo de cambio en una economía dolarizada.

Entre enero y marzo de 2008, la tenencia de CDBCRP por parte de no residentes mostró una tendencia creciente alcanzando un saldo de US\$ 2 627 millones a marzo. Sin embargo, a partir de abril dicha tendencia comenzó a revertirse, con lo cual el saldo disminuyó a US\$ 2 207 millones a mayo.

Cuadro 19

TENENCIA DE NO RESIDENTES DE ACTIVOS EN RENTA FIJA EN MONEDA NACIONAL

(Millones de US\$)

	Dic. 06	Dic. 07	Ene. 08	Feb. 08	Mar. 08	Abr. 08	May. 08
1. CDBCRP	0	895	2 403	2 371	2 627	2 514	2 207
2. Renta Fija	1 147	1 851	1 989	2 516	2 726	2 771	2 887
3. Depósitos en la banca	60	76	81	344	770	1 015	388
Total	1 207	2 822	4 473	5 231	6 123	6 300	5 482

Además, el Directorio aprobó elevar los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera, con el objetivo de apoyar los mecanismos de esterilización y reducir el elevado dinamismo del crédito del sistema financiero al sector privado. De este modo, se incrementaron los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera en enero, marzo y abril, con efectividad a partir de febrero, abril y mayo, respectivamente.

Cuadro 20

RESUMEN DE MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA

(Tasas de interés en porcentaje)

Medida de política monetaria	Dic. 07	Ene. 08	Feb. 08	Mar. 08	Abr. 08	May. 08
Tasa de referencia	5,00	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50
Encaje legal en S/. y US\$	6,0	6,0	7,0	7,0	8,0	8,5
Requerimiento mínimo en CC en S/. y US\$ ^{1/}	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Encaje marginal en S/. ^{2/}	6,0	6,0	15,0	15,0	20,0	25,0
Encaje marginal en S/. (no residentes)	6,0	6,0	15,0	15,0	40,0	120,0
Remuneración encaje marginal en S/. ^{3/}	n.a.	n.a.	3,50	3,50	3,75	3,75
Encaje marginal en US\$	30,0	30,0	40,0	40,0	40,0	45,0
Encaje marginal en US\$ (no residentes)	30,0	30,0	40,0	40,0	40,0	45,0
Remuneración encaje marginal en US\$ ^{4/}	3,5	3,5	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8	L - 7/8
Periodo base para encaje marginal en US\$	Set. 04	Set. 04	Dic.07	Dic.07	Dic.07	Abr. 08
Límite de inversión en el exterior de AFPs ^{5/}	15,0	17,0	17,0	20,0	20,0	20,0

1/ CC = Cuenta corriente en el Banco Central. A partir de febrero, el monto de encaje adicional exigido debe ser mantenido en esta cuenta corriente.

2/ Hasta enero de 2008 incluye el encaje mínimo legal.

3/ Tasa de interés *overnight* en el BCRP menos 100 puntos básicos.

4/ L = London Interbank Offered Rate (LIBOR) en US\$ a un mes de plazo.

5/ En enero de 2008 el límite fue elevado inicialmente de 15 a 16 por ciento y posteriormente de 16 a 17 por ciento.

Los aumentos de las tasas de encaje en moneda nacional coadyuvaron a reducir la liquidez en el mercado interbancario, estimándose que el impacto de estas medidas en la actividad económica y los precios sería equivalente a un incremento de la tasa de interés de referencia de 143 puntos básicos.

Complementariamente, el Directorio decidió restringir la negociabilidad de los Certificados de Depósito del BCRP y sustituirlos por depósitos a plazo en el Banco Central y Certificados de Depósito del BCRP con Negociación Restringida (CDBCRP-NR), limitando su adquisición inicialmente a las entidades del sistema financiero nacional por considerar que éstos debían operar como un instrumento de regulación monetaria y no de inversión.

47. Junto a estas medidas, en el mes de abril, el Directorio decidió también elevar la tasa de encaje de 40 a 120 por ciento a las obligaciones en moneda nacional con las entidades financieras no residentes, con la finalidad de desalentar la entrada de capitales externos de corto plazo.

Con el objetivo de elevar la liquidez de los CDBCRP-NR, el Directorio decidió incrementar el número de agentes autorizados a participar en las subastas primarias y permitir la negociabilidad de estos instrumentos únicamente entre los participantes en estas subastas.

Finalmente, el Directorio, continuando con su decisión de aumentar en forma gradual el límite de inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones, incrementó a 20 por ciento este tope, nivel máximo permitido por la ley hasta abril, para procurar una mejor administración del riesgo del portafolio mediante una mayor diversificación.

RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO: Febrero 2008 – Junio 2008

Febrero: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,25 por ciento. Esta decisión fue tomada considerando que en enero, el Directorio aprobó el aumento del encaje en moneda nacional, con vigencia a partir de febrero, cuyo impacto equivale a una elevación de la tasa de referencia en 25 y 50 puntos básicos en el corto y largo plazo, respectivamente. Adicionalmente, aprobó elevar el encaje en moneda extranjera y el lanzamiento de Certificados de Depósito con Negociación Restringida, con el objeto de neutralizar la entrada masiva de capitales de corto plazo ocurrida en la primera quincena de enero.

El Directorio continúa atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, tanto internos como externos, para tomar las medidas conducentes a que la inflación se ubique en el nivel meta y espera que con estas medidas y la normalización paulatina de la turbulencia financiera internacional la inflación converja al rango meta en el segundo semestre de 2008.

Marzo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó, con vigencia a partir de abril de 2008, elevar el encaje legal de 7 a 8 por ciento e incrementar el encaje marginal en moneda nacional de 15 a 20 por ciento. Asimismo, acordó igualar la tasa de encaje marginal a 40 por ciento para depósitos y obligaciones de corto plazo en cualquier moneda de las entidades financieras no residentes.

El Directorio decidió mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,25 por ciento, tomando en cuenta que la elevación del encaje acordado a partir de abril se estima tendría un impacto equivalente a un aumento de esta tasa en 50 puntos básicos.

Todas estas medidas implican un ajuste adicional de la política monetaria para evitar que los aumentos de los precios internacionales se trasladen a las expectativas de inflación en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna.

Abril: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,25 a 5,50 por ciento. Asimismo, aprobó que a partir de mayo se eleven los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera a las entidades financieras. Estas medidas están en línea con los aumentos de encaje aprobados en enero y marzo últimos, así como con los aumentos de la tasa de referencia de 4,50 a 5,25 por ciento entre julio de 2007 y enero de 2008.

Se estima que esta elevación de las tasas de encaje equivale a un aumento de la tasa de referencia de 50 puntos básicos. La razón de las medidas adoptadas es atenuar el ritmo de crecimiento del crédito y evitar así que los incrementos de precios originados en choques de oferta de alimentos se trasladen de manera perdurable a las expectativas de inflación.

Mayo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,50 por ciento.

El Directorio se mantiene atento a los efectos de los incrementos previos en la tasa de interés de referencia y de las medidas de encaje aprobadas en enero, marzo y abril últimos, en la evolución de la inflación. Reitera que adoptará los ajustes requeridos para asegurar la convergencia gradual de la inflación al rango meta, en un entorno en el que el alza de los precios se ha venido explicando fundamentalmente por choques de oferta de alimentos.

Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,5 a 5,75 por ciento. Esta elevación -junto con las sucesivas medidas de ajuste monetario tomadas en lo que va del año- está orientada a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto tanto público como privado.

De esta forma, se espera que la inflación retorne progresivamente al nivel meta en un entorno de crecimiento económico alto y sostenido.

El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación.

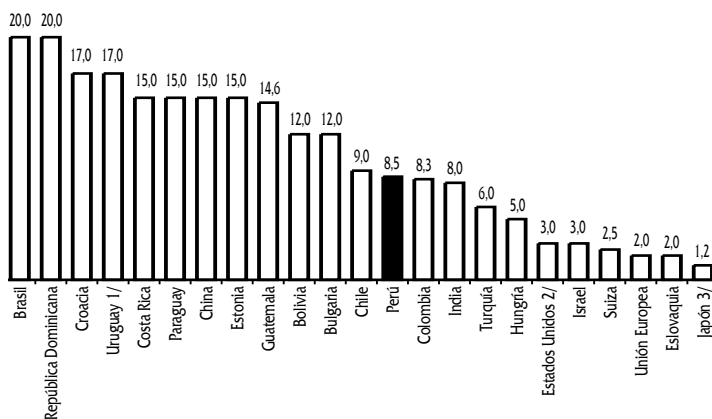
RECUADRO 6

EL ENCAJE COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Los requerimientos de encaje son los fondos que las entidades financieras deben mantener como reserva para poder cumplir con retiros no esperados de depósitos. Estos fondos se mantienen en forma de efectivo en caja o como depósitos en el banco central. En general los bancos centrales exigen reservas legales mínimas, sin embargo en algunos países (México y Reino Unido, por ejemplo) la decisión de mantener reservas es voluntaria¹¹.

La tendencia mundial es hacia mantener encajes operativos cada vez menores y utilizar operaciones de mercado abierto para regular la liquidez. Sin embargo, como se observa en el gráfico siguiente, existe todavía una gran dispersión en las tasas de encaje mínimo legal exigidos por distintos países. De igual manera, los conceptos de obligaciones sujetas a encaje difieren entre países según los tipos o plazos de los depósitos.

REQUERIMIENTOS DE ENCAJE MÍNIMO LEGAL
(En porcentaje)



1/ Corresponde a depósitos hasta 360 días.

2/ 0% entre \$ 0 y \$ 9,3 millones, 3% sobre \$ 9,3 y \$ 43,9 millones y 10% sobre \$ 43,9 millones.

3/ 1,2% sobre 2,5 billones de yenes, 0,9% entre 1,2 y 2,5 billones, 0,05% entre 50 millones y 1,2 billones.

Fuente: Bancos Centrales, FMI y FELABAN.

En el caso de economías dolarizadas, sin embargo, existen riesgos adicionales de iliquidez, en la medida que el banco central tiene un rol limitado como prestamista de última instancia en monedas distintas a la doméstica. Por ello, la práctica común en estos escenarios es la de exigir mayores encajes adicionales para las obligaciones en moneda extranjera de las entidades financieras con el público.

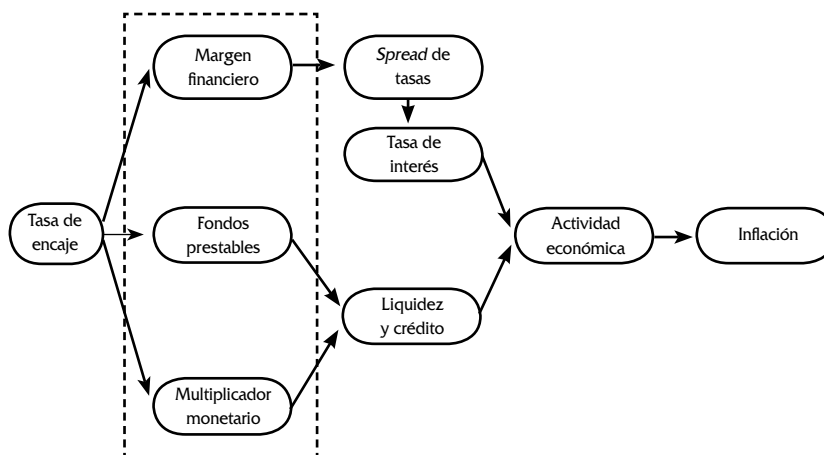
11 Heller, D. y Lengwiler, Y. "Payment obligations, reserve requirements, and the demand for central bank balances", *Journal of Monetary Economics* 50 (2003) 419-432.

PAÍSES DOLARIZADOS	RATIO DE RESERVAS		ADICIONAL	
	LOCAL	EXTRANJERA	LOCAL	EXTRANJERA
Bolivia	12% (2% en efectivo)	14% (2% en efectivo)		7,5%
Bulgaria	12%	12%		
Costa Rica	15%	15%		
Croacia	17%	17%	40% y 15%	40% y 15%
Hungría	5%	5%		
Israel	6% hasta 6 días 3% entre 1 semana y 1 año 0% mayor a 1 año	6% hasta 6 días 3% entre 1 semana y 1 año 0% mayor a 1 año		
Mozambique	11,5%	11,5%		
Paraguay	15% dep. vista 15% entre 2 y 360 días 7% entre 361 y 540 días 0% mayor a 540 días	26,5% dep. vista 26,5% entre 2 y 360 días 16,5% entre 361 y 540 días 6,5% entre 541 y 1080 días 1,5% mayor a 1080 días		
Perú	8,5%	8,5%	25%	45%
Santo Tomé y Príncipe	22%	22%		
Uruguay	17% menor a 30 días 9% entre 30 y 90 días 6% entre 91 y 180 días 4% entre 181 y 365 días	25% menor a 180 días 19% mayor a 180 días 30% para dep. de no residentes	8%	10%
Zambia	12,5%	12,5%		

Fuente: Bancos centrales y FELABAN.

Este mayor requerimiento de encaje en moneda extranjera permite mejorar la posición de liquidez internacional de la economía y atender eventuales escenarios de escasez de estos fondos en un contexto, por ejemplo, de crisis financiera internacional.

Es común que en el esquema de metas explícitas de inflación, implementado actualmente por 25 países en el mundo (entre ellos el Perú, desde el año 2002), el instrumento operativo que indique la posición de la política monetaria sea la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. Sin embargo, en un escenario de exceso de liquidez causado por entradas de capitales externos, el encaje puede utilizarse como instrumento de política monetaria. En el gráfico se muestra el canal a través del cual se afectan las condiciones crediticias.



El encaje influye indirectamente sobre la tasa de interés al encarecer el costo de intermediación financiera e inducir un mayor *spread* entre las tasas activas y pasivas, por lo que el banco optará por una mayor tasa activa, una menor tasa pasiva, menores márgenes financieros o cualquier combinación de éstas, para enfrentar este mayor encaje.

$$MF = (1 - \text{tasa de encaje exigible}) * i_{\text{activa}} + (\text{tasa de encaje exigible} - TML) * i_{\text{rem.encaje}} - i_{\text{pasiva}}$$

Así, se puede medir la equivalencia del encaje en términos de tasa de interés considerando que los bancos buscan restablecer su margen financiero, el cual se reduciría debido al aumento del encaje, mediante incrementos en la tasa activa en los puntos básicos que se requieran para restablecer dicho margen.

Otro mecanismo a través del cual los mayores niveles de encaje afectan los fondos prestables es el impacto en el multiplicador monetario. Éste muestra la capacidad del sistema bancario para expandir la liquidez, compuesta por el circulante (billetes y monedas en poder del público) y por depósitos bancarios; a partir de la emisión primaria, compuesta por el circulante y las reservas de encaje de las entidades financieras.

$$\downarrow M^s = \downarrow m \cdot \overline{BM}$$

Este proceso de expansión se origina en el primer depósito recibido por los bancos que luego de deducir los fondos de encaje que se deben mantener son colocados como préstamos al sector privado. El sector privado, luego de efectuar las transacciones deseadas y decidir el dinero en efectivo que desea mantener de acuerdo a su preferencia por circulante, los volverá a depositar en los bancos. Este proceso continúa hasta que la liquidez alcance un monto máximo coherente con el desarrollo del sistema financiero. De esta manera se puede deducir claramente que el multiplicador monetario es determinado por la tasa de encaje y por la preferencia por circulante del público. Incrementos en la tasa de encaje reducen el multiplicador, y por este canal, la oferta monetaria.

$$m = \frac{1}{(c + r_j(1 - c))}$$

donde:

- MF = Margen financiero
- TML = Tasa mínima de encaje legal
- M^s = Oferta monetaria
- BM = Base monetaria o Emisión primaria
- m = Multiplicador
- c = C/M Preferencia del público por circulante
- r_j = R/D Tasa de encaje efectivo
- C = Circulante en poder del público
- M = Liquidez en moneda nacional del sistema bancario
- R = Fondos de encaje de los bancos.
- D = Depósitos en moneda nacional del sector privado en el sistema bancario.

