



# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

---

*Setiembre 2007*



**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

**REPORTE DE INFLACIÓN:**  
**Panorama actual y**  
**proyecciones macroeconómicas**

*Setiembre 2007*

Banco Central de Reserva del Perú  
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima 1  
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525  
Correo electrónico: [webmaster@bcrp.gob.pe](mailto:webmaster@bcrp.gob.pe)

## CONTENIDO

PRÓLOGO .....	5
RESUMEN .....	7
I. Decisiones de política monetaria.....	13
II. Escenario internacional .....	17
III. Inflación .....	26
IV. Actividad económica .....	42
V. Balanza de pagos .....	54
VI. Finanzas públicas .....	66
VII. Mercados financieros .....	74
VIII. Balance de riesgos .....	87

### RECUADROS

● Desarrollos recientes en los mercados financieros internacionales..	24
● Choques de oferta y metas de inflación .....	37
● Incremento en los precios de alimentos y presiones inflacionarias...	38
● Crecimiento reciente del consumo del sector privado.....	51
● El abastecimiento eléctrico 2008-2009 .....	52
● Perspectivas de la balanza de pagos .....	63
● Riesgos macroeconómicos y política fiscal: 2007-2009.....	71
● Fuentes de variación de la deuda pública.....	73
● Perú en los índices de competitividad.....	84
● La cobertura cambiaria: los forwards de divisas .....	86

El presente Reporte de Inflación se ha elaborado con información a julio de 2007 del producto bruto interno, la balanza comercial y operaciones del sector público no financiero, al mes de agosto de las cuentas monetarias; y al mes de setiembre de 2007, en el caso de la inflación y el tipo de cambio.



## 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. De esta forma, el Banco Central contribuye al logro de un entorno macroeconómico estable necesario para el desarrollo económico del país.
- 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. Desde el presente año se ha bajado la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniéndose un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La reducción de la meta de inflación del Banco Central contribuye a anclar las expectativas de inflación en el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y a mostrar un mayor compromiso del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.
- Hasta el año 2005, la medición del cumplimiento de la meta correspondió a la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana del mes de diciembre. Desde enero de 2006 la medición de la meta es continua, es decir, se evalúa la tasa de inflación últimos doce meses 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 tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria.
- A principios de cada mes, dentro de un cronograma anunciado en enero, 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 y simulaciones. Para tal fin, el Banco Central publica cada cuatro meses su Reporte de Inflación. El Reporte anterior se difundió el 8 de junio del presente año y el próximo se publicará el 8 de febrero de 2008.
- Este reporte presenta la evolución de los principales desarrollos económicos en lo que va del año y contiene el escenario de proyección que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria para el periodo comprendido entre los años 2007 y 2009.

## Resumen

- i. La tasa de inflación se viene ubicando por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación de mayo -pasando la tasa de variación últimos doce meses de 0,9 por ciento en mayo a 2,8 por ciento en setiembre- debido a una mayor magnitud y duración del periodo de alzas en las cotizaciones internacionales de combustibles e insumos para la producción de alimentos como el trigo, maíz y soya. La tasa de inflación importada últimos doce meses se elevó de 0,6 por ciento en mayo a 6,1 por ciento en setiembre. Estas alzas no tendrán efectos permanentes sobre la tasa de inflación, en tanto no afecten las expectativas de los agentes ni se trasladen al resto de precios de la economía. En tal sentido, los comunicados del Programa Monetario han enfatizado que el Banco Central se mantendrá vigilante distinguiendo los factores temporales de aquellos permanentes.
- ii. El Directorio del Banco Central decidió aumentar en los meses de julio y setiembre la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 25 puntos básicos, en cada caso, con lo cual se ha pasado de un nivel de 4,5 por ciento en mayo a 5,0 por ciento en la actualidad. Este retiro paulatino del estímulo monetario constituye una acción preventiva que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria con el fin de evitar que el alto crecimiento de la demanda interna genere presiones inflacionarias, así como de mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos. El Directorio del BCRP acordó en octubre mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,0 por ciento.
- iii. En este periodo, la inflación subyacente -indicador tendencial del crecimiento de los precios- se elevó de 1,5 por ciento en mayo a 2,1 por ciento en setiembre, situándose de esta manera alrededor del nivel meta, luego de haberse ubicado entre 1,3 y 1,5 por ciento desde mediados de 2006. Esta aceleración obedece al traslado de mayores precios de insumos importados. La información proveniente de las encuestas realizadas a empresas muestra que una mayor proporción de éstas viene enfrentando presiones de costos asociados a los precios de los insumos y además un mayor

porcentaje de empresas los han trasladado a precios. Esta evolución se da en un contexto de un alto crecimiento de la demanda interna (10,9 por ciento en el periodo enero - julio de 2007), que viene siendo contrarrestado por un aumento de la capacidad productiva debido tanto a la mayor inversión como a los incrementos de productividad, así como por un fortalecimiento del Nuevo Sol y por expectativas de inflación ancladas a la meta del Banco Central.

- iv. Hacia adelante, el escenario central de las proyecciones presentadas en este Reporte prevé que la inflación se ubicará en los siguientes meses alrededor del límite superior del rango meta (3,0 por ciento) por efecto de los choques que se vienen presentando; para luego converger al nivel meta de 2,0 por ciento hacia el segundo semestre del año 2008. Las proyecciones macroeconómicas han sido revisadas tomando en cuenta los últimos desarrollos en la economía mundial, así como la evolución reciente de los principales indicadores macroeconómicos nacionales.
- v. La **demanda interna** continúa mostrando incrementos importantes, por encima del crecimiento del producto. En particular, el consumo privado y la inversión privada han mantenido un alto ritmo de crecimiento, reflejando el optimismo de consumidores y empresarios en un contexto de alto incremento del ingreso nacional disponible, altos precios de nuestras principales materias primas de exportación y bajo costo del crédito. Este dinamismo en la demanda interna ha sido acompañado por el incremento de las importaciones, especialmente de las importaciones de bienes de capital que registraron un crecimiento de 45 por ciento en el periodo enero - julio de 2007. Teniendo en cuenta esta dinámica, se ha elevado la previsión de crecimiento del PBI de 7,2 a 7,6 por ciento para el año 2007.

Sin embargo, se prevé que en el año 2008 el entorno internacional menos favorable incidirá en un crecimiento menor del ingreso disponible, moderando de esta manera el impulso de demanda hacia tasas aún altas pero más sostenibles en el largo plazo.

- vi. Durante los últimos meses se han registrado nuevos desarrollos en el **escenario internacional**. En primer lugar, la incertidumbre sobre la calidad de la cartera hipotecaria del segmento de alto riesgo (*subprime*) ha afectado la liquidez de los activos financieros respaldados con este tipo de activos y ha contagiado a inversionistas y entidades financieras que los poseen. A fin de evitar que el problema de liquidez se extienda a una situación de restricción crediticia (*credit crunch*) los bancos centrales de los países desarrollados vienen inyectando liquidez en sus mercados. En segundo lugar, en parte asociado a lo anterior, se han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos. Estos dos



---

elementos permiten explicar la decisión de la Reserva Federal (FED) de reducir en agosto y setiembre su tasa de redescuento en 50 puntos básicos en cada oportunidad, así como su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos en setiembre. Esta decisión ha sido tomada aún cuando no se han disipado totalmente los temores de un incremento de la inflación en la economía de Estados Unidos.

No obstante estos desarrollos recientes, la proyección de crecimiento mundial se mantiene en un nivel similar al contemplado en el Reporte de Inflación de mayo debido principalmente a que China continúa mostrando un sólido crecimiento. Esto último ha llevado también a revisar al alza la proyección de crecimiento de los términos de intercambio para 2007 desde un incremento de 1,9 por ciento en el Reporte de Inflación de mayo a uno de 3,0 por ciento en el presente Reporte. Para los años 2008 y 2009 el escenario de proyección contempla niveles similares a los esperados en el Reporte de mayo donde ya se consideraba una desaceleración del crecimiento de la economía mundial. Dada la incertidumbre sobre el desenlace de los eventos en los mercados financieros internacionales, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial del escenario base tienen un sesgo a la baja.