El encaje actúa relativamente más sobre todo el segmento de colocaciones del sector financiero, en tanto que la tasa de referencia afecta relativamente más a las tasas de interés de operaciones con menores plazos y con menor riesgo crediticio, incluyendo tasas activas, pasivas y del mercado de capitales.

En conclusión, la meta operativa de la política monetaria es la tasa de interés de referencia, ya que presenta ventajas, en general, sobre otros instrumentos de regulación monetaria. Sin embargo, en situaciones excepcionales, de significativas entradas de capitales externos destinados a adquirir activos financieros en soles, en una economía con aún altas tasas de dolarización, se puede utilizar de manera complementaria mayores requerimientos de encaje para reforzar el control monetario.

VI. Mercados financieros

Las tasas de interés del mercado monetario y bancario han reflejado principalmente los incrementos de la tasa de referencia del BCRP y los efectos de las medidas de encaje que se implementaron a partir de febrero de 2008. Las tasas de interés de largo plazo del mercado de capitales se mantienen en niveles similares a las observadas en enero de 2008, mientras que se viene registrando una reducción de las tasas de menor plazo de la curva de rendimiento (hasta 10 años), por la mayor demanda por bonos soberanos en un escenario de recomposición de portafolio de los inversionistas luego de importantes entradas de capitales de corto plazo observadas en los primeros meses de 2008.

Por su parte, los agregados monetarios y crediticios han moderado el dinamismo mostrado recientemente, consistente con las medidas de política monetaria implementadas en lo que va del año, en un escenario de alto crecimiento del nivel de actividad económica, mayor grado de intermediación financiera de la economía, recomposición del portafolio de activos de los agentes económicos e importantes entradas de capitales de corto plazo. Para los siguientes meses se espera que las medidas de política implementadas continúen moderando el dinamismo de la liquidez y el crédito y contribuyan a una senda de alto y sostenido crecimiento sin generar presiones inflacionarias.

48. Las operaciones monetarias del Banco Central se realizan para regular la liquidez del sistema financiero, con la finalidad de influir sobre la tasa interbancaria para aproximarla al nivel de la tasa de referencia del BCRP. La tasa interbancaria sirve de guía para la formación del resto de las tasas de interés en nuevos soles, con mayor incidencia sobre las operaciones a menor riesgo y a plazos más cortos. Ello debido a que este tipo de operaciones depende menos de otros factores como el riesgo crediticio o las expectativas de inflación de largo plazo.

La tasa preferencial para clientes corporativos a plazo de tres meses se incrementó de 5,6 a 6,2 por ciento entre enero y mayo de 2008. Ello se explica por la elevación de la tasa de interés de referencia a 5,25 por ciento en enero y a 5,50 por ciento

en abril de 2008 y por las medidas de encaje implementadas a partir de febrero de 2008. Con ello el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles se ubicó en alrededor de 67 puntos básicos en mayo 2008, *spread* similar al promedio registrado en los últimos años.

Cuadro 21

TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES

(En porcentaje)

Fecha	Corporativa	Interbancaria	Comerciales	Microempresa	Consumo
Dic. 06	5,23	4,51	9,46	39,05	34,79
Dic. 07	5,60	4,99	8,99	35,60	33,54
Ene. 08	5,56	4,44	8,97	35,47	33,83
Feb. 08	5,54	5,02	8,97	35,29	35,10
Mar. 08	5,59	5,21	9,20	35,44	34,10
Abr. 08	6,05	5,37	9,46	35,43	33,65
May. 08	6,20	5,53	9,64	35,34	32,82

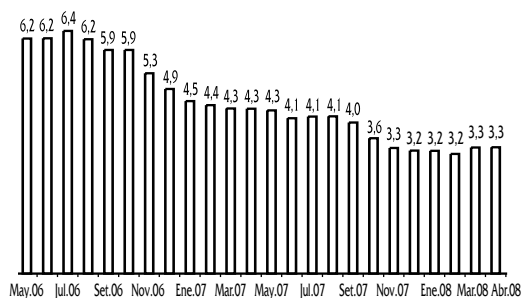
49. Las demás tasas de interés de operaciones activas de la banca tuvieron un comportamiento mixto entre enero y mayo de 2008. Las tasas de los créditos comerciales se incrementaron (de 9,0 a 9,6 por ciento). Sin embargo, las tasas de los créditos de consumo y a microempresas se redujeron durante el mismo periodo (de 33,8 a 32,8 por ciento y de 35,5 a 35,3 por ciento, respectivamente) lo que respondería a la mejor situación de las personas como sujetos de crédito que ha permitido un mayor cumplimiento de las obligaciones crediticias.

Asimismo, por el lado de las microempresas, la reducción se debe al buen desempeño económico y a la mejora en su situación financiera en un escenario de competencia entre la banca y las entidades microfinancieras en este segmento. Como resultado, la tasa activa promedio de las operaciones de crédito bancario (TAMN) efectuadas en este periodo, que incluye operaciones con diferentes niveles de riesgo, subió de 23,3 por ciento en enero a 23,6 por ciento en mayo de 2008.

50. La tasa de Créditos Hipotecarios en moneda nacional se mantuvo estable en 9,8 por ciento, mientras que en dólares disminuyó (pasó de 9,8 a 9,6 por ciento), lo que estaría explicado por una mayor competencia en este segmento.

51. En relación con las tasas pasivas en nuevos soles, éstas se redujeron respecto a los niveles registrados en enero, en particular las de mayores plazos. Así las tasas para depósitos hasta 180 días y hasta 360 días se redujeron de 5,3 a 5,0 por ciento, y de 5,7 a 5,5 por ciento, respectivamente. Este resultado responde a la reacción de los bancos por compensar la caída en el margen financiero debido al efecto de las medidas de encaje; no obstante, la tasa hasta 30 días aumentó de 4,5 a 4,8 por ciento entre enero y mayo de 2008.

Gráfico 56
RATIO CARTERA ATRASADA / CRÉDITOS DIRECTOS VIGENTES DE LOS CRÉDITOS OTORGADOS POR LAS EMPRESAS BANCARIAS A LA MICROEMPRESA



Cuadro 22**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES**

(En porcentajes)

	(A) Nuevos Soles					(B) Dólares					Diferencial (A) - (B)				
	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2007	Ene. 2008	May. 2008	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2007	Ene. 2008	May. 2008	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2007	Ene. 2008	May. 2008
1. Tasa de referencia y tasa FED funds	4,5	5,0	5,0	5,3	5,5	5,3	4,8	4,3	3,0	2,0	-0,8	0,3	0,8	2,3	3,5
2. Depósitos hasta 30 días	4,5	4,9	4,8	4,5	4,8	4,6	4,6	4,9	4,8	6,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,5
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,8	5,0	5,3	5,3	5,0	3,6	3,8	3,8	3,9	4,4	1,1	1,2	1,5	1,5	0,6
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,5	5,5	5,6	5,7	5,5	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8	1,8	1,6	1,8	1,8	1,7
5. Activa preferencial corporativa	5,2	5,5	5,6	5,6	6,2	6,1	6,2	6,4	6,0	10,0	-0,9	-0,7	-0,8	-0,4	-3,8
6. Activa promedio hasta 360 días	13,3	12,8	13,2	13,3	13,6	9,9	9,9	9,7	9,6	10,5	3,4	3,0	3,6	3,7	3,1
7. Activa promedio estructura constante	16,5	16,1	16,3	16,3	16,6	10,5	10,3	10,0	9,9	10,3	6,1	5,8	6,3	6,4	6,3

52. En mayo de 2008, las tasas de interés de los depósitos en dólares para la mayoría de los plazos se incrementaron con respecto a los niveles registrados en enero. En consecuencia, el diferencial entre las tasas pasivas se redujo, en mayor proporción para plazos entre 31 y 180 días. En cuanto a los diferenciales entre las tasas activas en dólares y nuevos soles, éstas también disminuyeron con excepción de la tasa activa preferencial corporativa.

53. Entre enero y mayo, el diferencial de la tasa promedio en dólares de un depósito hasta 30 días con respecto a soles se incrementó de 30 puntos básicos (4,5 por ciento en nuevos soles frente a 4,8 por ciento en dólares) a 150 puntos básicos (4,8 por ciento en nuevos soles frente a 6,3 por ciento en dólares), como consecuencia de las mayores necesidades de fuentes de financiamiento en moneda extranjera de las entidades del sistema financiero asociadas a los mayores requerimientos de encaje.

Operaciones Monetarias

54. La evolución de las tasas de interés, en particular de la tasa interbancaria, ha estado influenciada por las operaciones monetarias del BCRP, que, entre enero y mayo de 2008 estuvieron principalmente orientadas a esterilizar las entradas de capitales de corto plazo.

Cuadro 23

OPERACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
(En millones de nuevos soles)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
I. POSICIÓN DE CAMBIO	4 315	6 917	2 518	11 696	26 464	22 825
(Millones de US\$)	1 242	2 056	811	3 636	8 536	7 920
1. Operaciones cambiarias	998	1 854	767	2 861	7 070	7 244
A. Operaciones en la Mesa de Negociación	1 050	2 340	2 699	3 944	10 306	8 728
B. Sector público	-51	-487	-1 935	-1 084	-3 275	-1 522
C. Otros	-1	2	3	1	39	38
2. Resto de operaciones	244	202	44	775	1 466	676
II. ACTIVO INTERNO NETO	-3 560	-5 254	-464	-10 044	-23 294	-22 218
1. Depósitos del Sector Público	-921	-721	-2 821	-5 434	-6 751	-3 780
2. Compra temporal de títulos valores	-170	0	2 850	-2 850	0	0
3. Certificados de Depósitos BCRP	-2 462	-4 158	578	-389	-13 393	5 529
4. Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	319	0	-1 202	1 202	0	0
5. Certificados de Depósitos BCRP con negociación restringida	0	0	0	0	0	-19 894
6. Depósitos a plazo	0	0	0	0	0	-283
7. Depósitos overnight	65	-52	-8	-188	227	-909
8. Encaje en moneda nacional	7	-223	-343	-488	-746	-2 276
9. Resto	-398	-101	481	-1 897	-2 631	-605
III. CIRCULANTE	755	1 663	2 054	1 652	3 170	608
Memo 1: Saldos asociados a los componentes del Activo Interno Neto						
1. Depósitos del Sector Público	1 196	1 918	4 738	10 172	16 922	20 703
2. Compra temporal de títulos valores	0	0	2 850	0	0	0
3. CDBCRP	4 097	8 255	7 676	8 066	21 458	15 929
4. CDRBCRP	0	0	1 202	0	0	0
5. CDBCRP-NR	0	0	0	0	0	19 894
6. Depósitos a plazo	0	0	0	0	0	283
7. Depósitos <i>overnight</i>	0	52	60	247	20	929
8. Encaje en Moneda Nacional	1 123	1 345	1 688	2 176	2 922	5 198
Memo 2: Saldos a fin de periodo						
+ Circulante	6 319	7 982	10 036	11 687	14 857	15 465
+ Saldo total esterilizado	5 355	10 321	13 788	18 598	38 712	58 201

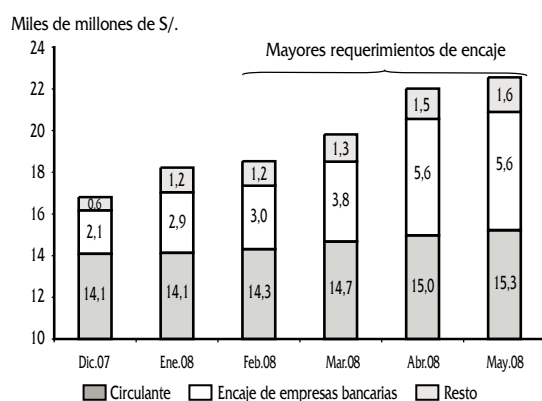
Fuente: BCRP.

* Al mes de mayo.

55. Como consecuencia de estas operaciones, el crédito interno neto del Banco Central se redujo en S/. 22 218 millones, entre mayo y enero 2008, permitiendo esterilizar el aumento de la posición de cambio del BCRP de US\$ 7 920 millones (S/. 22 825 millones) y de esta manera atender el flujo de demanda por circulante de S/. 608 millones.

56. El menor crédito interno del Banco Central significó un aumento en el saldo de esterilización de S/. 38 712 millones al cierre de 2007 a S/. 58 201 en mayo de 2008, que se explica principalmente por la colocación neta de Certificados de Depósito del BCRP con Negociación Restringida por S/. 19 894 millones, mayores depósitos del sector público por S/. 3 780

Gráfico 57
EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA POR COMPONENTES
(Saldos promedio del periodo)



millones y mayores fondos de encaje en moneda nacional por S/. 2 276 millones, que fueron parcialmente compensados por el vencimiento neto de Certificados de Depósito del BCRP por S/. 5 529 millones. Por su parte, el incremento en la posición de cambio del BCRP en US\$ 7 920 millones se explica principalmente por un flujo de operaciones cambiarias de US\$ 7 244 millones (compras netas de dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 8 728 millones y ventas al sector público por US\$ 1 522 millones).

Por su parte, el flujo de la emisión primaria promedio fue de S/. 5 746 millones. El 61,3 por ciento de este flujo correspondió a los mayores requerimientos de encaje, los mismos que se han mantenido principalmente en la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, considerando que el encaje marginal en moneda nacional y el régimen especial del encaje para obligaciones en moneda nacional con no residentes deben mantenerse en esta cuenta. De esta manera, los mayores requerimientos de encaje han permitido una mayor esterilización de fondos en el mercado interbancario.

57. El importante flujo de capitales de corto plazo registrado en este periodo incrementó la volatilidad de los fondos en moneda nacional de los bancos, lo que, junto a la mayor variabilidad observada en el tipo de cambio, se tradujo en una mayor preferencia de los bancos por liquidez de corto plazo, que afectó el control monetario del BCRP. En el caso particular de enero, el Banco de manera excepcional dejó de colocar CDBCRP algunos días para desincentivar la entrada masiva de capitales de corto plazo. Como consecuencia de ello, la tasa de interés interbancaria se desvió ocasionalmente de su nivel de referencia, tal como se observa en el siguiente cuadro. A partir de la segunda semana de febrero, y como consecuencia de las medidas de encaje y la introducción de colocaciones de CDBCRP-NR, la tasa de interés interbancaria se ha estabilizado alrededor de la tasa de referencia.

Cuadro 24

TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA

	2004	2005	2006	2007	2008				
					Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
Promedio	2,63	3,02	4,32	4,70	4,44	5,02	5,21	5,37	5,53
Desviación estándar	0,067	0,056	0,079	0,037	1,476	0,371	0,174	0,129	0,064
Coef. variabilidad (%) (a)	2,554	1,866	1,816	0,785	33,236	7,387	3,335	2,403	1,152

TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO VENTA

	2004	2005	2006	2007	2008				
					Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
Promedio	3,413	3,296	3,28	3,129	2,95	2,91	2,81	2,75	2,80
Desviación estándar	0,011	0,008	0,015	0,254	0,017	0,013	0,044	0,052	0,041
Coef. variabilidad (%) (b)	0,319	0,236	0,451	8,112	0,566	0,431	1,551	1,875	1,454
Ratio (a)/(b)	8,01	7,91	4,03	0,10	58,67	17,14	2,15	1,28	0,79

Gráfico 58
PLAZO RESIDUAL PROMEDIO DE OPERACIONES DE ESTERILIZACIÓN*
(En días)

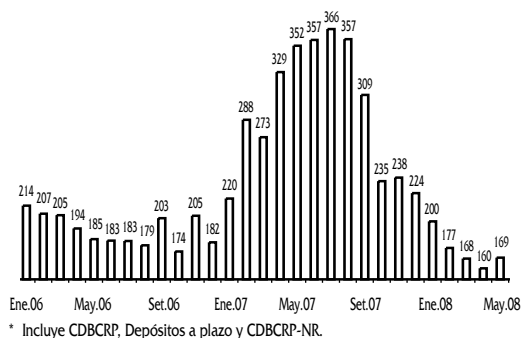


Gráfico 59
LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)

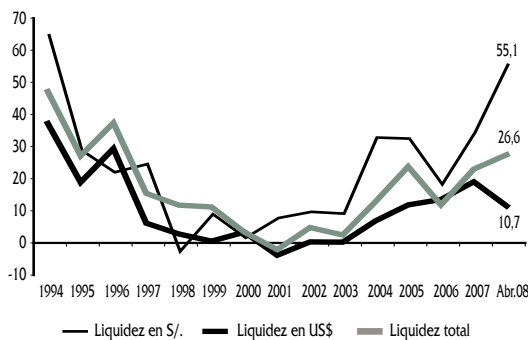
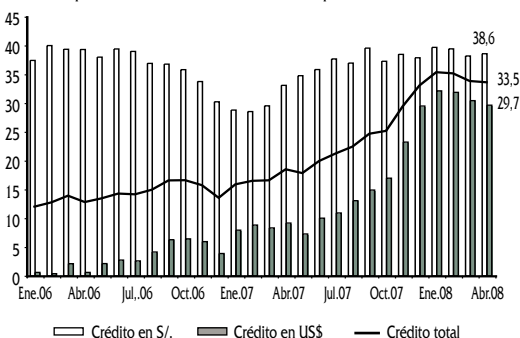


Gráfico 60
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual últimos 12 meses, a un tipo de cambio constante)



58. Asimismo, la mayor preferencia de los bancos por mantener altos niveles de liquidez, y rentabilizar sus fondos a plazos cortos, generó una reducción progresiva del plazo promedio del saldo de esterilización, que pasó de 200 días en enero de 2008 a 169 en mayo de 2008.

Liquidez y crédito

59. La evolución de la liquidez y crédito durante los primeros cuatro meses del año está también vinculada a la evolución de las tasas de interés en el mercado financiero y a las medidas de política monetaria del BCRP. La información disponible al mes de abril de 2008 muestra que la liquidez del sector privado creció 26,6 por ciento durante los últimos 12 meses, manteniendo el dinamismo observado desde diciembre de 2007 cuando alcanzó una tasa de expansión de 22,2 por ciento con relación a diciembre de 2006.

60. Con relación a los componentes por monedas, la expansión de la liquidez del sector privado es liderada por la liquidez en moneda nacional que al mes de abril creció 55,1 por ciento (últimos 12 meses) como resultado de la mayor preferencia relativa de los agentes económicos por nuevos soles como reserva de valor.

Este alto dinamismo de la liquidez en nuevos soles está asociado a un proceso de recomposición del portafolio de depósitos entre moneda nacional y moneda extranjera. Al mes de abril, los depósitos a plazo en nuevos soles se incrementaron 115,7 por ciento en los últimos 12 meses (los depósitos de personas naturales crecieron 78,4 por ciento y los de empresas jurídicas 232,3 por ciento); en tanto que la liquidez en moneda extranjera registró una desaceleración en su ritmo de expansión, creciendo al mes de abril a una tasa de 10,7 por ciento en los últimos 12 meses. Esta evolución es más clara en el caso de los depósitos de ahorro de las empresas jurídicas que se redujeron 20,7 por ciento en el mismo periodo.

61. El crédito al sector privado redujo ligeramente su dinamismo entre enero y abril de 2008. Así al mes de abril, considerando un tipo de cambio constante, la tasa de crecimiento del crédito para los últimos doce meses fue de 33,5 por ciento, menor a la tasa observada en enero del año 2008 (35,3 por ciento). Este menor dinamismo fue más marcado en el caso del crédito en moneda extranjera, cuya tasa de crecimiento se redujo 2,4 puntos porcentuales (de 32,1 a 29,7 por ciento entre enero y abril), mientras que en el caso del crédito en moneda nacional la disminución en el ritmo de crecimiento del crédito fue sólo 1 por ciento, de 39,7 a 38,6 por ciento¹².

62. Las recientes medidas de elevación de los requerimientos de encaje, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera,

12 En el Recuadro 7 se presentan indicadores estadísticos de auge crediticio.

Gráfico 61
FLUJO ANUAL DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Porcentaje del PBI)

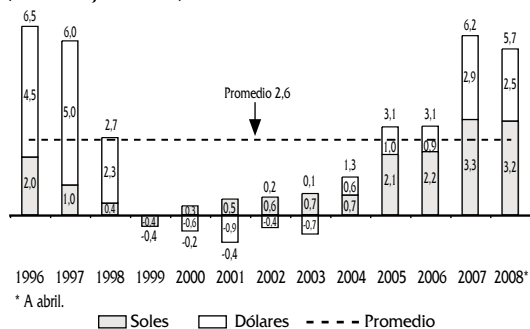


Gráfico 62
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO
(Variación porcentual últimos 12 meses)

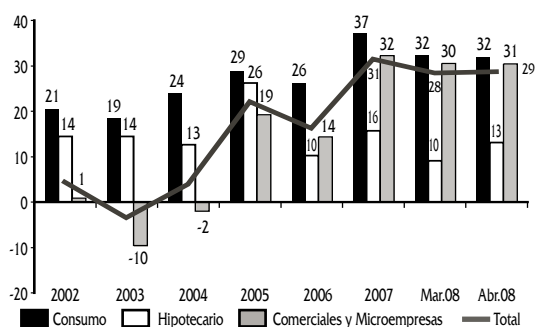
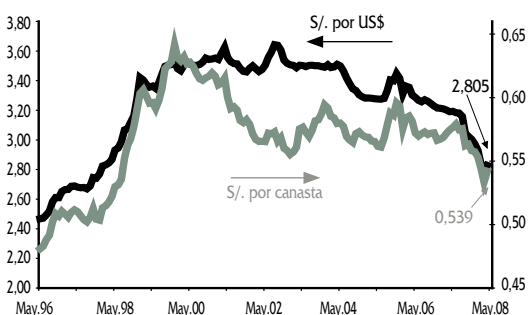


Gráfico 63
TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(S/. por Unidad Monetaria)



explicarían en parte este menor dinamismo del crédito. Así entre diciembre de 2007 y mayo de 2008, la tasa de encaje legal se elevó de 6 a 8,5 por ciento, mientras que las tasas de encaje marginal en nuevos soles y dólares se incrementaron de 6 a 25 por ciento y de 30 a 45 por ciento, respectivamente.

63. Este dinamismo del crédito se ha reflejado también en una menor participación del flujo del crédito en el PBI, que al mes de abril representa el 5,7 por ciento del PBI, 0,5 puntos por debajo de la alcanzada al cierre de 2007 (6,2 por ciento del PBI).
64. Esta disminución en el ritmo del crecimiento del crédito a doce meses, sin embargo, no ha sido homogénea al nivel de tipos de crédito. Así, se observa una mayor desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito hipotecario, cuya tasa de crecimiento se redujo de 15,7 por ciento en diciembre de 2007 a 13,1 por ciento en abril de 2008. En el caso del crédito de consumo y de los créditos comerciales y a microempresas, la reducción en el ritmo de crecimiento del crédito fue menor. Así, el crédito de consumo creció 32,1 por ciento en abril de 2008 versus 37,4 por ciento en diciembre de 2007, mientras que la tasa de crecimiento últimos doce meses de los créditos comerciales y a microempresas pasó de 32,3 a 30,5 por ciento en el mismo periodo.
65. El dinamismo del crédito de consumo se ha explicado, tanto por un mayor número de agentes nuevos sujetos de crédito como por un mayor nivel de endeudamiento por deudor. El nivel de deuda promedio por persona se ha incrementado de S/. 3 384 en diciembre 2007 a S/. 3 977 en abril de 2008.

Tipo de Cambio

66. En lo que va del año el Nuevo Sol se ha apreciado en 5,9 por ciento en términos nominales respecto al dólar, pasando de un promedio de S/. 2,982 en el mes de diciembre de 2007 a S/. 2,805 por dólar en el mes de mayo. El fortalecimiento del Nuevo Sol observado desde 2004 refleja los mejores fundamentos macroeconómicos de la economía peruana, complementada por la evolución favorable de las cuentas externas y la mayor confianza en la moneda doméstica que se ha reflejado en una mayor desdolarización de los depósitos (respecto al ritmo de dolarización de los créditos) en un contexto de persistente debilitamiento del dólar en el mercado internacional.

67. Asimismo, durante el primer trimestre de 2008 el Nuevo Sol estuvo sujeto a presiones apreciatorias adicionales debido al significativo flujo de capitales de corto plazo (al 4 de abril llegó a tener una apreciación acumulada anual de 10,1 por ciento). Sin embargo, luego de las medidas de encaje aprobadas en abril, el tipo de cambio pasó a tener una volatilidad en ambos sentidos y no sólo hacia la apreciación del Nuevo Sol. Ello ha favorecido un mayor volumen de transacciones en el mercado cambiario.

Gráfico 64
TIPO DE CAMBIO REAL
(Índice Dic.01 = 100)



68. Respecto a la canasta de monedas de nuestros 20 principales socios comerciales, el Nuevo Sol pasó de S/. 0,556 a fines de 2007 a S/. 0,539 en el mes de mayo, reflejando el fortalecimiento del Nuevo Sol de 2,9 por ciento en promedio con relación a sus principales socios comerciales, lo cual implica que en términos reales el Nuevo Sol se aprecie en 3,2 por ciento con respecto a la canasta de monedas. La inflación interna (2,7 por ciento) fue similar al incremento en el índice de precios externos (2,4 por ciento).

Cuadro 25

DESAGREGACIÓN DE COMPONENTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL

(Variaciones porcentuales)

	Tipo de cambio real multilateral	Tipo de cambio nominal con canastas de monedas	Inflación doméstica	Inflación de socios comerciales
1996	3,4	6,7	11,8	8,4
1997	-4,1	-3,0	6,5	5,2
1998	14,1	15,4	6,0	4,9
1999	6,4	4,9	3,7	5,3
2000	-2,3	-4,8	3,7	6,4
2001	-2,6	-5,7	-0,1	3,1
2002	-0,8	-3,9	1,5	4,8
2003	5,9	4,9	2,5	3,4
2004	-2,4	-2,4	3,5	3,5
2005	6,1	4,0	1,5	3,5
2006	-2,3	-4,0	1,1	3,0
2007	-1,7	-2,5	3,9	4,8
2008 ^{1/}	-3,2	-2,9	2,7	2,4

1/ Variación acumulada Mayo 08 - Diciembre 07.

Cuadro 26

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES: S/. POR UNIDADES MONETARIAS

(Variaciones porcentuales)

	Ponderación *	Real		Nominal	
		Var. Dic.07/ Dic.06	Var. May.08/ Dic.07	Var. Dic.07/ Dic.06	Var. May.08/ Dic.07
Estados Unidos	29,2%	-7,0	-5,9	-7,0	-5,9
Eurozona	12,3%	2,4	0,5	1,2	-0,6
Japón	4,0%	-3,1	1,3	-6,5	-1,2
Brasil	5,5%	11,8	1,3	12,1	1,1
Reino Unido	1,3%	-4,6	1,2	-6,4	0,0
Chile	6,7%	-1,6	-0,5	1,7	-1,1
China	11,4%	-1,3	-0,5	2,2	-2,8
Colombia	4,2%	4,6	-0,5	5,9	1,1
México	2,9%	-6,9	-2,1	-6,9	-3,4
Argentina	2,6%	-10,5	-2,1	-6,5	-0,8
Corea	2,2%	-7,7	-9,1	-8,0	-9,4
Taiwan	1,9%	-6,7	-0,2	-7,5	-2,0
Venezuela	3,1%	-7,0	-0,2	9,6	8,0
Canadá	4,8%	7,0	-5,9	5,8	-7,0
Ecuador	4,6%	-7,0	-5,9	-8,1	-3,6
Suiza	3,4%	-1,4	2,7	-3,5	1,1
Canasta	100,0%	-1,7	-3,2	-2,5	-2,9

* Ponderación con respecto al comercio de 2005.

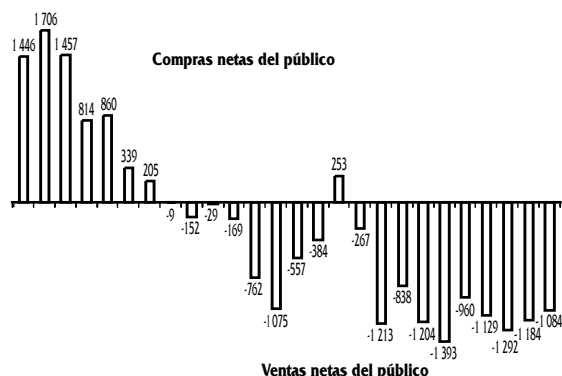
69. Además, en respuesta a la importante entrada de capitales de corto plazo, el BCRP intervino en el mercado cambiario con la finalidad de disminuir la volatilidad cambiaria e implementó medidas complementarias orientadas a atenuar el impacto de la entrada de capitales de corto plazo en el manejo monetario.

Este ingreso de capitales elevó la tenencia de activos domésticos en moneda nacional por parte de no residentes a un nivel máximo de S/. 27 773 millones en el mes de marzo de 2008, y un saldo de S/. 27 220 millones al mes de abril, lo que significó un aumento de S/. 8 766 millones respecto a diciembre de 2007. Este flujo se concentró principalmente en mayores inversiones de estos agentes en CDBCRP por S/. 4 245 millones, mayores depósitos en la banca por S/. 2 563 millones y mayores inversiones en Bonos del Sector Público en S/. 2 070 millones.

Una de las primeras medidas adoptadas por el BCRP en enero ante la entrada de capitales fue dejar de colocar CDBCRP y reemplazarlos posteriormente con nuevos certificados restringidos a las entidades del sistema financiero local. Otra medida fue la aplicación de una comisión de 0,10 por ciento sobre el valor de la transferencia con excepción de las efectuadas entre las instituciones vinculadas a la actividad financiera nacional.

Los inversionistas no residentes siguieron adquiriendo CDBCRP en el mercado secundario y aumentaron sus depósitos en la banca de S/. 238 millones el 31 de enero de 2008 a S/. 4 057 millones el 14 de abril de 2008. Ante ello, en el mes de abril el BCRP elevó a 4 por ciento la comisión por la ventas de CDBCRP y CDR-BCRP por parte de las instituciones residentes vinculadas a la actividad financiera y elevó el encaje marginal de 40 a 120 por ciento a las obligaciones en moneda nacional con las entidades financieras no residentes.