- vii. Para 2007 se estima un superávit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** de 1,3 por ciento del PBI, similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de mayo. Con un contexto internacional menos favorable por la paulatina reversión en la tendencia de los términos de intercambio, se estima que la cuenta corriente mostraría un leve y sostenible déficit de 0,4 y de 0,9 por ciento del PBI en los años 2008 y 2009, respectivamente.
- viii. El comportamiento de la **posición fiscal** continuó reflejando el buen desempeño de los ingresos tributarios asociados a los precios de las exportaciones y al dinamismo de la actividad económica, así como el menor ritmo de ejecución del gasto público. Así, el superávit fiscal del Sector Público No Financiero (SPNF) en el periodo julio 2006 - junio 2007 fue 3,1 por ciento del PBI (2,1 por ciento en 2006).

Con este resultado y considerando que el Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos entraría en vigencia entre 2008 y 2009, se ha revisado la proyección de superávit fiscal de 2007 de 1,2 a 2,0 por ciento del PBI, mientras que para los siguientes dos años se proyecta un superávit de 1,0 y 0,3 por ciento, respectivamente. Estas proyecciones asumen que el crecimiento real del gasto no financiero del sector público superará el incremento de la actividad económica en los siguientes dos años.

- ix. La evolución del **tipo de cambio** nominal Nuevo Sol/dólar continuó reflejando el desarrollo favorable de las cuentas

externas, el proceso de desdolarización financiera y la propia debilidad del dólar en los mercados internacionales. El Banco Central continuó con sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad en este mercado y, en el caso de las compras de dólares, además para acumular preventivamente reservas internacionales y compensar las ventas de moneda extranjera al fisco. La tendencia de debilitamiento del dólar, fenómeno que viene ocurriendo en todos los mercados, ha continuado luego de la decisión de la Reserva Federal de disminuir la tasa de interés en 50 puntos básicos.

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

- **Mayores cotizaciones de alimentos importados:** El escenario central asume que los desequilibrios entre oferta y demanda de los *commodities* alimenticios irán disminuyendo a lo largo del horizonte de proyección. Sin embargo, existe el riesgo de que los precios altos persistan a lo largo del tiempo o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta o se eleva aún más la demanda de biocombustibles, con lo cual, los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

Ante esta situación la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta.

- **Mayor cotización internacional del petróleo:** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en el precio internacional de combustibles. Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado del petróleo impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

Ante un choque de oferta como éste, el BCRP sólo reaccionaría si se produjera una elevación de los precios generalizada y sostenida, y si las expectativas de inflación de los agentes se modificaran hacia niveles inconsistentes con la meta de inflación.

- **Mayor volatilidad financiera externa:** El entorno internacional se mantiene favorable en el horizonte de proyección con una reversión gradual del alza de los términos de intercambio y una desaceleración transitoria de la economía de Estados Unidos y con el resto del mundo, en particular Asia, creciendo a tasas elevadas. Una situación de recesión en Estados Unidos con una corrección severa de los precios de las materias primas de exportación podría implicar, dependiendo del movimiento de capitales externos en las economías emergentes, una

depreciación del Nuevo Sol y posteriormente un impulso a la baja en el dinamismo de nuestra economía.

- **Mayor impulso de demanda:** Un mayor crecimiento de la demanda interna se traduciría en un impulso sobre los componentes de la inflación más sensibles a movimientos en la demanda. En estas circunstancias, el Banco Central elevaría adicionalmente la tasa de referencia para mantener la inflación bajo control.
- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica:** Para este reporte se incluye el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Esto impactaría adversamente sobre las tarifas y los costos de las empresas.

Si esto ocurriera, la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan alineadas a la meta.

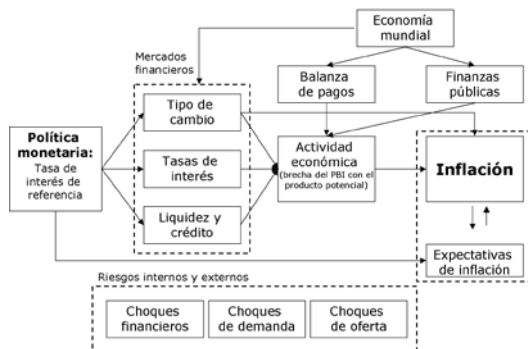
- **Mayores presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol:** En un escenario de mayor apreciación significativa del Nuevo Sol, presionando a la baja la inflación por debajo de la meta, el Banco mantendría por más tiempo o reduciría la tasa de referencia actual.

La ponderación de los diversos riesgos de presiones al alza o baja sobre la inflación con respecto al escenario base da como resultado un balance al alza sobre la proyección de inflación.



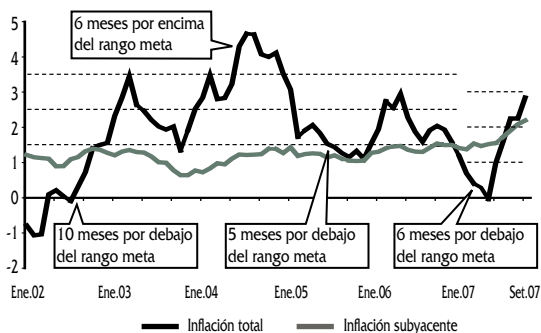
## I. Decisiones de política monetaria

**Gráfico 1**  
**CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**



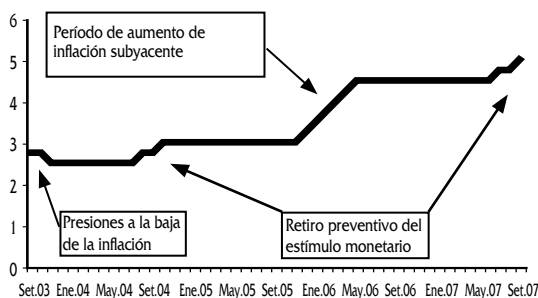
Los comunicados de política monetaria desde el Reporte de Inflación anterior han enfatizado que el Banco Central se mantendría vigilante para retirar el estímulo monetario de manera oportuna en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna. Desde junio, la tasa de inflación se ubica dentro del rango meta y la tasa de inflación subyacente -indicador tendencial de crecimiento de los precios- se elevó de 1,5 por ciento en mayo a 2,1 por ciento en setiembre. En este contexto el Banco Central elevó la tasa de interés de referencia de la política monetaria a 5,0 por ciento mediante incrementos de 25 puntos básicos en julio y 25 puntos básicos en setiembre, luego de mantenerla en 4,5 por ciento desde mayo de 2006. Estos ajustes se adoptaron para continuar manteniendo ancladas las expectativas de baja inflación.