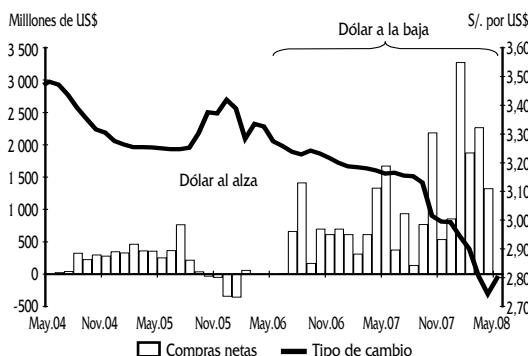
Gráfico 65
SALDO NETO DE OPERACIONES FORWARD DEL PÚBLICO
(Millones de US\$)



* Al 11 de junio.

70. Entre enero y mayo, las presiones apreciatorias han provenido principalmente del mercado *spot* y en menor medida por las operaciones realizadas en el mercado *forward*. Es así que en este periodo se observa una disminución en el flujo neto de operaciones *forward* (operaciones pactadas menos vencidas) pasando de US\$ 374 millones en diciembre de 2007 a un flujo de US\$ 93 millones en abril y de US\$ 63 millones en el mes de mayo.

Gráfico 66
COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL BCRP Y TIPO DE CAMBIO



71. La intervención del BCRP entre enero y mayo en el mercado cambiario le permitió acumular reservas internacionales netas por US\$ 7 170 millones, alcanzando un saldo de US\$ 34 859 millones a fines de mayo.

72. Los mayores montos de compras se registraron en los meses de enero y marzo, US\$ 3 270 millones y US\$ 2 266

millones respectivamente. En abril, a partir de la tercera semana, luego que el BCRP anunciara el aumento de la tasa de encaje a las obligaciones de las entidades financieras con no residentes, el BCRP dejó de intervenir en el mercado cambiario.

Cuadro 27

FLUJO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

(Millones de US\$)

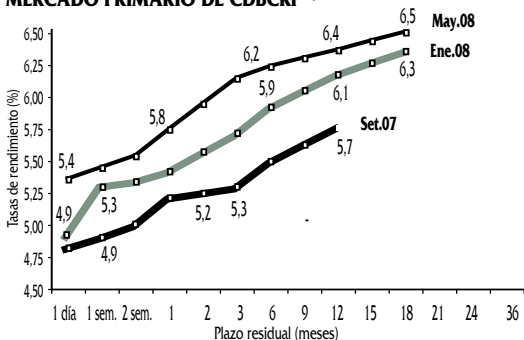
	2004	2005	2006	2007	1T 08	Abr. 08	May. 08
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	1 854	767	2 861	7 070	6 493	1 089	-340
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	3 944	10 306	7 409	1 319	0
a. Compras	2 340	3 130	4 299	10 306	7 409	1 319	0
b. Ventas	0	-431	-355	0	0	0	0
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-1 084	-3 275	-952	-230	-340
3. Otras operaciones (neto)	2	3	1	39	36	1	0
II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO	23	1 251	-684	1 154	-604	1 162	-562
III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO	359	-587	245	630	-921	27	187
IV. OTROS	201	35	756	1 560	920	-230	-52
V. TOTAL	2 437	1 466	3 178	10 414	5 888	2 049	-766

Mercado de Renta Fija

73. Las tasas de interés para diferentes plazos responden de manera diferente a las acciones de política del Banco Central. La transmisión de tasas es mayor para las tasas de corto plazo que responden más a las condiciones del mercado de dinero *overnight* en el cual se concentran las operaciones monetarias del Banco Central con las entidades del sistema financiero, mientras que las tasas de mayor plazo son afectadas además por factores de riesgo asociados a la liquidez, el crédito y la inflación. En la medida que opere el mecanismo de arbitraje entre las diferentes tasas, las acciones de política monetaria del Banco Central van a tener un impacto mayor en la estructura temporal de las tasas de interés.

74. De enero a mayo, el aumento en dos oportunidades de la tasa de referencia de la política monetaria de 5,0 a 5,50 por ciento se ha reflejado en una mayor curva de rendimiento de las emisiones primarias de los certificados de depósito con negociación restringida del Banco Central (CDBCRP-NR) con relación a las observadas en enero para los CDBCRP negociables. Los CDBCRP-NR reemplazaron a los CDBCRP cuya emisión fue cesada debido a que se había constituido en un refugio de corto plazo para los capitales especulativos.

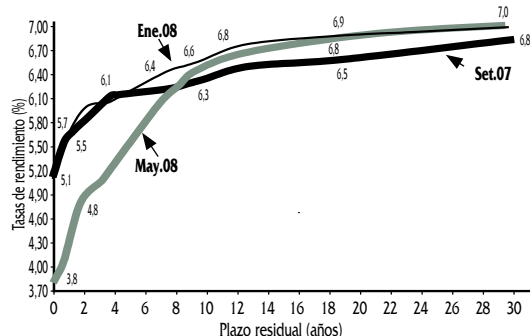
Gráfico 67
MERCADO PRIMARIO DE CDBCRP ^{1/}



1/ Las tasas de Ene.08 y Set.07 corresponden a CDBCRP y la de May.08 a CDBCRP-NR.
Promedio de las tasas de rendimiento subastadas en el periodo.

75. Sin embargo, la creciente demanda de los inversionistas no residentes en el mercado secundario de los CDBCRP presionaron a la baja las tasas de interés de negociación de los certificados de mayor plazo, sobre todo en abril, impulsada por las expectativas apreciatorias del Nuevo Sol. En los plazos más cortos, las tasas de CDBCRP, en abril, se situaron por encima de enero. En mayo, las tasas del mercado secundario para estos instrumentos aumentaron, inclusive por encima de las tasas de enero, como respuesta al incremento de la comisión de transferencia de CDBCRP en dicho mes y las menores expectativas apreciatorias del Nuevo Sol. Así, la tasa de CDBCRP en el mercado secundario a 7 meses en abril fue menor en 111 puntos básicos a las de enero, mientras que en mayo dicho diferencial desapareció.

Gráfico 68
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO ^{1/}



^{1/} Promedio de las tasas de rendimiento negociadas en el periodo.

76. Un efecto similar se observa en el mercado secundario de Bonos Soberanos del Tesoro Público (BTP). Desde febrero, el tramo más corto de la curva de rendimiento de los BTP (hasta 10 años) viene cayendo conforme aumenta la participación de los no residentes, mientras que en los tramos de mayor plazo se mantienen tasas similares a las observadas en enero.

77. La participación de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos se ha venido incrementando de 29,6 por ciento en diciembre a 40,0 por ciento en abril. Esta mayor participación se ha dirigido a instrumentos con plazos menores a 10 años cuyas tenencias han aumentado de S/. 631 millones en diciembre de 2007 a S/. 3 779 millones en abril de 2008.

Cuadro 28

MONTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO SECUNDARIO Y TENENCIAS DE NO RESIDENTES DE BTP A TASA FIJA

(Millones de Nuevos Soles)

	MONTOS NEGOCIADOS ^{1/}	% NO RESIDENTES SALDO BTP TASA FIJA	TENENCIAS NO RESID. A PLAZO < 10 AÑOS ^{2/}
Dic. 07	324	29,6%	631
Ene. 08	1 996	31,4%	2 310
Feb. 08	2 909	39,8%	3 536
Mar. 08	777	40,3%	3 633
Abr. 08	1 152	40,0%	3 779
May. 08	1 708	n.d	n.d

^{1/} Excluye las transferencias primarias que realizan los creadores de mercado en el mercado secundario.

^{2/} Excluye BTP a tasa VAC e incluye hasta el BTP 2017.

Fuente: DATATEC y MEF.

RECUADRO 7

INDICADORES DE AUJE CREDITICIO

De acuerdo con los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas de febrero de 2008, el 94 por ciento de los empresarios encuestados tiene favorables condiciones de acceso al crédito. Asimismo, la tasa de crecimiento promedio anual del crédito total al sector privado se ha incrementado de 26 por ciento en el cuarto trimestre de 2007 a 30 por ciento en el primer trimestre de 2008.

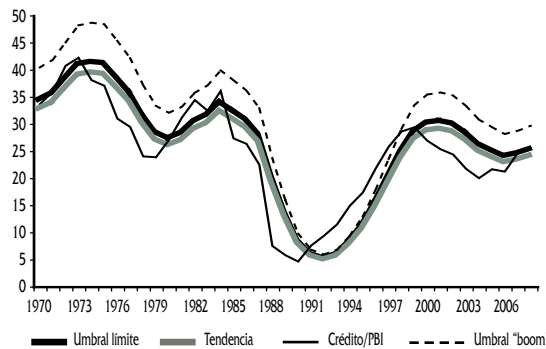
Este crecimiento del crédito al sector privado observado recientemente puede tener algún riesgo, debido a la dependencia de la calidad de la cartera en el ciclo económico y la asociación entre los episodios de “boom” crediticio y las crisis bancarias y de balanza de pagos.

En esta coyuntura, las recientes medidas de política monetaria (mayores encajes y tasa de referencia) están orientadas a atenuar el ritmo de crecimiento del crédito a las empresas y los hogares, con el fin adicional de evitar la propagación a las expectativas de inflación de los incrementos de los precios internacionales de alimentos.

Pero, ¿es sostenible o insostenible el crecimiento del crédito al sector privado observado durante los últimos años? Al respecto, ¿qué se entiende por crecimiento insostenible del crédito o “boom” crediticio? En primer lugar, Gourinchas et al. (2001) argumenta que los episodios de “boom” crediticio ocurren cuando el crédito al sector privado, como porcentaje del Producto Bruto Interno (PBI), supera en 1,24 veces su tendencia de largo plazo (umbral “boom”). A su vez, la duración de estos episodios está definida como el número de años que el ratio de crédito sobre PBI supera en 1,05 veces su tendencia de largo plazo (umbral límite).

En el siguiente gráfico se presentan los resultados del ejercicio bajo la metodología de Gourinchas, et. al (2001)¹³, con información anual desde 1970. Por un lado, se observa que el crédito, como porcentaje del PBI, se ha ubicado recientemente por encima del umbral límite, aunque todavía por debajo del umbral “boom”.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO
(Como porcentaje del PBI en S/. Millones de 1994)

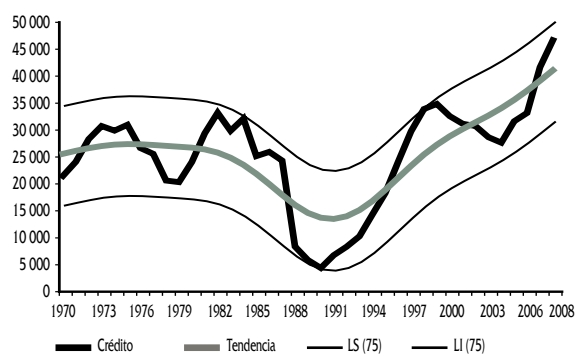


En segundo lugar, el Fondo Monetario Internacional (2004) señala que existe un “boom” crediticio cuando el crédito (en términos reales) supera su tendencia de largo plazo más allá de un umbral, que es 1,75 veces la desviación estándar del componente cíclico del crédito. Asimismo, sugiere que no todos los episodios de elevado crecimiento del crédito implican un “boom”. Al respecto, establece que el crédito en una economía puede crecer “rápida y sostenidamente” si su tasa de crecimiento promedio excede 17 por ciento en un periodo de tres años y no excede el umbral antes mencionado.

13 Para mayores detalles acerca de la metodología, consultar: Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche (2001). “Lending Booms: Latin America and the World”, NBER Working Paper N° 8249.

En el siguiente gráfico se presentan los resultados del ejercicio bajo la metodología del FMI (2004)¹⁴, también con información anual desde 1970. Así como en el caso anterior, se observa que el crédito ha venido creciendo progresivamente en los últimos años, aunque todavía se encuentra por debajo del umbral. Por otro lado, desde 1993 hasta 1998 se advierte un periodo de “rápido crecimiento del crédito”, similar al observado entre 2006 y 2008.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (En S/. Millones de 1994)



En conclusión, si bien el crédito al sector privado ha evolucionado favorablemente en los últimos años, en un contexto de gran optimismo de los empresarios y consumidores, todavía no habrían indicios de un “boom” crediticio. En este sentido, las medidas tomadas recientemente por el Banco Central tienen un carácter preventivo, porque pretenden aminorar el dinamismo del crédito antes de que éste adquiriera una senda peligrosa que pueda afectar negativamente al sistema financiero y a la economía en general.

14 Para mayores detalles acerca de la metodología, consultar: FMI (2004). “*World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms*”, Fondo Monetario Internacional.

VII. Inflación

Los factores que desde el año pasado han venido afectando las cotizaciones de los combustibles y principales alimentos básicos en los mercados mundiales continuaron presionando hacia el alza los precios internacionales de estos productos durante los primeros meses del año. En el mercado interno, estos eventos causaron el incremento de precios de algunos alimentos e insumos importados, lo que llevó a que la inflación importada sea el principal componente que explica la aceleración de la inflación total. Adicionalmente, la evolución de la inflación se vio afectada por el comportamiento de los precios de productos agrícolas, explicada de un lado por problemas de estacionalidad, que incidieron temporalmente en el abastecimiento de ciertos productos, y por el otro, por el impacto que tuvo sobre los precios agrícolas el aumento en el costo de los fertilizantes. La evolución de la inflación se ha dado en un contexto de alto crecimiento de la actividad y de la demanda interna.

De este modo, la tasa de inflación últimos 12 meses al mes de mayo se ubicó en 5,39 por ciento, impulsada en gran medida por el componente importado que se incrementó en 11,2 por ciento. Excluyendo el total de alimentos y bebidas, el aumento del resto de la canasta fue 1,92 por ciento, lo que muestra el significativo impacto que viene produciendo la evolución de los alimentos en la canasta del consumidor.

Si bien no se espera una reversión de precios de alimentos en los mercados internacionales a los niveles de precios prevalecientes anteriores a este episodio, se prevé que se producirá una corrección gradual de estos precios a partir del presente año.

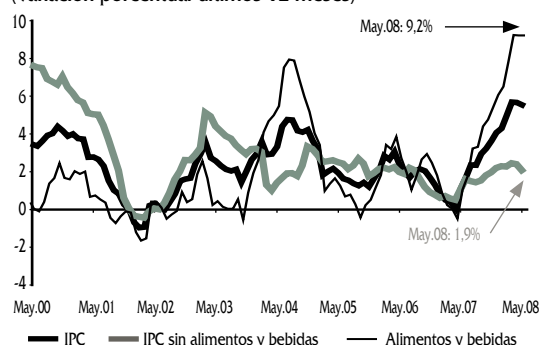
En ese sentido, el escenario base de proyección contempla una desaceleración de la inflación últimos 12 meses a partir del mes de abril, lo cual supone la normalización de los problemas que afectaron transitoriamente la oferta de productos agrícolas, así como una menor presión de los alimentos de origen importado. En cuanto a la evolución de los precios de los combustibles se asume que el fisco continuará con su política de reducir el impacto sobre los precios internos cuidando que no se afecte la sostenibilidad fiscal.

Ejecución de la inflación

78. Los choques de oferta de alimentos, iniciados en marzo de 2007, continuaron en el periodo enero-marzo de 2008 acumulando un aumento de 2,7 por ciento en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de enero a mayo. Como resultado de ello, la tasa de inflación últimos 12 meses llegó a alcanzar un nivel de 5,55 por ciento en marzo, nivel no visto desde diciembre de 1998.

El componente de alimentos y bebidas explicó 2,5 puntos porcentuales de la variación del IPC enero-mayo, equivalente al 93 por ciento de la inflación. Así, la tasa de inflación anual en mayo se ubicó en 5,39 por ciento correspondiendo una tasa de crecimiento promedio anual del 4,2 por ciento para el rubro total de alimentos.

Gráfico 69
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR TOTAL Y DEL RUBRO DE ALIMENTOS Y BEBIDAS
(Variación porcentual últimos 12 meses)

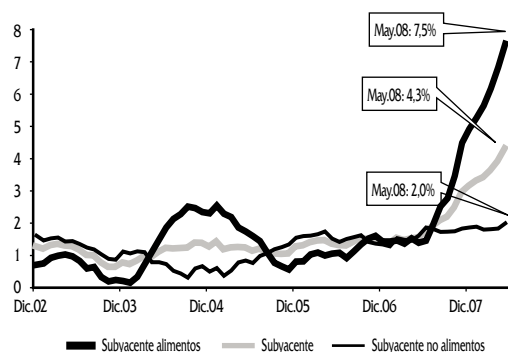


Cuadro 29

CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2008
(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Comidas fuera del hogar	12,0	3,9	0,45	Electricidad	2,2	-7,1	-0,15
Cebolla	0,4	107,8	0,41	Cítricos	0,7	-21,3	-0,14
Arroz	2,3	17,1	0,40	Pescado fresco y congelado	1,1	-10,2	-0,12
Aceites	0,8	26,8	0,24	Azúcar	1,4	-5,5	-0,07
Otras hortalizas	0,6	30,9	0,20	Uva	0,1	-29,1	-0,05
Tomate	0,3	61,2	0,17				
Total			1,87				-0,53

Gráfico 70
SUBYACENTE, SUBYACENTE ALIMENTOS Y NO ALIMENTOS
(Variación porcentual últimos 12 meses)



79. De manera similar a lo ocurrido desde mediados de 2007, el IPC que excluye alimentos y bebidas ha mostrado un menor dinamismo que el total. En mayo, la tasa últimos 12 meses se redujo a 1,9 por ciento, el menor nivel en lo que va de 2008. Con este resultado, este componente explicó 0,2 puntos porcentuales de la inflación acumulada enero-mayo.

Lo mismo ocurrió con el IPC que excluye tanto alimentos y bebidas cuanto combustibles. Este componente mostró inclusive un menor ritmo, registrando en mayo una tasa últimos 12 meses de 1,6 por ciento, similar a los mostrados en los últimos tres meses.

El IPC excluyendo tanto alimentos y bebidas cuanto combustibles y electricidad registró a mayo una tasa últimos 12 meses de 1,8 por ciento.

Cuadro 30

INFLACIÓN

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		Promedio anual 2002-2008
								Ene.-May.	12 meses	
IPC	100,0	1,52	2,48	3,48	1,49	1,14	3,93	2,72	5,39	2,61
Alimentos y bebidas	47,5	0,50	1,89	4,00	1,13	1,76	6,02	5,25	9,20	3,19
Energía*	6,2	12,81	4,23	15,93	4,01	-3,16	5,21	-1,68	2,47	5,62
Otros	46,3	1,05	2,83	1,08	1,44	1,25	1,53	0,74	1,85	1,54
Bienes	21,0	1,44	0,58	-0,36	1,03	0,56	1,79	0,81	1,86	0,91
Servicios públicos	2,4	-3,62	0,81	0,46	-0,83	1,22	-1,44	0,44	2,31	-0,47
Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	1,12	0,82	-0,45	1,12	2,64
Resto de servicios	14,5	1,81	1,76	1,72	2,47	2,28	2,03	1,40	2,21	2,10

Memo:

Subyacente	60,6	1,23	0,73	1,23	1,23	1,37	3,11	2,04	4,27	1,70
Subyacente sin alimentos	35,5	1,60	1,11	0,49	1,53	1,33	1,85	1,10	1,98	1,40
No subyacente	39,4	1,96	5,16	6,75	1,87	0,83	5,07	3,64	6,94	3,92
Inflación sin alimentos y bebidas		2,44	3,04	3,03	1,75	0,61	2,02	0,41	1,92	2,07

* Incluye combustibles y electricidad.

Gráfico 71
INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)

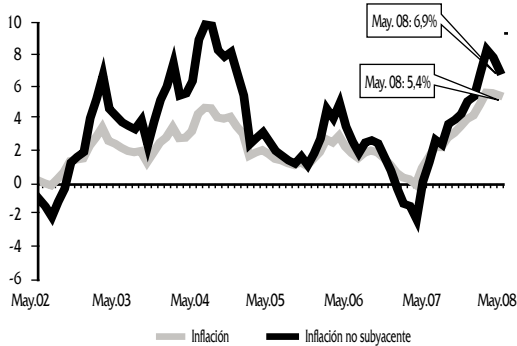


Gráfico 72
INVENTARIOS FINALES DE ACEITE DE SOYA

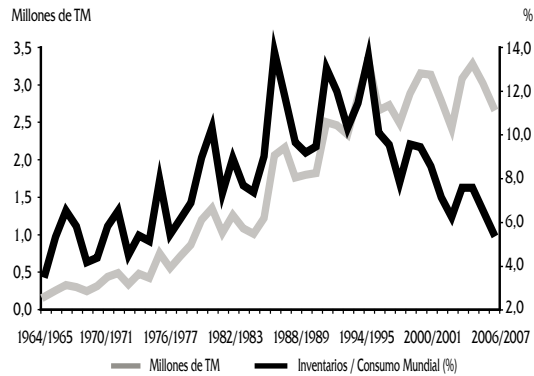
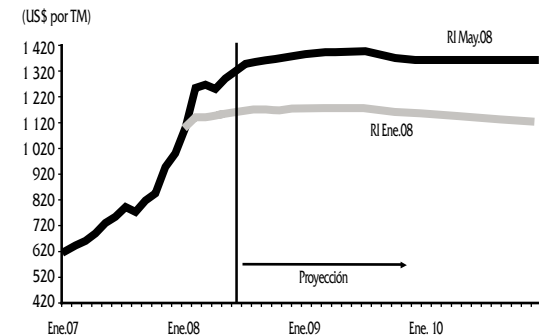


Gráfico 73
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DE ACEITE DE SOYA



A continuación se detalla la evolución de los principales rubros del componente no subyacente:

- Cebolla:** El alza en el precio de la cebolla (107,8 por ciento) responde a la menor área sembrada en Arequipa (aproximadamente 41 por ciento en la campaña agosto-marzo con respecto a la campaña anterior), principal zona abastecedora, debido a que los agricultores habrían diversificado sus siembras con otros productos de agroexportación. El clima tampoco habría sido favorable ya que la mayor humedad afectó los rendimientos. Otro factor determinante sería los mayores costos de producción, principalmente en los rubros de fertilizantes. Entre los meses de marzo 2007 y marzo 2008, en Arequipa, el precio de la úrea registró un incremento de 24 por ciento y el del superfosfato de calcio triple uno de 69 por ciento.
- Arroz:** El aumento en el precio del arroz (17,1 por ciento) estuvo en relación al mayor costo de importación. El precio de internamiento en nuevos soles, que incluye la rebaja y posterior eliminación de los aranceles, aumentó aproximadamente 17 por ciento en mayo con respecto a diciembre (ver recuadro).
- Aceites:** El aumento del precio del aceite (26,8 por ciento respecto a diciembre y 54,8 por ciento en los últimos 12 meses) refleja el mayor costo del aceite de soya importado, que es su principal componente. El precio de internamiento en nuevos soles de dicho insumo, que procede básicamente

de Argentina con arancel cero, registró un aumento de 24 por ciento con respecto a diciembre y de 55 por ciento en los últimos 12 meses.

En los mercados internacionales el precio del aceite de soya aumentó 29 por ciento en lo que va del año, continuando la tendencia alcista observada desde fines del año 2006. Entre los factores de demanda que explican este comportamiento destaca el mayor consumo de las economías de Asia, relacionado a su mayor crecimiento económico, así como la mayor demanda mundial por este producto para la producción de biocombustibles.

- **Otras Hortalizas:** Aumentaron en promedio 31 por ciento, siendo determinantes las alzas en los precios de la lechuga (78 por ciento) y del poro (53 por ciento). Estos productos requieren de climas templados para su normal desarrollo por lo que su oferta disminuyó afectada por las altas temperaturas propias de los primeros meses del año.
- **Tomate:** El alza de su precio (61 por ciento) se debe a la disminución del abastecimiento. El ingreso de este producto durante el periodo enero-mayo al Mercado Mayorista de Lima disminuyó aproximadamente 14 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. Las siembras en Lima, principal zona abastecedora, correspondientes a la oferta de los primeros cinco meses del año, cayeron 15 por ciento con respecto a la campaña anterior. Los cultivos habrían sido afectados por menor disponibilidad de agua en el momento de siembra y cosecha. A ello se sumó la mayor demanda externa de pasta de tomate y la exportación de tomate fresco a Bolivia, país que experimentó problemas en sus cosechas por inundaciones.
- **Combustibles:** El precio interno de los combustibles registró un incremento promedio de 0,3 por ciento entre enero y mayo de 2008, a pesar que los precios internacionales del crudo y sus derivados han mantenido una tendencia al alza. Esto ha significado una ampliación de las compensaciones semanales que se otorgan mediante el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. Así, las compensaciones semanales pasaron de alrededor de S/. 44 millones a fines de diciembre a más de S/. 110 millones al cierre de mayo.

Adicionalmente, ante el mayor nivel de obligaciones del Fondo, el gobierno ha trasladado parte del costo fiscal a reducciones en el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) sobre los combustibles.

Así, el 7 de marzo se decretó un aumento en las bandas de precios del Fondo (en montos que oscilaron entre S/. 0,40 y S/. 0,79 por galón) lo que generó un ahorro en

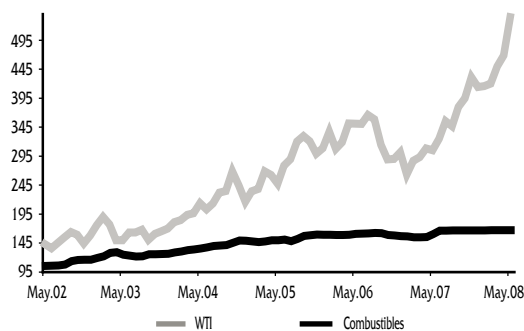
compensaciones estimado en S/. 12 millones por semana. Simultáneamente, se redujo el ISC entre S/. 0,40 y S/. 0,85 por galón, con un costo de S/. 13 millones semanales.

El impacto combinado de estas medidas permitió a las refinerías elevar sus precios netos mejorando sus ingresos de caja y acercando sus precios a los marcadores internacionales, sin aumentos en el precio al consumidor.

Las bandas de la gasolina de alto octanaje (95 y 97 octanos) se elevaron el 14 y el 20 de mayo (en S/. 0,40 por galón en cada ocasión), eliminando las compensaciones que recibían dichos productos. Esta medida no ha implicado un incremento en los precios al consumidor.

Relapasa y PetroPerú reajustaron los precios ex-planta de los combustibles el 2 de junio de 2008. Considerando los días de vigencia, la variación de los precios ex-planta de los combustibles sería de 3,1 por ciento, quedando un rezago de 0,1 por ciento para julio. En el caso de Relapasa las alzas han sido en el rango de 3,7 y 4,9 por ciento y en el caso de Petroperú entre 3,6 y 5,0 por ciento. El precio del gas no ha aumentado.

Gráfico 74
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
(Índices diciembre 2001 = 100)



Cuadro 31

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
(Variación porcentual anual)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
							Ene.-may.	12 meses
Combustibles	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	6,4	0,3	4,3
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	-6,2	10,7	0,1	7,5
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3	1,3	0,7	0,7
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	2,2	5,8	0,2	3,6
Cotización WTI fin de periodo								
US Dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	61,9	91,7	125,9	
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	198,6	273,4	353,3	

Fuente: INEI y Bloomberg.

En el mercado internacional, la cotización del petróleo se elevó 37 por ciento entre diciembre 2007 y mayo 2008, llegando a cotizar US\$ 126 por barril en mayo como promedio. Este periodo estuvo caracterizado por una sostenida tendencia al alza en el precio del *commodity*, que alcanzó un nivel de US\$ 133 por barril el día 21 de mayo. Tanto factores asociados a los fundamentos del mercado de petróleo, como eventos coyunturales y especulativos vienen explicando esta evolución y la futura tendencia en el precio.

Sin embargo, son principalmente problemas estructurales los que subyacen en la tendencia al alza que muestra este *commodity*, en particular, el ajustado balance entre oferta y demanda de petróleo en un contexto de bajos inventarios.

Por el lado de la **oferta**, el principal problema es la falta de inversiones que no permite aumentar la producción.

- El Fondo Monetario Internacional¹⁵ estima que el rezago entre la inversión y el aumento de la capacidad productiva es de 3 años (mayor a estimados previos). Factores de riesgos técnicos y variables de política del sector en cada país influyen en este resultado. Asimismo, el tamaño y la complejidad del proyecto, así como la política impositiva (impuestos a la exportación, a la producción, y/o regalías, etc.) influyen en los costos de los proyectos.
- Factores adicionales que estarían elevando los costos de la inversión en el sector son: el factor geológico (menores tasas de producción y menor tamaño de los campos de explotación) y la escasez global de equipos de exploración y profesionales calificados (ingenieros y gerentes de proyectos). Goldman Sachs (2007) estima que los gastos de exploración y desarrollo se han incrementado en aproximadamente 100 por ciento entre 2000 y 2007.
- Además, los países miembros de la OPEP vienen disminuyendo el ritmo de crecimiento de las cuotas de producción. El crecimiento se redujo de 4 por ciento en 2005 y 3,2 por ciento en 2006 a 0,4 por ciento durante 2007, y han anunciado oficialmente que no incrementarán la cuota hasta antes de su próxima reunión en setiembre¹⁶.
- Los países No-OPEP también enfrentan una serie de restricciones tecnológicas, geológicas y de políticas del sector que no pueden ser superadas en el corto plazo, lo cual les impide aumentar las inversiones rápidamente. Así por ejemplo, a pesar de los elevados precios del petróleo, aún no se inician los proyectos Tupi y Carioca en Brasil.

Por el lado de la **demand**a, continúa el fuerte crecimiento del consumo de países emergentes.

- Brasil, Rusia, India y China lideran el incremento del consumo de combustibles. En particular China e India y en menor medida Rusia que en promedio para el periodo 2005-2007 vienen creciendo 11, 9 y 7 por ciento anual, respectivamente. El Departamento de Energía de los Estados Unidos proyecta que casi todo el crecimiento del consumo para 2008 estará liderado por este grupo de países, así como por países de Europa del Este.

¹⁵ IMF, World Economic Outlook, April 2008 (Box 1.5).

¹⁶ Arabia Saudita incrementó en mayo 2008 su producción de crudo en 300 mil barriles diarios.

- Estados Unidos y Europa vienen moderando su consumo de petróleo debido a la desaceleración de la actividad económica, así como al cambio en la matriz energética que vienen realizando estos países.