**Gráfico 2**  
**INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Variaciones porcentual últimos 12 meses)

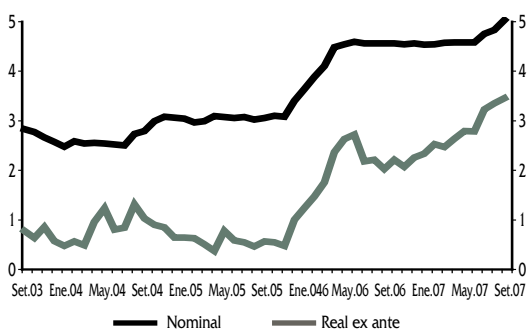


1. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) establece la posición de su política monetaria a través de una tasa de referencia para el mercado de préstamos interbancarios, la misma que afecta a la inflación a través de distintos canales. Las operaciones monetarias de regulación de liquidez del sistema financiero se orientan a que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique permanentemente lo más cerca posible del nivel de referencia.
2. A inicios de cada mes el Directorio del BCRP examina la evolución de la inflación y sus determinantes, así como una serie de proyecciones macroeconómicas para decidir la orientación de su política monetaria y anunciar la tasa de interés de referencia. Debido a que estas decisiones afectan a la economía y la inflación con varios rezagos, el Banco Central debe prever el nivel de la tasa de inflación respecto a la meta de 2,0 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Este margen permite que la inflación asimile los impactos de choques transitorios que escapan de la influencia de la política monetaria.
3. La tasa de inflación acumulada a doce meses se mantuvo por debajo del rango de la meta durante los primeros meses

**Gráfico 3**  
**TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL**  
(En porcentajes)



**Gráfico 4**  
**TASAS DE INTERÉS INTERBANCARIA DEL BANCO CENTRAL<sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)



<sup>1/</sup> La inflación esperada a un año se construye a partir de la encuesta de expectativas del Consensus Forecast.

del año. A partir de mayo la inflación adquirió una senda de convergencia hacia la meta de 2,0 por ciento, influenciada principalmente por alzas en las cotizaciones de alimentos y el petróleo. Por su parte, la evolución de la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de la canasta del consumidor, mostró una tendencia creciente desde mediados de año, pasando de una tasa anual de 1,5 por ciento en mayo, a 2,1 por ciento en setiembre, luego de mantenerse durante un año con tasas entre 1,3 y 1,5 por ciento.

4. En las Notas Informativas de los programas monetarios de abril y mayo, el Directorio comunicó su preocupación por el posible impacto inflacionario de un crecimiento de la demanda interna, en un horizonte de 12 a 18 meses, y mostró su predisposición a retirar oportunamente el estímulo monetario si la tendencia se mantenía. En junio el Directorio mencionó que se mantenía atento a la evolución del balance entre el elevado dinamismo de la demanda interna y mejoras en la productividad, para actuar anticipadamente de ser necesario.
5. En el tercer trimestre de 2007, el Directorio decidió subir la tasa de interés de referencia en dos oportunidades hasta el nivel actual de 5,0 por ciento, mediante incrementos de 25 puntos en julio y 25 puntos en setiembre. Este retiro paulatino del estímulo monetario constituye una acción preventiva para mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos y que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria en un contexto caracterizado por un robusto aumento de la demanda interna (10,9 por ciento de aumento en el periodo enero - julio de 2007).
6. Por su parte, los incrementos en el precio de los combustibles y de algunos alimentos como el pollo influyeron sobre la inflación durante los últimos meses. Como en anteriores episodios (primeros meses de 2004 y 2006), se espera que estas alzas tengan un efecto transitorio sobre el crecimiento promedio de los precios. Se debe tener presente que la inflación es un fenómeno monetario definido como el proceso de incremento de los precios de bienes y servicios adquiridos por los consumidores. Por ello, la política monetaria centra su atención en fenómenos permanentes y generalizados de aumento de precios que surgen cuando el crecimiento del gasto excede al aumento de la oferta de bienes y servicios.
7. Las expectativas de inflación del público continúan alrededor de la meta de inflación del Banco Central, aún cuando las empresas financieras elevaron sus expectativas de inflación para el año 2008 de 2,0 a 2,2 por ciento entre la encuesta de mayo y setiembre. Los analistas económicos y las empresas no financieras ubican sus expectativas en 2,0 por ciento.

## COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO: 2007

**Enero:** El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4,5 por ciento, considerando que no se vislumbran presiones inflacionarias en el corto plazo y que los factores que han ubicado a la tasa de inflación por debajo del rango meta tienen un carácter transitorio, entre los que se encuentran los menores precios de combustibles, de tarifas de servicios públicos y de algunos alimentos, que tienen un impacto por única vez en la tasa de inflación.

**Febrero:** El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4,5 por ciento, considerando que no se vislumbran presiones inflacionarias en el corto plazo y que los factores que han ubicado a la tasa de inflación por debajo del rango meta tienen un carácter transitorio, entre los que se encuentran los menores precios de combustibles, de tarifas de servicios públicos y de algunos alimentos.

**Marzo:** El Directorio del BCRP aprobó mantener la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4,5 por ciento, considerando que no se vislumbran presiones inflacionarias en el corto plazo y que los factores que han ubicado a la tasa de inflación por debajo del rango meta tienen un carácter transitorio, entre los que se encuentran los menores precios de tarifas de servicios públicos y de algunos alimentos.

**Abril:** El Directorio del BCRP acordó mantener la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4,5 por ciento. Sin embargo, expresó su preocupación por el posible impacto inflacionario, en un horizonte de 12 a 18 meses, de un crecimiento de la demanda interna que exceda las tasas previstas por el Banco. Por ello, de continuar la actual tendencia, el Directorio se inclinaría a retirar oportunamente el estímulo monetario.

**Mayo:** El Directorio del BCRP acordó mantener la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario en 4,5 por ciento. Sin embargo, conserva su preocupación por el posible impacto inflacionario, en el horizonte de 12 a 18 meses, de un crecimiento muy elevado de la demanda interna. Por ende, en caso se observe información de presencia de presiones inflacionarias, el Directorio se inclinará a retirar el estímulo monetario.

**Junio:** El Directorio del BCRP acordó mantener la tasa de referencia en 4,5 por ciento, en un contexto en el que la tasa de inflación ha tendido a ubicarse en la parte inferior del rango meta de inflación (1 a 3 por ciento) y la tasa de inflación subyacente se mantiene estable en 1,5 por ciento. Esta evolución refleja un balance entre un elevado dinamismo de la demanda interna y mejoras de la productividad en la economía. El Directorio se encuentra atento a la evolución de estas variables y su impacto en la inflación dentro de un horizonte de 12 a 18 meses con el fin de adoptar ajustes preventivos en la posición de política monetaria.

**Julio:** El Directorio del BCRP aprobó elevar la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario de 4,50 a 4,75 por ciento. La medida tiene un carácter preventivo tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria, y se adopta para continuar manteniendo ancladas las expectativas de baja inflación frente al robusto crecimiento que viene registrando la demanda interna. El Directorio continuará vigilante a la evolución de la inflación y sus determinantes, distinguiendo los factores que tienen efectos temporales de aquellos permanentes. Además, considera que con la información macroeconómica actual, este ajuste de la tasa de interés de referencia no implica el inicio de una secuencia de alzas de tasas de interés.

**Agosto:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,75 por ciento. Sin embargo, expresó su preocupación por el posible traslado a las expectativas inflacionarias de alzas derivadas de incrementos en los precios internacionales de combustibles y algunos insumos para la producción de alimentos. Estos aumentos tienen un impacto transitorio en la inflación. El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, distinguiendo los factores que tienen efectos temporales de aquellos permanentes.

Por ello, si se vislumbra un aumento de las expectativas de inflación o un incremento en la demanda interna que sobrepase las ganancias en la productividad, el Banco optará por ajustes preventivos adicionales en la tasa de interés.

**Setiembre:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 4,75 a 5,0 por ciento. Esta medida tiene un carácter preventivo tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria, y se adopta para continuar manteniendo ancladas las expectativas de baja inflación frente al robusto crecimiento que viene registrando la demanda interna en un contexto de aumento de precios de insumos importados. El Directorio se mantiene atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, distinguiendo los factores que tienen efectos temporales de aquellos permanentes.



## II. Escenario internacional

*Tal como se contempló en el Reporte de mayo, la economía de Estados Unidos ha venido mostrando una desaceleración moderada. Sin embargo, esta evolución ha sido compensada por el crecimiento -por encima de lo considerado previamente- de China, Japón, Alemania y algunas economías de la región. En la mayoría de los casos, el mayor crecimiento ha estado acompañado de presiones inflacionarias, acentuadas por la evolución de las cotizaciones internacionales de alimentos y petróleo.*

*Adicionalmente, a partir de julio se ha registrado un periodo de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales asociada al deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (subprime) de Estados Unidos. En particular, las condiciones crediticias del mercado de dinero de las economías desarrolladas se deterioraron sustancialmente generando una situación atípica de iliquidez. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de dichas economías han venido incrementando las operaciones de inyección de liquidez tratando de evitar una contracción del crédito. Asimismo, la Reserva Federal (FED), en su reunión del 18 de setiembre, recortó su tasa de interés de política en 50 puntos básicos, decisión que, a la fecha de publicación de este reporte, ha contribuido significativamente a reducir la volatilidad en los mercados.*

*Esta evolución reciente acentuó la expectativa de una desaceleración de la economía de Estados Unidos, por encima de lo previsto a inicios de año. Sin embargo, el crecimiento de otras economías (en particular las economías emergentes) mantiene las perspectivas favorables para 2008 y 2009, aunque con reducciones ligeras en las tasas de crecimiento. Sin embargo, dada la incertidumbre sobre la situación futura en los mercados financieros internacionales, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial tienen un sesgo a la baja.*

### **Crecimiento, inflación y tasas de interés**

8. Las proyecciones de crecimiento para **2007** han estado en línea con lo esperado. El menor crecimiento estimado para Estados Unidos, asociado a la desaceleración del mercado

inmobiliario, ha sido compensado por el mayor crecimiento de Alemania, Japón, China y otras economías emergentes.

Así, luego de crecer 4,7 por ciento en 2006, para 2007 se estima que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales sería de 4,3 por ciento, mientras que para los años 2008 y 2009 se estima una moderación a 4,0 y 3,8 por ciento, respectivamente. Estas proyecciones asumen un impacto moderado de la actual coyuntura en los mercados financieros sobre el sector real.

### Cuadro 1

#### PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES <sup>1/</sup>

(En porcentaje)

	Participación en el comercio 2006	2005	2006	2007*		2008*		2009*	
				RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>Socios Comerciales <sup>2/</sup></b>	<b>100</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Norteamérica</b>	<b>34%</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Estados Unidos	29%	3,1	2,9	2,1	2,0	2,8	2,2	3,0	3,0
Canadá	5%	3,1	2,8	2,4	2,5	2,8	2,6	3,0	3,0
<b>Europa</b>	<b>17%</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Alemania	4%	0,9	2,8	2,4	2,6	2,3	2,3	1,9	1,9
Reino Unido	1%	1,8	2,8	2,7	2,8	2,3	2,1	2,3	2,2
<b>Asia</b>	<b>19%</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>
China	11%	10,4	11,1	10,0	11,3	9,8	10,6	9,5	9,8
Japón	4%	1,9	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	1,2	1,5
<b>América Latina</b>	<b>30%</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Argentina	3%	9,2	8,5	7,6	7,6	5,8	5,4	4,9	4,7
Brasil	6%	2,9	3,7	4,2	4,8	4,2	4,5	4,3	4,3
Chile	7%	5,7	4,0	5,7	5,9	5,2	5,2	4,9	4,9
México	3%	2,8	4,8	3,1	2,9	3,6	3,4	3,8	3,8
Venezuela	3%	10,3	10,3	7,0	8,2	3,8	4,5	1,4	1,5
<b>Nota:</b>									
India		9,0	9,7	8,1	8,5	7,8	8,3	7,0	7,0
Rusia		6,4	6,7	6,3	7,1	6,0	6,6	5,8	5,8
<b>Economía Mundial:</b>									
a) <sup>3/</sup>		3,3	4,0	3,3	3,6	3,4	3,5	3,3	3,3
b) <sup>4/</sup>		4,8	5,4	4,9	5,2	4,9	5,0	4,9	4,9

RI: Reporte de Inflación.

1/ Datos ejecutados del FMI (World Economic Outlook-WEO) y datos proyectados de Consensus Forecast del mes respectivo, FMI y BCRP.

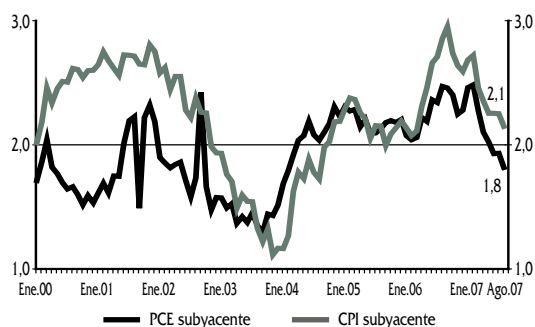
2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2005.

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

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

\* Proyección.

**Gráfico 5**  
**ESTADOS UNIDOS: INFLACIÓN SUBYACENTE**

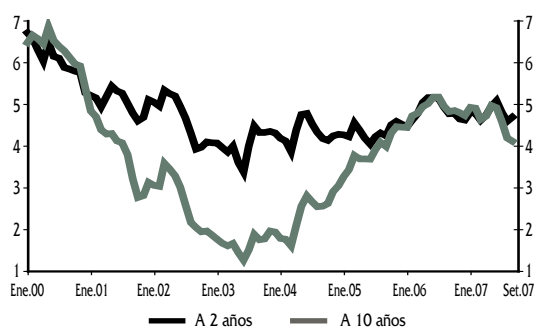


Fuente: Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis.

9. **Estados Unidos** ha tenido un crecimiento en línea con las expectativas hasta junio. En el segundo trimestre, la economía creció 3,8 por ciento influida por el dinamismo de las exportaciones. El consumo, si bien ha contribuido significativamente al crecimiento, mostró una desaceleración, afectado por los altos precios del petróleo. Por el contrario, la inversión continúa poco dinámica por la contracción en la inversión residencial.

Con los desarrollos recientes en el mercado hipotecario *subprime* y su impacto sobre los mercados financieros, la proyección de crecimiento se ha revisado a la baja. Del mismo modo, se espera que el crecimiento para el año 2008 sea menor al proyectado en el Reporte de Inflación de mayo mientras se mantiene la proyección de 3 por ciento para 2009.

**Gráfico 6**  
**ESTADOS UNIDOS: RENDIMIENTOS DE LOS TÍTULOS DEL TESORO**  
(En porcentajes)



**Cuadro 2**

**PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ <sup>1/</sup>**

	2005	2006	2007*		2008*		2009*	
			Ri May.07	Ri Set.07	Ri May.07	Ri Set.07	Ri May.07	Ri Set.07
<b>PBI (Var.%)</b>								
Estados Unidos	3,1	2,9	2,1	2,0	2,8	2,2	3,0	3,0
Canadá	3,1	2,8	2,4	2,5	2,8	2,6	3,0	3,0
<b>Inflación (promedio)</b>								
Estados Unidos	3,4	3,2	2,8	2,7	2,2	2,3	2,1	2,0
Canadá	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1	2,3	2,1	2,0
<b>Cuenta Corriente (% del PBI)</b>								
Estados Unidos	-6,1	-6,2	-6,1	-6,0	-6,0	-6,0	-	-
Canadá	2,0	1,6	0,7	1,6	0,6	1,2	-	-
<b>Déficit Fiscal Gobierno General (% del PBI)</b>								
Estados Unidos	-3,7	-2,6	-2,5	-1,7	-2,5	-1,9	-	-
Canadá	1,4	0,9	0,6	0,6	0,7	0,6	-	-

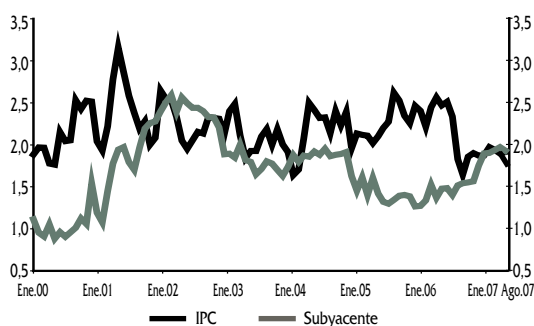
1/ Fuente: Consensus Forecast, FMI y BCRP.