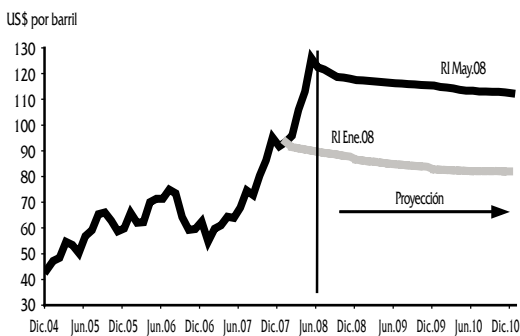
Cuadro 32

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DEL PETRÓLEO
(Millones de barriles diarios)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
Oferta	79,6	83,0	84,5	84,6	84,6	86,6	88,1
OPEP	31,9	32,9	34,2	35,3	35,4	36,9	37,0
Estados Unidos	8,8	8,7	8,3	8,3	8,5	8,6	8,9
Antigua Unión Sovética	10,4	11,3	11,7	12,2	12,6	12,9	13,4
Resto	28,5	30,1	30,3	28,8	28,1	28,3	28,8
Demanda	79,6	82,5	84,0	84,7	85,4	86,6	88,0
Estados Unidos	20,0	21,1	20,8	20,7	20,7	20,5	20,7
Europa	16,3	16,3	15,5	15,6	15,3	15,4	15,4
China	5,6	6,5	6,9	7,3	7,6	8,0	8,4
Japón	5,4	5,4	5,4	5,2	5,0	5,0	4,8
Resto	32,3	33,2	35,4	36,0	36,9	37,7	38,6
Brecha (Oferta - Demanda)	0,01	0,50	0,50	-0,06	-0,80	-0,01	0,12

Fuente: Departamento de Energía de EUA (EIA), Short-Term Energy Outlook.
(*) Proyección EIA mayo 2008.

Gráfico 75
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



La falta de inversiones, que no permite aumentar la oferta, y la creciente demanda de países emergentes, genera un reducido nivel de **inventarios**. Los inventarios de la OECD para fines de 2007 fueron de sólo 40 días (el promedio histórico es 50 días). El Departamento de Energía de Estados Unidos proyecta que los inventarios se mantendrían en ese nivel para fines de 2008 y 2009.

Cuadro 33

INVENTARIOS DE PETRÓLEO: FIN DE PERIODO
(Millones de barriles)

	2007	2008*	2009*
OECD	2 574	2 560	2 587
Estados Unidos	965	966	985

* Proyección.
Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos. Mayo 2008.

Una combinación de una demanda elevada de petróleo (China e India), bajo nivel de inventarios (OECD), lento crecimiento de la oferta de países No-OPEP (Rusia y México) y principalmente restricciones para incrementar la capacidad productiva y de

refinación, mantienen las expectativas de elevados precios en el corto plazo. Los eventos temporales (huelgas, clima y atentados) o especulativos sólo estarían exacerbando este nivel.

- **Electricidad:** Las tarifas eléctricas registraron una disminución de 7 por ciento entre enero y mayo, lo que refleja básicamente la reducción decretada por Osinerg a partir del 1 de mayo. Tanto el costo de la generación (menor tarifa en barra) y el precio de la energía que contratan las distribuidoras mediante licitaciones, fueron reajustados considerando la apreciación cambiaria. Otro factor fue el mayor consumo de gas natural por parte de las centrales térmicas y la consecuente mayor utilización del gasoducto. Ello ha permitido que descienda el cobro por concepto de Garantía de Red Principal.
- **Tarifas de servicios públicos:** Entre enero y mayo de 2008 las tarifas de teléfonos disminuyeron 4,0 por ciento, mientras que las de agua se elevaron 3,8 por ciento.

Cuadro 34

TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

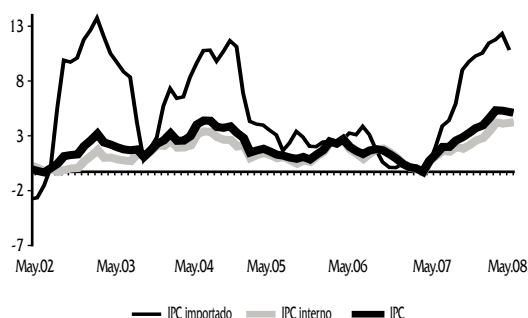
(Variación porcentual)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
							Ene.-may.	12 meses
Servicios públicos	-3,6	0,8	0,5	-0,8	1,2	-1,4	0,4	2,3
Teléfonos	-8,3	0,3	-2,0	-7,0	-6,2	-7,2	-4,0	-4,0
Agua	2,3	0,9	3,0	5,2	8,5	3,2	3,8	7,2

Fuente: INEI.

En lo que respecta a las tarifas telefónicas, a partir del 23 de febrero, OSIPTEL (Resolución No. 008-2008-PD/OSIPTEL) decretó la reducción de las llamadas de teléfonos públicos a celulares. En cuanto a las tarifas de agua, éstas fueron reajustadas a partir del 21 de marzo según la evolución del IPM (Art. 38 de la Ley General de Saneamiento).

Gráfico 76
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Inflación importada

80. La inflación importada tuvo a mayo una variación anual de 11,2 por ciento, mayor al 10,5 por ciento registrado en diciembre pasado. Esta aceleración se explica esencialmente por la evolución del componente de alimentos importados cuya tasa anual se elevó de 18,8 a 23,3 por ciento en este periodo debido al impacto que sobre precios internos tuvieron los aumentos en las cotizaciones internacionales de alimentos básicos, insumos principales en la elaboración de productos como pan, fideos y aceites.

Cuadro 35

INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
								Ene.-may.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	12,1	10,3	3,0	11,3	2,2	0,3	10,5	2,2	11,2
Alimentos	5,4	10,0	-0,1	10,9	-1,5	2,1	18,8	5,2	23,3
Combustibles	3,9	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	6,4	0,3	4,3
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,4	-1,9	-2,8	-1,2	-1,3	-1,5	-0,6	-1,8
Otros	1,8	3,4	1,4	3,2	2,3	0,6	0,5	-2,1	-2,3
II. IPC INTERNO	87,9	0,3	2,4	2,3	1,4	1,3	2,8	2,8	4,4
III. IPC	100,0	1,5	2,5	3,5	1,5	1,1	3,9	2,7	5,4
Tipo de cambio		2,3	-1,2	-5,5	4,4	-6,4	-7,0	-5,9	-11,4

81. El aumento en los precios internacionales de los principales productos básicos (alimentos y combustibles), así como la persistente debilidad del dólar han provocado aumentos de precios de algunos insumos requeridos, por ejemplo, por la industria y por la actividad agrícola. Tal es el caso de insumos como el hierro y el acero, químicos, plásticos y los fertilizantes, cuyos precios, en promedio, crecieron 15 por ciento en los últimos 12 meses, lo que prácticamente duplica el ritmo anual de crecimiento alcanzado en 2007 y es mayor al aumento acumulado de los 2 últimos años.

Cuadro 36

PRECIOS DE PRINCIPALES INSUMOS PARA LA INDUSTRIA ^{1/}

(Variación porcentual respecto al mismo periodo del año anterior)

	2005	2006	2007	2008	
				Últimos 12 meses	Enero-Abril
Insumos ^{2/}	11,2	3,8	8,3	15,0	12,5
Del cual:					
Plásticos	21,0	4,2	7,6	16,1	15,2
Hierro y acero	26,2	8,2	9,8	24,3	19,5
Textiles	-1,2	-7,5	2,6	1,7	2,2
Papeles	9,4	3,1	5,8	3,2	2,8
Productos químicos	28,7	-1,8	5,3	20,4	3,4
Químicos orgánicos	21,0	4,6	8,0	12,4	11,9
Abonos	22,8	21,2	20,0	9,4	9,3

1/ Calculados a partir de los valores unitarios (resultado de dividir el valor total de cada categoría sobre el total del volumen).

2/ Sin incluir alimentos ni combustibles.

Gráfico 77
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2008

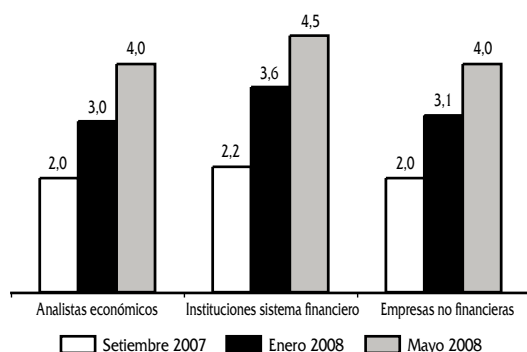


Gráfico 78
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2009

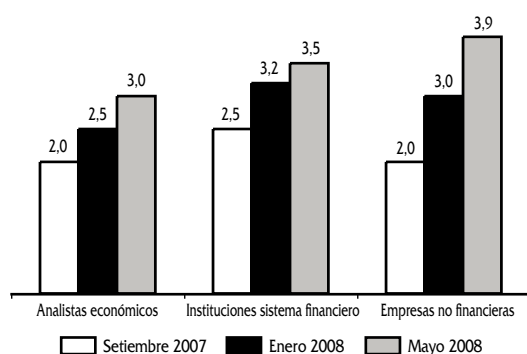


Gráfico 79
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2010

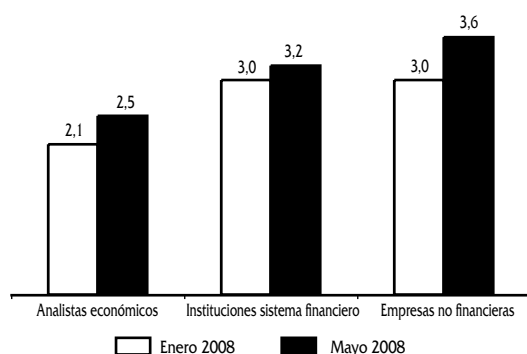
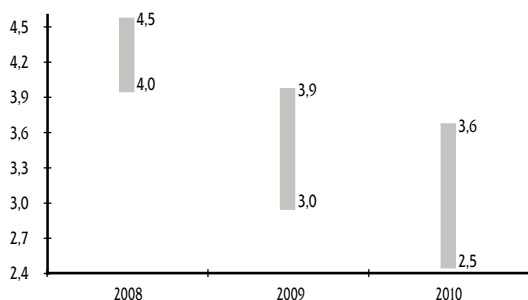


Gráfico 80
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN*
(Rango de dispersión)



* Encuesta de Expectativas Macroeconómicas: mayo 2008.

Expectativas de inflación

82. La evolución de los precios de alimentos y combustibles en los mercados internacionales de los últimos meses, así como la incertidumbre acerca de su persistencia y de su impacto en los precios internos han sido fundamentalmente los factores que han afectado la percepción de los agentes económicos sobre la trayectoria de la inflación futura. Esto se refleja en los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, las cuales muestran una revisión al alza de las expectativas de inflación para el horizonte de proyección influidas, como se comentó, por el resultado de la inflación de los primeros meses del año. Por ello se espera que, en la medida que los factores externos se vayan normalizando, las expectativas irán convergiendo nuevamente a la meta de inflación anunciada.

83. Para el año 2008, entre las encuestas de enero y mayo, las instituciones del sistema financiero aumentaron sus previsiones de inflación de 3,6 a 4,5 por ciento; mientras tanto, los analistas económicos y las empresas no financieras lo hicieron de 3,0 y 3,1 por ciento a 4,0 por ciento. Para 2009, el rango de inflación esperada está entre 3,0 y 3,9 por ciento (en el anterior Reporte estaba entre 2,5 y 3,2 por ciento). Para 2010, las expectativas tienden a descender respecto a los años previos y se sitúan entre 2,5 y 3,6 por ciento para los distintos agentes.

Precios de insumos

84. De la información obtenida a través de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP se observa que un mayor porcentaje de empresas prevé incrementos en los precios de sus insumos en los próximos meses, sin embargo, el grupo de empresas que espera subir los precios de sus productos crece en una proporción menor, reflejo de las condiciones actuales del mercado.

Se aprecia, en general, un aumento de las empresas que han experimentado incrementos en los precios de insumos y de venta, así como de los precios que esperan para los próximos meses. Así, el porcentaje de empresas que manifiesta haber experimentado incrementos en los precios de sus insumos en abril (43 por ciento) fue mayor al de diciembre del año pasado (36 por ciento). En el caso de las expectativas para 3 ó 4 meses en adelante, se tiene también un aumento en el porcentaje de empresas que esperan un incremento en el precio de sus insumos de 31 por ciento en diciembre a 46 por ciento en abril.

Similarmente, en el caso de los precios de venta, tanto para los precios del último mes cuanto para los precios esperados en los próximos 3 ó 4 meses, el porcentaje de empresas que ha experimentado o espera un incremento se ha elevado de 21 a 23 por ciento en el primer caso, y de 32 a 35 por ciento en el segundo.

Cuadro 37

PRECIOS DE INSUMOS Y DE VENTA

(Como porcentaje de las empresas que respondieron)

	Diciembre 2007			Abril 2008		
	Mayor	Igual	Menor	Mayor	Igual	Menor
Precio de insumos (mes de la encuesta / mes previo)	36	61	3	43	56	1
Precio de venta (mes de la encuesta / mes previo)	21	74	5	23	74	3
Precio de insumos (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta)	31	66	3	46	52	2
Precio de venta (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta)	32	63	5	35	62	3

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP.

RECUADRO 8

EVOLUCIÓN RECIENTE EN EL MERCADO DE ARROZ

Mercado internacional de arroz

En el mercado internacional, el precio de este cereal ha venido subiendo desde fines del año 2007, pasando la cotización del arroz tailandés de US\$/TM 380 el 31 de diciembre a un nivel máximo de US\$/TM 1 100 el primero de mayo, es decir, un incremento de 189 por ciento. Esta reciente alza se explica principalmente por medidas puntuales de restricciones de exportaciones.

Muchos países han establecido cuotas a las exportaciones con el fin de satisfacer la demanda interna o reducir presiones inflacionarias. Las restricciones llegaron incluso a eliminar la oferta de arroz de algunos países en los mercados internacionales. Desde 2007, diversos países como Vietnam, India, China y Egipto han anunciado restricciones a sus exportaciones. Cabe mencionar que Vietnam, India y China constituyen el segundo, tercero y el quinto exportador, respectivamente.

Asimismo, Indonesia (en abril) y Camboya (en marzo) se sumaron a los países que prohibieron sus exportaciones. Indonesia, si bien es el tercer productor mundial, con una participación de 27 por ciento de la producción total, se ha mantenido como importador neto en los últimos 10 años (salvo en 2004/05 cuando exportó 50 mil TM).

En los últimos años, la producción ha venido creciendo a un menor ritmo que el consumo, lo cual se explica por la existencia de plagas en Vietnam y sequías en Australia y China. Adicionalmente, en abril circularon versiones -posteriormente desmentidas- sobre restricciones a las exportaciones de Tailandia, el mayor exportador del mundo.

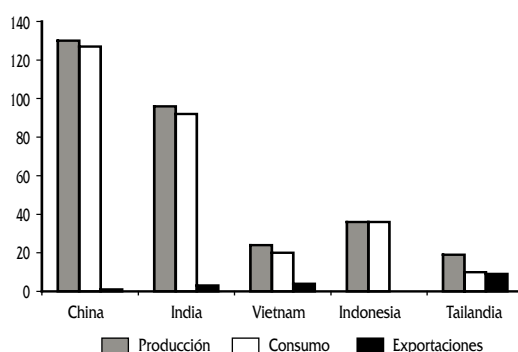
Las exportaciones de arroz representan el 7 por ciento del consumo mundial, en tanto que los principales países productores son a su vez los principales consumidores. Ello explica por qué el establecimiento de cuotas a la exportación de estos países ha impactado en forma significativa la oferta exportable mundial. Otro factor importante ha sido la depreciación del dólar respecto al bath, moneda en la que se transa este grano. Entre diciembre 2006 y abril 2008, el bath se apreció 12 por ciento respecto al dólar.