\* Proyección.

La inflación, por su parte, se ha mantenido dentro de los rangos previstos en 2007. El crecimiento del Índice de Precios al Consumidor -que en marzo llegó a ubicarse en 2,8 por ciento como consecuencia de la elevación de los precios de combustibles y alimentos- ha descendido a 2,0 por ciento al mes de agosto mientras que la inflación subyacente ha sido de 2,1 por ciento. Por su parte el deflator del consumo personal subyacente, al mes de agosto, ha sido de 1,8 por ciento.

En este contexto de desaceleración del crecimiento y de relativa moderación de las presiones inflacionarias, la FED redujo su tasa en 50 puntos básicos, luego de haberla mantenido en 5,25 por ciento a lo largo del año.

**Gráfico 7**  
**EUROZONA: INFLACIÓN**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: Eurostat.

Por su parte, las **tasas de largo plazo** han venido experimentando un descenso durante el año 2007. Con la reciente turbulencia en los mercados internacionales, esta tendencia se ha acentuado, ante la búsqueda de activos menos riesgosos por parte de los inversionistas (*fly to quality*). El rendimiento de los bonos a dos años llegó a ubicarse -el 10 de setiembre- en 3,85 por ciento y el de 10 años en 4,32 por ciento, niveles no observados desde setiembre de 2005. Posteriormente tras el recorte de tasas de la FED, se ha observado una corrección y estas tasas se ubicaron a fines de setiembre en 3,99 por ciento, y 4,59 por ciento, respectivamente, al disminuir la aversión al riesgo y ante una menor expectativa de impacto del sector inmobiliario en el crecimiento económico.

10. **Europa** ha venido creciendo por encima de las proyecciones iniciales. Dentro de los países de la Eurozona, **Alemania** ha observado un crecimiento importante de la inversión y de las exportaciones que se ha compensado parcialmente por una desaceleración en el consumo (afectado por el incremento del impuesto a las ventas de inicios de año). Fuera de la Eurozona, destaca el crecimiento de 3 por ciento del Reino Unido en el segundo trimestre impulsado por el consumo privado.

**Cuadro 3**

**PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA 1/**

	2005	2006	2007*		2008*		2009*	
			RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>PBI (Var.%)</b>								
Alemania	0,9	2,8	2,4	2,6	2,3	2,3	1,9	1,9
España	3,5	3,9	3,6	3,8	3,0	2,9	2,5	2,5
Reino Unido	1,8	2,8	2,7	2,8	2,3	2,1	2,3	2,2
<b>Inflación</b>								
Alemania	2,0	1,7	1,6	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
España	3,4	3,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7
Reino Unido	2,1	2,3	1,9	2,4	1,9	2,0	1,9	2,0

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

\*Proyección.

Este crecimiento económico estuvo acompañado de ciertas presiones inflacionarias, explicadas en parte por la elevación del impuesto al valor agregado y del precio del petróleo. En lo que va del año, el **Banco Central Europeo (BCE)** ha elevado su tasa de interés en dos oportunidades (en marzo y en junio con un aumento total de 50 puntos básicos a 4,75 por ciento) en un contexto de recuperación económica y aumento de la inflación subyacente. Los desarrollos recientes en los mercados financieros, y la reducción en la tasa de la FED, disminuyen la probabilidad de incrementos futuros. Para los próximos años, se estima que el crecimiento sea ligeramente menor al proyectado para 2007.

En el caso de **Reino Unido**, las presiones inflacionarias -derivadas del incremento del consumo, del alza en los precios de los *commodities* y del aumento en el precio de los inmuebles- han llevado a un incremento en la tasa de interés de política monetaria, la cual pasó de 5,0 por ciento en diciembre de 2006 a 5,75 por ciento en julio de 2007.

11. En el caso de **Japón**, luego del crecimiento del primer trimestre de 0,7 por ciento (2,6 por ciento anual), el segundo trimestre mostró una caída de 0,3 por ciento (1,6 por ciento anual), básicamente por los menores gastos de inversión y el menor aporte de las exportaciones netas, que contrarrestaron la solidez del consumo. Pese a este resultado, las perspectivas para los siguientes trimestres son favorables, en particular luego de difundirse la recuperación de las órdenes de maquinaria de julio.

Con respecto a la inflación, el resultado de agosto fue -0,2 por ciento anual mientras que el componente subyacente de la inflación también se mantuvo negativo. Este resultado, sumado a la desaceleración del segundo trimestre, ha incrementado las expectativas de mantenimiento de tasas por parte del **Banco de Japón (BoJ)**.

#### Cuadro 4

##### PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA <sup>1/</sup>

	2005	2006	2007*		2008*		2009*	
			RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>PBI (Var.%)</b>								
China	10,4	11,1	10,0	11,3	9,8	10,6	9,5	9,8
Corea del Sur	4,2	5,0	4,5	4,8	5,0	5,1	4,7	4,8
Japón	1,9	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1	1,2	1,5
<b>Inflación</b>								
China	1,8	1,5	2,5	4,0	2,5	3,6	2,2	2,5
Corea del Sur	2,8	2,2	2,6	2,4	2,6	2,7	2,5	2,6
Japón	-0,3	0,2	0,4	0,0	0,6	0,4	1,6	0,8

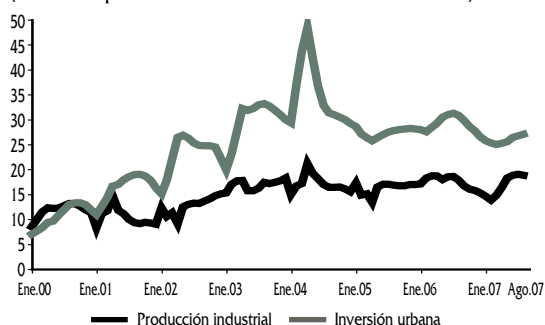
1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

\*Proyección.

Gráfico 8

#### CHINA: ACTIVIDAD ECONÓMICA

(Variación porcentual - Promedio móvil a 3 meses)



Fuente: National Bureau of Statistics.

12. Dentro de las **economías emergentes**, destaca el crecimiento de **China**. Las presiones de demanda, combinadas con el incremento en el precio de los alimentos, han ocasionado que los precios al consumidor -al mes de agosto- se eleven 6,5 por ciento (variación anual), la mayor tasa en 10 años. Estas presiones se dan a pesar de las continuas elevaciones de encaje y de tasas de interés (activas y pasivas) a lo largo del año. Se estima que para los años 2008 y 2009, China moderaría sus tasas de crecimiento, como respuesta a estas políticas y ante la evidencia de que ciertos sectores estarían mostrando señales de sobrecalentamiento.

13. El crecimiento de las economías de **América Latina** se ha mantenido sólido, esperándose una desaceleración moderada para los siguientes dos años. En algunas economías, la demanda doméstica se mantuvo como la principal fuente de crecimiento, lo que sumado a las mayores presiones inflacionarias por parte de algunos *commodities* (en particular del petróleo y alimentos), ha generado la elevación de las tasas de interés.

**Cuadro 5**

**PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA <sup>1/</sup>**

	2005	2006	2007*		2008*		2009*	
			RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>PBI (Var. %)</b>								
Argentina	9,2	8,5	7,6	7,6	4,7	5,4	4,9	4,7
Brasil	2,9	3,7	4,2	4,8	3,6	4,5	4,3	4,3
Chile	5,7	4,0	5,2	5,9	5,0	5,2	4,9	4,9
Colombia	4,7	6,8	5,6	6,4	4,2	5,3	4,6	4,6
México	2,8	4,8	3,3	2,9	3,7	3,4	3,8	3,8
<b>Inflación</b>								
Argentina	12,3	9,8	10,2	8,6	10,2	10,9	10,2	9,7
Brasil	5,7	3,1	4,1	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Chile	3,7	2,6	2,9	5,8	2,9	3,2	2,9	2,9
Colombia	4,9	4,5	3,9	5,1	4,1	4,4	3,8	3,6
México	3,3	4,1	3,5	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5

1/ Fuente Consensus Forecast.

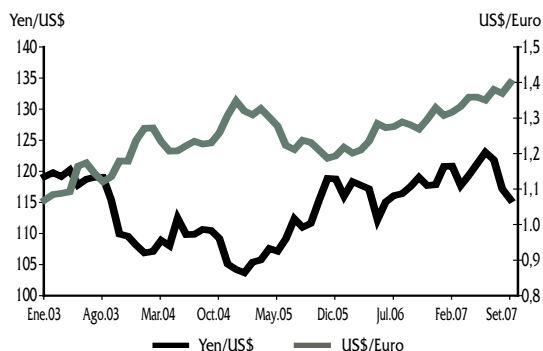
\*Proyección.

**Evolución del dólar en los mercados internacionales**

14. El **dólar** continuó depreciándose en los mercados internacionales, en particular frente al euro, la libra esterlina y el dólar canadiense. Esta evolución se explica en parte por el comportamiento diferenciado en las tasas de interés de política monetaria. Mientras que el BCE elevó tasas durante el año, la FED la recortó en setiembre luego de mantenerla sin cambios desde junio de 2006, con lo cual el diferencial cayó en 100 puntos básicos (a 75 puntos básicos). Similar tendencia se observó en el caso de Reino Unido donde la tasa de política monetaria del Banco de Inglaterra se ubicó por encima de la tasa de la FED.

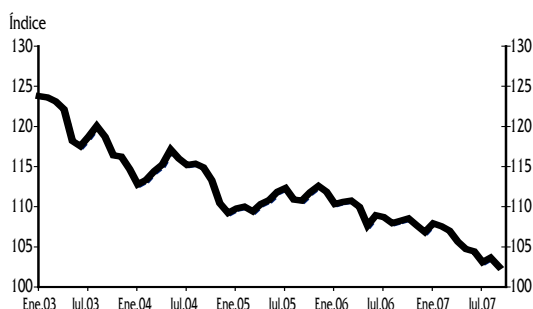
Asimismo, la expectativa de una reducción adicional de tasas por parte de la FED en el cuarto trimestre, ha implicado presiones adicionales sobre el dólar. Luego de la reducción de la tasa de la FED del 18 de setiembre, el dólar cotizó su nivel más bajo (1,43 dólares por euro) el 28 de setiembre.

**Gráfico 9  
EL DÓLAR FRENTE A LAS PRINCIPALES DIVISAS**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 10**  
**EL DÓLAR FRENTE A CANASTA DE PRINCIPALES**  
**SOCIOS DE ESTADOS UNIDOS\***  
 (Ene. 1997=100)

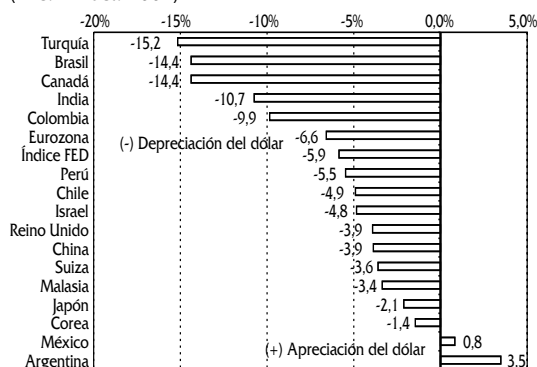


\* Índice de tipo de cambio nominal frente a principales socios comerciales. Caída significa depreciación del dólar.  
 Fuente: Federal Reserve Board.

El **yen** también se debilitó hasta junio por el mantenimiento de las operaciones especulativas (*carry trade*), originado por su menor tasa de interés. En el contexto de la turbulencia financiera de los meses recientes y el consecuente incremento en la aversión al riesgo, estas operaciones se revirtieron con lo cual el yen se ha fortalecido.

El **yuan** continuó apreciándose, aunque en un contexto de elevado superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas internacionales. Otras monedas emergentes -en particular el peso colombiano y el real brasileño- se apreciaron fuertemente hasta junio, revirtiendo temporalmente esta tendencia entre los meses de julio y mediados de setiembre (periodo de turbulencia financiera).

**Gráfico 11**  
**EVOLUCIÓN ACUMULADA DEL TIPO DE CAMBIO**  
 Unidades monetarias/US\$  
 (Ene. - 4 oct. 2007)



15. En 2007, el debilitamiento del dólar se manifestó en una tendencia mundial de las monedas domésticas hacia la apreciación. Ello sin embargo no afectó a todos los países por igual: las monedas de Turquía, Canadá y Brasil fueron las más afectadas con una apreciación acumulada cercana al 14 por ciento.

### Deuda de economías emergentes

16. Luego de alcanzar niveles mínimos (entre fines de mayo y la primera quincena de junio), los *spreads* de las economías emergentes revirtieron su evolución descendente afectados por la mayor turbulencia en los mercados internacionales observada entre julio y mediados de setiembre. Sin embargo, luego del recorte de tasas de la FED del 18 de setiembre, los *spreads* han venido revirtiendo esta alza. Además el incremento registrado ha sido limitado y diferenciado en comparación a los ajustes observados en otros activos de similar riesgo (de renta fija y variable de las economías desarrolladas). En lo que va del año, el *spread* del EMBI+ subió 32 puntos básicos y el de Perú lo hizo en 19 puntos básicos.

### Cuadro 6

#### SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBI+)\*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007			Var. en pbs
						Jun.07	Ago.07	Set.07	
<b>Economías Emergentes</b>	<b>765</b>	<b>418</b>	<b>356</b>	<b>245</b>	<b>169</b>	<b>175</b>	<b>223</b>	<b>201</b>	<b>32</b>
<u>América Latina</u>	<u>1 007</u>	<u>521</u>	<u>420</u>	<u>283</u>	<u>186</u>	<u>197</u>	<u>246</u>	<u>222</u>	<u>36</u>
Brasil	1 446	463	382	311	192	160	195	173	-19
Colombia	645	431	332	238	161	119	197	166	5
México	331	199	166	126	98	95	110	112	14
Argentina	6 391	5 632	4 703	504	216	325	450	398	182
Perú <sup>1/</sup>	610	312	220	206	118	117	166	137	19

\* Datos a fin de periodo.

1/ El 29 de setiembre de 2006, JP Morgan incorporó en el cálculo del EMBI+ los bonos globales 2025 y 2033, resultando en un aumento de aproximadamente 40 pbs.

Fuente: Reuters.

RECUADRO 1

DESARROLLOS RECIENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

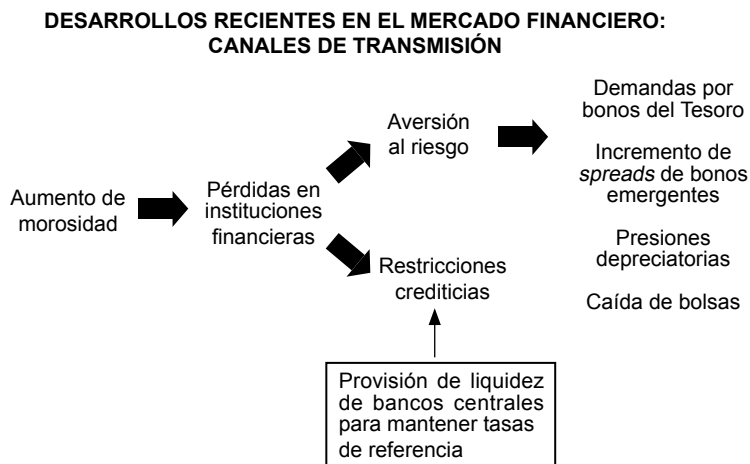
Recientemente los mercados financieros han experimentado una turbulencia importante por su exposición al mercado hipotecario en Estados Unidos, en particular al segmento *subprime*. Este segmento comprende aquellos préstamos hipotecarios otorgados a personas con bajo perfil crediticio. Generalmente incluyen una reducida cuota inicial y se otorgan a tasas variables (entre 200 y 300 puntos básicos sobre el segmento *prime*).