ARROZ: CAMPAÑA 2007/08 (proyección*)
(Millones de TM)

Producción			Consumo			Exportaciones		
1	China	130	1	China	127	1	Tailandia	9
2	India	96	2	India	92	2	Vietnam	4
3	Indonesia	36	3	Indonesia	36	3	India	3
4	Vietnam	24	4	Vietnam	20	4	Pakistan	3
5	Tailandia	19	5	Filipinas	12	5	China	1
6	Burma	11	6	Burma	10	6	Egipto	1
7	Filipinas	11	7	Tailandia	10			

* Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

**PRODUCCIÓN, CONSUMO Y EXPORTACIONES DE ARROZ:
CAMPAÑA 2007 - 2008**
(En millones de TM)



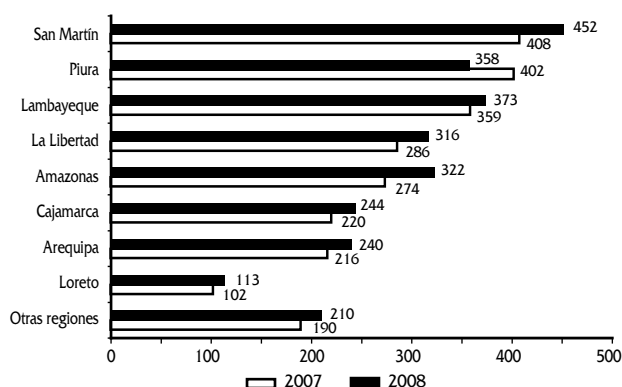
Las restricciones comerciales y la apreciación del bath han exacerbado una tendencia de mediano plazo asociada al incremento de la demanda de una serie de **economías emergentes como China e India**, principales consumidores de arroz, que en los últimos diez años han crecido a tasas promedio de 9 y 7 por ciento, respectivamente. También se ha dado un incremento en la demanda de países de África cuyo consumo ha crecido a una tasa cercana al 6 por ciento anual desde 1973.

Otro factor importante ha sido la **escasa inversión en investigación** que ha impedido la mejora en los rendimientos, a diferencia de lo observado en los años setenta, cuando un *boom* de precios fue revertido por mejoras en productividad e incrementos en los rendimientos. El **incremento en los costos de producción**, ante mayores precios de fertilizantes, menor disponibilidad de tierra y encarecimiento del agua, también ha incidido en el alza. Por su parte, los inventarios, medidos en TM y como ratio del consumo mundial, se han venido reduciendo a niveles no observados desde inicios de los ochenta.

Mercado de arroz en el Perú

En el **Perú**, la producción de arroz se concentra en los departamentos de San Martín, Piura, Lambayeque, La Libertad, Amazonas, Cajamarca, Arequipa y Loreto, que en conjunto representaron el 92,3 por ciento de la producción nacional en 2007. En el período agosto 2007 - abril 2008 las siembras de arroz se incrementaron 6,3 por ciento (de 284 mil a 301 mil Has.), estimuladas por mayores precios en chacra y una mayor disponibilidad de agua en los principales reservorios del norte. Ello significaría un aumento de 7 por ciento en la producción nacional de arroz en el año.

PRODUCCIÓN DE ARROZ CÁSCARA POR REGIONES: 2007-2008*
(Miles de toneladas)



* Estimado propio
Fuente: Minag y BCRP.

De acuerdo con información del Ministerio de Agricultura, el Perú es autosuficiente en la producción de arroz. Las importaciones representan aproximadamente el 5 por ciento de la oferta disponible, y provienen principalmente de Uruguay y recientemente de Tailandia, dirigidas a satisfacer un consumo selecto.

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA DE ARROZ
(Miles de toneladas)

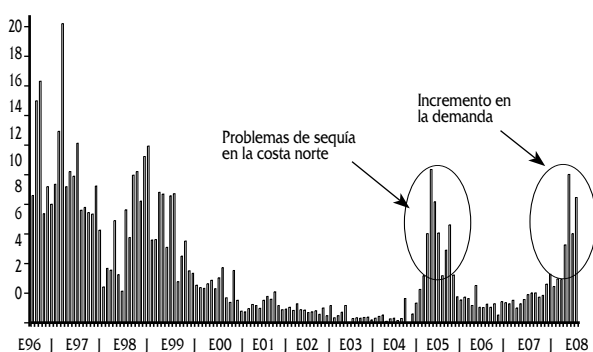
	Stock inicial	Producción	Importación	Oferta disponible	Demanda	Stock final
2006	51	1 525	19	1 544	1 553	42
2007	42	1 579	80	1 659	1 590	112
2008*	112	1 690	95	1 785	1 626	271

* Estimado.

Fuente: Minag.

Exceptuando la trayectoria de los últimos meses, las importaciones de arroz han venido mostrando una tendencia claramente decreciente desde fines de los 90, salvo el repunte observado entre noviembre de 2004 y junio de 2005, debido a la sequía que afectó Lambayeque y Piura. Cabe señalar que la producción de arroz de 2004 disminuyó 13,5 por ciento.

IMPORTACIONES MENSUALES DE ARROZ
(Millones de US\$)



Durante 2007, las importaciones de arroz ascendieron a US\$ 30,6 millones y representaron sólo el 2,5 por ciento de las importaciones de alimentos (el resto estuvo constituido por trigo y soya, principalmente). En el primer trimestre del presente año, dichas importaciones fueron de US\$ 24,5 millones, representando el 6,3 por ciento de las importaciones totales de alimentos. Cabe mencionar que este monto es 346,3 por ciento superior al de similar período de 2007, explicándose 224 puntos de este incremento por volumen y 38 puntos por precio.

El consumo per cápita en Perú es comparable al de países como Japón y la India, mucho menor que el de los países del sudeste asiático (tradicionales consumidores de este producto), aunque superior al de otros países occidentales como Estados Unidos y Brasil.

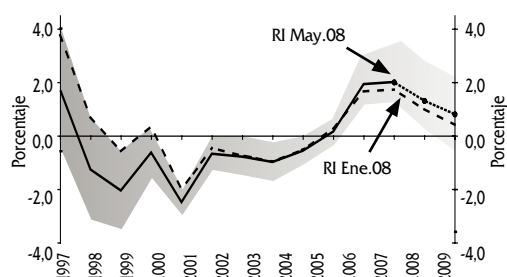
Respecto a las exportaciones, en los últimos años éstas han sido de 37 toneladas en 2006, principalmente a Mozambique, y de 145 toneladas en 2007, de las cuales 140 toneladas se dirigieron al mercado colombiano. Las razones por las cuales no se exporta una mayor cantidad son porque el arroz local no es todavía un producto estandarizado que se pueda negociar como un *commodity* en los mercados internacionales, así como por las restricciones sanitarias con que cuentan la mayoría de países de la región.

Pronósticos de Inflación

85. El punto inicial de proyección de este Reporte de Inflación está caracterizado por la materialización de los principales riesgos al alza previstos en el reporte anterior. De esta manera, la inflación del período enero-mayo de 2008 resultó más alta que la prevista en el Reporte de Inflación de enero, principalmente como consecuencia de la mayor inflación de alimentos reflejo de los aumentos de precios internacionales. Asimismo, el crecimiento de la demanda interna al primer trimestre fue de 10,8 por ciento y resultó mayor al proyectado en el reporte anterior (8,0 por ciento). En el mismo sentido las expectativas de inflación para 2008 se incrementaron respecto a los niveles considerados en el Reporte de enero.
86. Es así que en el escenario central de proyección de este reporte se prevé una tasa de inflación últimos 12 meses que se ubica por encima de la contemplada en el escenario base del Reporte de enero 2008. Así, se estima que la inflación se mantendrá por encima del rango meta en los próximos meses pero que irá convergiendo paulatinamente hacia la meta de inflación de 2 por ciento en el horizonte de proyección, llegando a mediados de 2009 a ingresar nuevamente al rango meta.
87. Se estima que la convergencia gradual hacia la meta de inflación en el horizonte de proyección ocurrirá en un contexto de desaceleración de la actividad económica hacia tasas de crecimiento altas y sostenibles, una tasa de inflación importada que se irá normalizando y expectativas de inflación de largo plazo que convergerán hacia la meta. Aunado a este panorama, se considera que la economía internacional se mantendrá frágil durante 2008 y parte de 2009 pero que sus efectos sobre la economía doméstica serán débiles.

88. En cuanto a la actividad económica doméstica, ésta ha tenido un crecimiento de 9,3 por ciento en el primer trimestre, con una demanda interna que creció 10,8 por ciento y una expansión del crédito de 34 por ciento. Estos desarrollos son consistentes con un ajuste al alza de la brecha del producto (indicador de presiones inflacionarias de demanda) para el año 2008 respecto al considerado en el Reporte anterior. Este mayor impulso de demanda inicial ha conllevado una posición de política monetaria más restrictiva en lo que va del año para lograr el retorno de la inflación hacia la meta.
89. En tal sentido, se prevé que la brecha de producto se irá cerrando paulatinamente a lo largo del horizonte de proyección, debido a la política monetaria contracíclica que viene adoptando el BCRP, pues la normalización de las tasas de crecimiento de la actividad económica toma en cuenta que a partir del segundo semestre de 2007, el BCRP ha ido retirando el estímulo monetario elevando las tasas de interés de referencia en 100 puntos básicos de 4,50 a 5,50 por ciento.

Gráfico 81
BRECHA DEL PRODUCTO
(Porcentaje del PBI potencial)



Nota: El área sombreada indica la incertidumbre existente en el cálculo y proyección de la brecha del producto y considera una desviación estándar hacia arriba y hacia abajo.

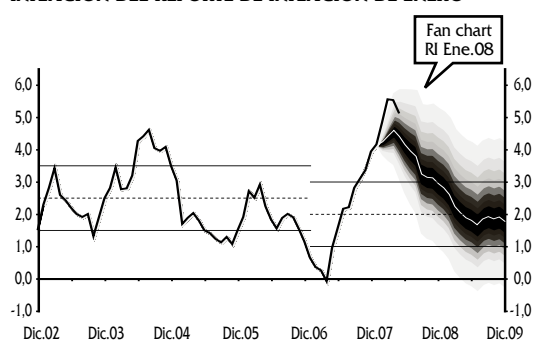
Adicionalmente, a partir de este año se viene implementando aumentos en las tasas de encaje en nuevos soles y dólares. La convergencia de la economía hacia su PBI potencial es consistente con la convergencia gradual de la inflación hacia la meta en el horizonte de proyección.

90. El alto crecimiento económico observado y proyectado está siendo explicado principalmente por el crecimiento del producto potencial de la economía que se estaría ubicando entre 7,0 y 7,5 por ciento durante los siguientes años. Esta dinámica está impulsada por la mayor inversión, tanto privada como pública, que contribuirá al crecimiento del PBI potencial a través del incremento del acervo de capital físico de la economía. Otro factor que está impulsando el crecimiento potencial de la economía es el aumento de la productividad total de factores, el cual se estima contribuirá también al crecimiento potencial en los próximos años.
91. De otro lado, se prevé que el impacto recesivo del deterioro de la economía internacional sea moderado. Si bien, el deterioro de la actividad económica en Estados Unidos puede tener impactos recesivos a nivel mundial y generar una caída de los términos de intercambio, se avizora que el impacto sobre la economía doméstica y la inflación serán leves debido a las fortalezas de la economía peruana.
92. Un factor importante en la convergencia de la inflación hacia la meta es la expectativa de inflación. A raíz del fuerte incremento de la inflación importada, el traspaso hacia la inflación de bienes no transables se puede acelerar debido a un aumento de expectativas de inflación. El BCRP, por ello, viene retirando el estímulo monetario desde el segundo semestre de 2007 y, además, viene incrementando las tasas de encaje. Dichas medidas permitirán que las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas a la meta de inflación en el horizonte de proyección y que un desvío en las expectativas sea sólo temporal.
93. La inflación importada está compuesta por los determinantes de la inflación que son más sensibles a la evolución de los precios internacionales, en particular, el petróleo y algunos alimentos básicos. En este sentido, se prevé una cotización internacional promedio del crudo WTI de US\$ 114 y US\$ 116 por barril en 2008 y 2009, respectivamente. Sin embargo, su impacto sobre los precios se vería mediatizado por el Fondo de Estabilización del Precio de Combustibles, que se asume contará con recursos a lo largo de 2008 y 2009.

De otro lado y al igual que en el Reporte de Inflación previo, se espera que las alzas de precios internacionales de *commodities* (en particular de alimentos como trigo, soya y maíz) tengan un impacto transitorio en la evolución de la inflación para luego disiparse en el horizonte de mediano plazo de la proyección.

VIII. Balance de Riesgos

Gráfico 82
INFLACIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIÓN DE DENSIDAD DE
INFLACIÓN DEL REPORTE DE INFLACIÓN DE ENERO



94. El balance de riesgos permite conocer la manera en que diversos factores podrían ocasionar desvíos en la proyección de inflación respecto al escenario base. Así por ejemplo, el Reporte de Inflación de Enero 2008 consideró un balance de riesgos al alza sobre la proyección de inflación, el cual se ha venido materializando en estos meses.
95. En el gráfico se aprecia que la inflación observada recientemente se ubica en el extremo superior de la densidad de proyecciones de inflación del Reporte de Inflación de Enero. Ello es indicativo de que los riesgos al alza planteados en dicho reporte fueron los que más incidieron en este corto plazo.
96. El presente Reporte de Inflación mantiene, en general, los mismo riesgos claves pero con un cambio de énfasis en sus ponderaciones, reflejando así los recientes desarrollos en la economía.

Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación del escenario central son los siguientes:

- **Mayor precio de combustibles.** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en la cotización internacional de combustibles y el mantenimiento de un esquema sostenible del Fondo de Estabilización de Combustibles. Un escenario de mayores alzas en el mercado internacional de petróleo que no pueda ser compensado con medidas fiscales impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

En esta situación, la política monetaria mantendría su posición inalterada en la medida que no se eleven las expectativas de inflación y el impacto en la inflación sea sólo temporal.

- **Mayor precio de alimentos.** El escenario central asume que los desequilibrios entre oferta y demanda de los

commodities alimenticios irán disminuyendo a lo largo del horizonte de proyección. También asume que el crecimiento de la producción agrícola será menor este año por efecto de las condiciones climáticas y mayores costos de fertilizantes, situación que se prevé se supere en los siguientes 2 años. Sin embargo, persiste el riesgo que los precios altos permanezcan a lo largo del tiempo o que inclusive registren mayores incrementos, si hay un deterioro en las condiciones de oferta internacional o doméstica o si continúa elevándose la demanda por biocombustibles, con lo cual los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

Ante este contexto la política monetaria mantendría su posición mientras que no se eleven las expectativas de inflación y el impacto en la inflación sea transitorio.

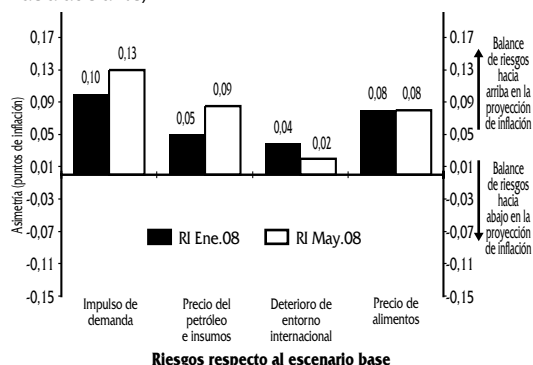
- **Mayores presiones de demanda interna.** El escenario central considera una trayectoria de crecimiento de la demanda agregada hacia niveles compatibles con la senda del PBI potencial estimado de la economía para el horizonte de proyección (entre 7 y 7,5 por ciento). Un escenario de mayor crecimiento de la demanda agregada por un mayor gasto público o privado que no se encuentre acompañado por un mayor PBI potencial de la economía generaría presiones inflacionarias de demanda.