Este segmento *subprime* representa alrededor del 15 por ciento del valor total de los préstamos hipotecarios, aunque en los últimos años ha presentado un mayor dinamismo (durante el 2006 representó alrededor del 20 por ciento del flujo de préstamos). Al 2006, se estima que el saldo de préstamos *subprime* era de aproximadamente US\$ 1,2 billones (equivalente a 10 por ciento del PBI de Estados Unidos), de los cuales un 78 por ciento había sido otorgado a tasa variable.

Con la elevación de las tasas de interés observada desde 2004 y con la desaceleración de los precios de los inmuebles, la morosidad en dicho segmento se incrementó, pasando en los últimos meses de 10 por ciento a cerca del 15 por ciento en la actualidad.

Esta evolución ha afectado a una serie de empresas vinculadas al mercado inmobiliario y ha reducido el valor de los títulos que este tipo de hipotecas tenía como respaldo (tales como los CDO o *Collateral Debt Obligation*). Las hipotecas titulizadas (*Mortgage Backed-Securities*) correspondientes al segmento *subprime* ascendieron a US\$ 665 mil millones en 2006, lo que representa casi un tercio de las hipotecas titulizadas.

Las noticias sobre pérdidas generadas en las instituciones financieras con alta exposición en el mercado se han hecho más frecuentes desde la segunda quincena de julio. En agosto algunos bancos en las principales economías del mundo redujeron la propensión a realizar créditos interbancarios, con lo cual las tasas de interés *overnight* registraron significativas alzas.



En este contexto, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han estado proveyendo liquidez adicional con el fin de reducir las presiones sobre las tasas de interés. La FED redujo en 50 puntos básicos su tasa de descuento (a la que presta a los bancos) y, posteriormente, redujo su tasa de interés de política de 5,25 por ciento a 4,75 por ciento (realizando una reducción adicional de 50 puntos básicos en la tasa de descuento).

Son varios los impactos que esta situación tiene sobre las perspectivas de la economía mundial. En primer lugar, implica una pérdida de riqueza que, hasta el momento, se restringe a inversionistas, bancos y fondos. Si estas pérdidas se extienden hacia otros sectores y se deteriora la confianza de los inversionistas y consumidores, el impacto sobre la actividad económica, en particular de Estados Unidos, sería mayor.

Por otro lado, estos desarrollos suponen un incremento en la aversión al riesgo de los inversionistas que, ante estas circunstancias, demandan activos más seguros (como por ejemplo Bonos del Tesoro Americano). Durante este periodo, los *spreads* de los bonos de las economías emergentes se han incrementado, se han registrado caídas bursátiles y las monedas se han depreciado, en particular aquellas que han estado sujetas a operaciones especulativas (*carry trade*).



**PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS (FIN DE PERÍODO)**

	Dic.06	Jun.07	Ago.07	Set.07	Variación porcentual %			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(2)/(1)	(3)/(2)	(4)/(3)	(4)/(1)
<b>Monedas (UM por US\$)</b>								
Euro (dólares por euro)	1,320	1,354	1,363	1,427	2,6	0,7	4,7	8,1
Yen	119,01	123,14	115,76	114,79	3,5	-6,0	-0,8	-3,5
Real brasileño	2,135	1,928	1,968	1,832	-9,7	2,1	-6,9	-14,2
Peso colombiano	2 237	1 974	2 162	2 022	-11,8	9,5	-6,5	-9,6
<b>Bolsas (índice)</b>								
Dow Jones	12 463	13 409	13 358	13 896	7,6	-0,4	4,0	11,5
<b>Rendimiento de Bonos y Spreads</b>					<b>Variación en puntos básicos</b>			
Bonos (calificación AAA)	5,51	5,79	5,76	5,76	28	-3	0	25
Bonos del Tesoro								
Americano (a 10 años)	4,60	5,03	4,53	4,59	43	-50	6	-1
Spread EMBI+ (en pbs)	169	175	223	201	6	48	-22	32
Spread Bonos de alto riesgo ("Junk bonds")	315	307	464	407	-8	156	-57	92

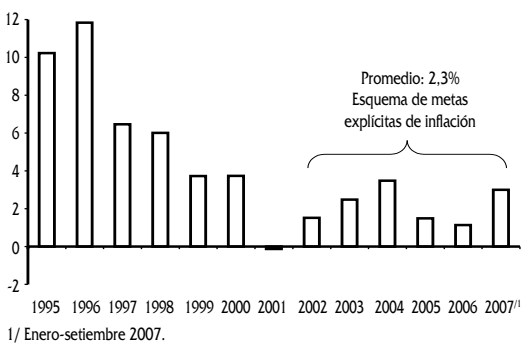
Fuente: Bloomberg.

Es importante destacar que Perú, al igual que otras economías emergentes, presenta en la actualidad una posición más sólida para enfrentar entornos internacionales como el observado en los últimos meses. La liquidez internacional, la mejor posición fiscal y los menores requerimientos de endeudamiento externo son factores que ayudan a reducir el impacto de una reversión de los flujos de capitales y de un menor interés de los inversionistas por activos de las economías emergentes.

### III. Inflación

La tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses mostró una tendencia decreciente entre enero y abril y creciente entre mayo y setiembre, pasando de 0,9 por ciento en mayo a 2,8 por ciento en setiembre debido al efecto de los mayores costos de materias primas importadas (trigo y petróleo), anomalías climáticas (temperaturas menores a las normales) y a la mayor demanda interna. La tasa de inflación importada, acumulada doce meses, pasó de 0,6 por ciento en mayo a 6,1 por ciento en setiembre.

**Gráfico 12**  
**INFLACIÓN**  
(Variación porcentual acumulada)

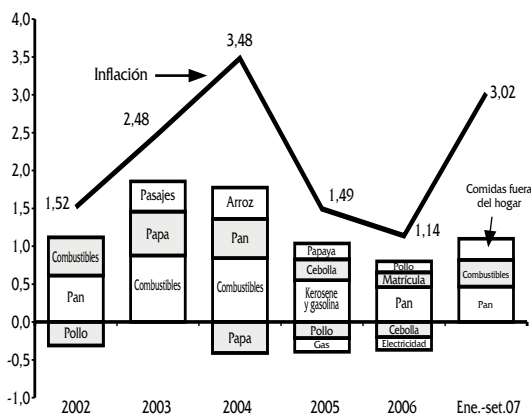


La inflación se ubicaría ligeramente por encima del límite superior del rango meta (3,0 por ciento) en los siguientes meses debido a la mayor inflación importada que se viene registrando. Posteriormente, convergerá a 2 por ciento hacia fines de 2008.

#### Inflación ejecutada

17. La tasa de inflación últimos doce meses se ha ubicado en el rango meta desde junio, luego que durante los primeros cinco meses del año se ubicara por debajo del mismo. Entre los meses de mayo y julio se registró tasas mensuales de inflación cercanas a 0,5 por ciento por mayores precios de alimentos y de combustibles. En setiembre la tasa de inflación mensual fue 0,6 por ciento, también por mayores precios de alimentos. Como en anteriores episodios estas alzas de precios por factores de oferta tienen un impacto transitorio en la inflación (ver recuadro 3). Desde el inicio del Esquema de Metas Explícitas de Inflación, el promedio de la inflación ha sido 2,3 por ciento con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,3 por ciento.

**Gráfico 13**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN**  
(Puntos porcentuales)



Al mes de setiembre, las tasas de inflación total y subyacente acumuladas en los últimos 12 meses se ubicaron en 2,8 y 2,1 por ciento, respectivamente.