Ante esta situación, la política monetaria tomaría una posición más restrictiva para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenido de largo plazo y permitir el retorno de la inflación a la meta.

- **Mayor desaceleración de la economía mundial.** El entorno internacional se caracteriza por una reversión gradual de los términos de intercambio (debido principalmente a un aumento de los precios de importación), una desaceleración transitoria de la economía en 2008 y 2009 y una recuperación leve de nuestros principales socios comerciales en 2010. Una situación de fuerte recesión económica en Estados Unidos -con una corrección severa de los precios de las materias primas de exportación- podría generar volatilidad en el flujo de capitales externos para las economías emergentes y causar un impulso contractivo adicional en el dinamismo de la demanda.

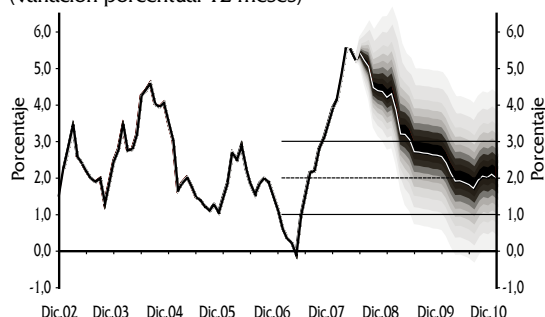
Frente a ello, el Banco Central mantiene un elevado nivel de reservas internacionales y podría intervenir para reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. De ser necesario, el Banco flexibilizaría su posición de política monetaria para atenuar presiones de demanda a la baja sobre la inflación en el horizonte de proyección.

Gráfico 83
BALANCE DE RIESGOS DE LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN^{1/}
(Puntos porcentuales de desvío de la inflación dos años hacia adelante)



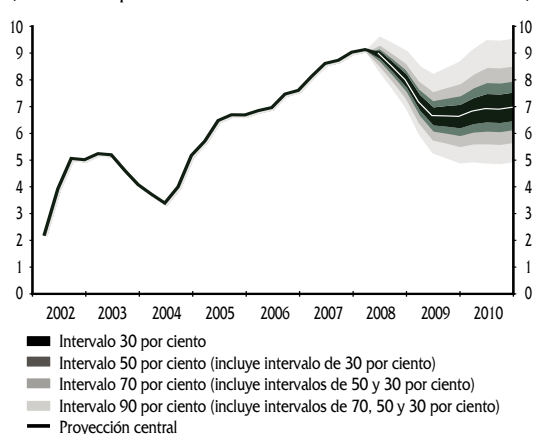
1/ Se muestra el cambio en la percepción de riesgo respecto al Reporte de Inflatión de enero 2008. El tamaño y el signo de las barras miden la asimetría producida por cada factor de riesgo en la distribución de la proyección de inflación. A diferencia del Reporte de Inflatión de enero 2008, la suma total de los efectos produce una asimetría de 0,3 puntos positivos en la proyección de inflación.

Gráfico 84
PROYECCIÓN DE DENSIDAD DE LA INFLACIÓN
(Variación porcentual 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

Gráfico 85
PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales anuales del PBI en cada trimestre)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción del crecimiento del PBI a lo largo del horizonte de proyección. La franja más oscura alrededor de la proyección central muestra el 30 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

Cuadro 38
EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS RESPECTO AL RI ENERO 2008

Riesgos	RI Ene.08		RI May.08
	Balace	Valoración expost al riesgo	Balace
Precio de combustibles	Al alza	Se materializó	Al alza
Cotización de <i>commodities</i> alimenticios	Al alza	Se materializó	Al alza
Presiones inflacionarias de demanda por mayor gasto interno	Neutral	Se materializó	Al alza
Fundamentos sobre el Nuevo Sol	Apreciatorios	Se materializó	Neutral
Volatilidad financiera externa	Al alza	Se materializó levemente	Al alza

97. La ponderación de los diversos riesgos de presiones al alza o a la baja sobre la tasa de inflación con respecto al escenario base da como resultado un balance al alza sobre la proyección de inflación. Esto se puede observar en el gráfico 83, donde los factores al alza superan a los factores a la baja respecto al RI de Enero de 2008.

98. Esto implica una proyección de densidad de inflación con una asimetría al alza en el corto plazo pero que se va disipando en el horizonte de proyección. Como se observa, el escenario central de la proyección de inflación va convergiendo hacia la meta de 2 por ciento a lo largo del horizonte de proyección.

Cuadro 39
PROBABILIDADES EN LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN 2008-2010

	En el rango meta	Menor a Lim. Inf. del rango meta	Mayor a Lim. Sup del rango meta
Dic-08	6	0	94
Dic-09	49	9	42
Dic-10	55	19	26

99. En cuanto al crecimiento del PBI, el balance de riesgos mantiene un sesgo al alza en la distribución de la proyección de la tasa de crecimiento del PBI.

CONCLUSIÓN

100. Se prevé que la inflación empiece a revertirse y que converja al rango meta de inflación en el primer semestre de 2009 y que a partir de allí converja paulatinamente hacia la meta de 2 por ciento de inflación. Esta trayectoria se da en un contexto de ajuste contractivo de la posición de política monetaria que favorece un crecimiento sostenido del PBI en niveles cercanos al potencial.

Los diversos factores de riesgo apuntan a un balance de riesgos al alza tanto en la proyección de inflación como en la de crecimiento del PBI.

RECUADRO 9

MEDICIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN LAS PROYECCIONES

Las proyecciones del BCRP consideran un enfoque de manejo de riesgos centrado en eventos que tienen baja probabilidad de ocurrencia pero que pueden tener impactos fuertes sobre la economía. Esto es importante porque las decisiones de política monetaria no sólo toman en cuenta el escenario central sino también el panorama más completo sobre el futuro de la economía.

En este enfoque, el escenario base de proyección constituye el entorno futuro más probable que se estima sobre la base de toda la información relevante que acopia el BCRP. Así, un escenario base de proyección está configurado por: i) supuestos sobre la evolución pasada y futura de un número importante de variables, ii) estimados puntuales de elasticidades que encadenan las variables macroeconómicas y iii) una teoría base que vincule el comportamiento de las variables clave de la economía.

Por ejemplo, la proyección de inflación depende en parte de cómo evolucione el precio internacional del petróleo. A su vez, el escenario base previsto del precio del petróleo depende de supuestos sobre los factores que afectan la dinámica de su oferta y demanda en los mercados internacionales. Estos factores se han hecho bastante volátiles en los últimos tiempos y dicha volatilidad ha incrementado la incertidumbre en este mercado. A su vez, mientras más incertidumbre haya en el mercado, mayor incertidumbre habrá sobre el precio futuro y por ende menor certidumbre sobre sus impactos en la economía doméstica.

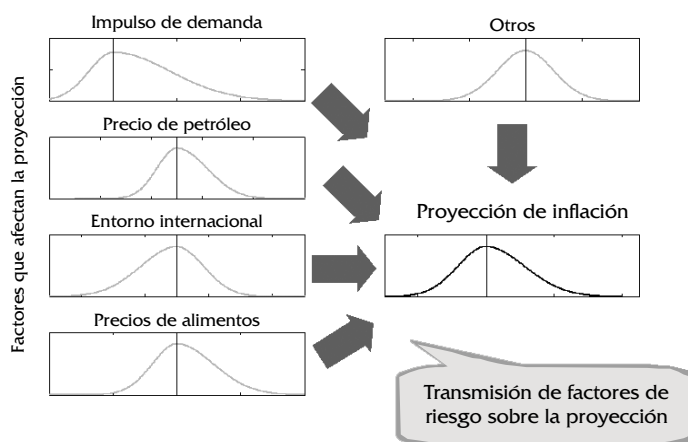
Cuando la incertidumbre aumenta, las diversas proyecciones sobre la variable en cuestión difieren ampliamente. Por ejemplo, algunos analistas sostienen que el precio del petróleo podría llegar hasta US\$ 200 a fines de este año pero también se sostiene que no se descarta una burbuja especulativa que haya hecho que el precio del petróleo se eleve de la manera como lo ha hecho y que esta burbuja podría reventar hacia el futuro. Si ocurriera esto último, el precio del petróleo podría retroceder hasta un valor previo a la escalada de aumentos (US\$ 50).

Una forma simple de cuantificar la incertidumbre en el panorama futuro del precio internacional del combustible es tomando la diferencia entre estos dos valores extremos que en este caso es igual a US\$ 150. En condiciones normales, esta divergencia de opinión no debería pasar de unos cuantos dólares. Frente a esto, el escenario base de proyección de este Reporte de Inflación considera US\$ 117 dólares por barril para fines de este año frente a la posibilidad de que resulten valores cercanos a US\$ 200 hacia arriba o cercanos a US\$ 50 hacia abajo. Estos valores son extremos porque la probabilidad de que efectivamente el precio del petróleo supere la barrera de los US\$ 200 es relativamente baja y que la probabilidad de que el precio del petróleo sea menor que US\$ 50 también lo es. Sin embargo, si efectivamente se produjera cualquiera de los dos hechos extremos, el impacto sobre la economía podría tener consecuencias importantes.

Así como el precio internacional del petróleo, existe un gran número de variables que afectan la incertidumbre en las proyecciones del BCRP. En particular, los factores más relevantes para la proyección de la inflación están contemplados en el Balance de Riesgos. En el caso del petróleo, sea PU igual a la probabilidad de que el precio del petróleo supere el precio del escenario base y sea PD la probabilidad de que el precio del petróleo sea inferior al precio del escenario base. Entonces, si PU es mayor que PD, la distribución de la proyección de precios del petróleo es asimétrica hacia arriba. Esta situación es también conocida como un balance de riesgos al alza en la proyección de esta variable.

En el **Gráfico 1** se muestran los factores que afectan a la proyección de inflación, resalta la asimetría de factores como el impulso de demanda, el precio del petróleo, el precio de alimentos y el entorno internacional. En todas ellas se prevé que la probabilidad de ocurrencias por arriba de su escenario base sean mayores que la ocurrencia por abajo en cuanto a sus efectos sobre la inflación. El resto de choques que afectan a la proyección de inflación tienen una distribución simétrica. La manera cómo estas asimetrías se trasladan a la distribución de la proyección de la variable de la inflación se realiza a través de un modelo cuantitativo que pondera la importancia relativa de cada factor de riesgo. En el ejemplo graficado, la asimetría hacia arriba es la que prevalece en la proyección final.

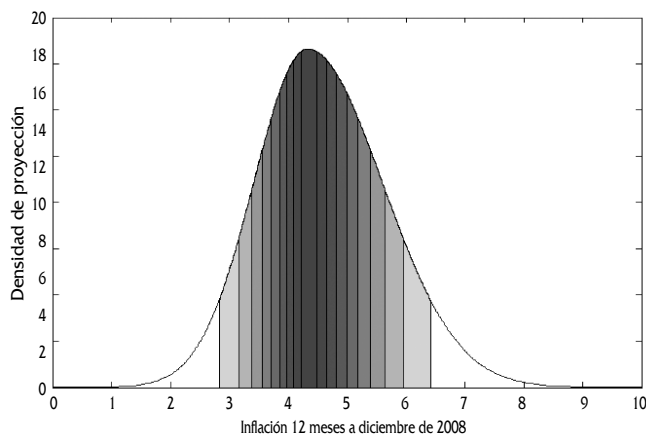
GRÁFICO 1



En el presente Reporte de Inflación se ha estimado que la densidad de la proyección de inflación tiene una asimetría al alza, podemos graficar explícitamente esta asimetría en un mes cualquiera de proyección, por ejemplo a diciembre de 2008. En el **Gráfico 2**, los puntos más probables en la densidad están pintados en colores más oscuros. A medida que los colores se hacen más claros, se hace menos probable que la inflación se ubique alrededor de dichos puntos.

En ambos extremos de la densidad se ubican los puntos menos probables, que en su conjunto sólo tienen 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia. Se puede observar gráficamente que una característica de la asimetría de la proyección de inflación hacia arriba es que el área no coloreada del lado derecho es más grande que el área no coloreada de la izquierda.

GRÁFICO 2



La manera cómo se suele presentar cada densidad de proyección de inflación a través de todo el horizonte de proyección es mediante el uso de un gráfico conocido como Fan Chart, el mismo que se presenta en cada reporte de inflación.

Anexo

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2007	2008 ^{1/}		2009 ^{1/}		2010 ^{1/}
	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI Ene. 08	RI May. 08	RI May. 08
Var. % Real						
1. Producto bruto interno	9,0	7,0	8,0	6,3	6,5	7,0
2. Demanda interna	11,6	8,2	9,8	7,2	8,0	6,6
a. Consumo privado	8,3	5,8	6,6	5,3	5,5	5,5
b. Consumo público	4,8	5,0	4,7	5,4	2,6	3,2
c. Inversión privada fija	23,2	20,0	20,4	12,1	14,5	11,5
d. Inversión pública	19,7	33,0	42,9	16,6	23,9	17,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	5,4	8,2	6,2	8,5	8,4	11,4
4. Importaciones de bienes y servicios	18,8	13,5	15,4	12,4	14,8	9,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,5	3,6	3,3	3,8	3,2	3,7
Nota:						
Brecha de producto (%) ^{2/}	1,22	1,5 - 2,0	2,0-2,5	0,7-1,2	1,0-1,5	0,5-1,0
Var. %						
6. Inflación proyectada	3,9	2,5-3,0	4,0-4,5	1,5-3,0	2,5-3,0	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,6	23,5	57,5	-5,6	1,8	-2,4
8. Precio promedio del trigo	36,7	44,0	42,1	-7,4	-2,0	-0,7
9. Tipo de cambio nominal ^{3/}	-6,3	-3,2	-5,5	0,0	2,5	2,6
10. Tipo de cambio real multilateral ^{3/}	-2,8	0,0	0,4	-0,9	1,1	1,1
11. Términos de intercambio	3,6	-10,7	-6,3	-2,6	-3,8	-2,8
a. Índice de precios de exportación	14,0	-0,2	12,9	-2,9	-1,7	-2,1
b. Índice de precios de importación	10,0	11,7	20,5	-0,3	2,2	0,8
Var. % nominal						
12. Emisión primaria promedio	28,2	17,0	42,0	14,0	14,7	14,0
13. Crédito al sector privado	26,3	17,9	17,0	16,9	16,0	16,5
% del PBI						
14. Tasa de ahorro interno	24,4	23,0	24,5	23,8	25,4	26,2
15. Tasa de inversión interna	23,0	24,9	25,7	26,3	28,1	28,8
16. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,4	-1,9	-1,1	-2,4	-2,7	-2,7
17. Balanza comercial	7,7	4,0	4,7	2,4	2,1	1,9
18. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{4/}	8,5	6,3	7,5	5,6	6,3	6,0
19. Ingresos corrientes del gobierno general	20,4	20,5	20,4	20,0	20,3	20,3
20. Gastos no financieros del gobierno general	15,7	17,1	16,7	17,7	17,2	17,5
21. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	1,8	2,2	1,0	1,7	1,5
22. Saldo de deuda pública total	29,2	24,2	24,0	22,5	21,7	19,6
23. Saldo de deuda pública externa	18,4	14,4	13,0	13,1	11,8	10,7

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).

3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.

4/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.