18. Entre enero y setiembre de 2007 la tasa de inflación acumulada fue 3,0 por ciento, mayor a la registrada en el mismo periodo de 2006 (1,4 por ciento), debido principalmente a la mayor

variación registrada en los precios de productos como pan, combustibles, huevos, comidas fuera del hogar y cebolla, rubros que explican más del 50 por ciento de la inflación del periodo.

La tasa de inflación subyacente ha venido mostrando un mayor ritmo de variación al pasar de 1,0 por ciento entre enero y setiembre de 2006 a 1,8 por ciento para similar periodo en el presente año. Por su parte, la inflación no subyacente acumuló 1,8 por ciento entre enero y setiembre 2006 frente a 4,7 por ciento durante el mismo periodo de 2007.

### Cuadro 7

#### Inflación

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006		2007	Promedio anual 2002-2007
						Ene.-Set. Año	Ene.-Set.		
<b>I. Subyacente</b>	<b>60,6</b>	<b>1,23</b>	<b>0,73</b>	<b>1,23</b>	<b>1,23</b>	<b>1,02</b>	<b>1,37</b>	<b>1,80</b>	<b>1,32</b>
1. Alimentos	10,7	0,02	0,14	3,24	0,98	0,38	0,98	1,88	1,25
2. No alimentos	49,9	1,49	0,85	0,80	1,28	1,16	1,45	1,79	1,33
a. Bienes	23,3	1,39	0,08	-0,29	0,71	0,60	0,97	1,38	0,74
b. Servicios	26,6	1,57	1,53	1,75	1,77	1,63	1,85	2,13	1,84
<b>II. No Subyacente</b>	<b>39,4</b>	<b>1,96</b>	<b>5,16</b>	<b>6,75</b>	<b>1,87</b>	<b>1,81</b>	<b>0,83</b>	<b>4,71</b>	<b>3,68</b>
1. Alimentos	22,5	0,28	3,73	5,82	1,62	3,15	2,06	7,21	3,58
2. No alimentos	16,9	4,22	7,00	7,90	2,17	0,20	-0,67	1,60	3,82
a. Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77	6,89	1,77	-1,50	6,36	9,22
b. Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	-0,10	1,12	-0,53	2,79
c. Servicios públicos	4,6	1,96	-1,98	6,19	-1,72	-1,24	-3,22	-0,19	0,13
<b>III. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>	<b>1,49</b>	<b>1,35</b>	<b>1,14</b>	<b>3,02</b>	<b>2,28</b>

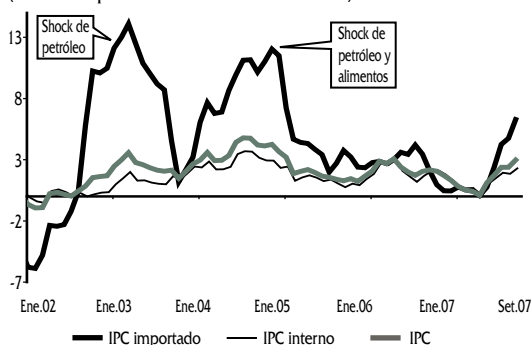
### Cuadro 8

#### CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - SETIEMBRE 2007

(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Pan	3,7	10,7	0,47	Legumbres frescas	0,4	-18,0	-0,10
Combustibles	3,9	6,4	0,35	Teléfonos	1,3	-7,2	-0,07
Comidas fuera del hogar	10,2	2,8	0,28	Transporte nacional	0,3	-15,5	-0,06
Huevos	0,7	38,7	0,27	Azúcar	1,4	-3,6	-0,05
Cebolla	0,4	44,1	0,20	Ají	0,1	-36,2	-0,04
<b>Total</b>			<b>1,57</b>				<b>-0,32</b>

**Gráfico 14**  
**INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



### Inflación importada

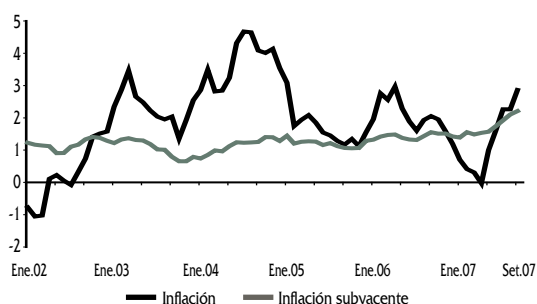
19. La inflación importada, que incluye los rubros de la canasta que son importados o cuyos precios dependen en forma significativa de insumos importados, se ha elevado sistemáticamente desde 0,3 por ciento en 2006 a una tasa acumulada en el período enero - setiembre de 7,3 por ciento. Esta evolución -no vista desde el año 2004- obedece al incremento de las cotizaciones internacionales del trigo y del aceite de soya, que impactó en los precios de pan, fideos y aceites, así como con el alza en el precio internacional del petróleo.

**Cuadro 9**

**INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO**  
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006		2007
						Ene-Set.	Año	Ene-Set.
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>10,3</b>	<b>3,0</b>	<b>11,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>7,3</b>
Alimentos	5,4	10,0	-0,1	10,9	-1,5	1,7	2,1	11,2
Combustibles	3,9	15,6	8,9	17,8	6,9	1,8	-1,5	6,4
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,4	-1,9	-2,8	-1,2	-0,7	-1,3	-0,9
Otros	1,8	3,4	1,4	3,2	2,3	0,3	0,6	1,1
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>
Tipo de cambio		2,3	-1,2	-5,5	4,4	-5,2	-6,4	-2,2

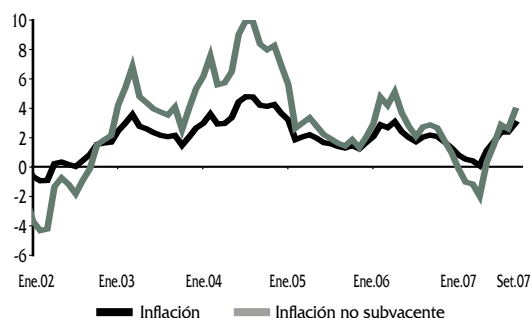
**Gráfico 15**  
**INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



### Inflación subyacente

20. La tasa de inflación subyacente, indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios aislando los componentes más volátiles del índice general, acumuló 2,1 por ciento en los últimos doce meses. Este indicador se viene acelerando desde noviembre de 2005 (1,0 por ciento), lo que coincide con un mayor crecimiento de la demanda interna (10 por ciento en 2006 y 10,9 por ciento durante los primeros 7 meses de 2007).

**Gráfico 16**  
**INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)

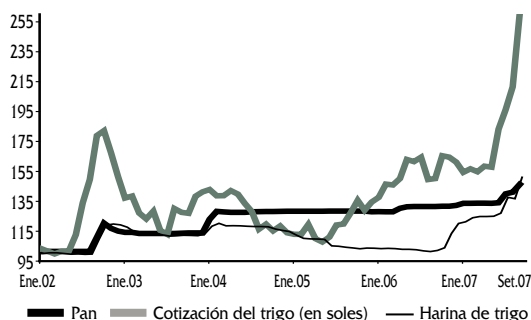


### Inflación no subyacente

21. La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación de 3,7 por ciento en los últimos doce meses.

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

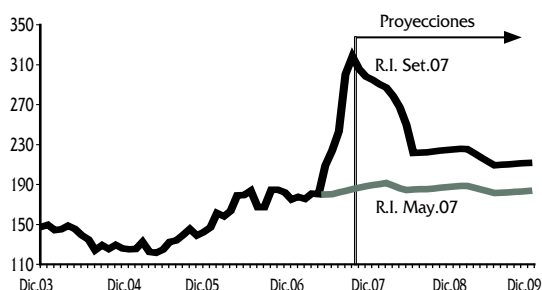
**Gráfico 17**  
**PRECIO DEL PAN Y COTIZACIÓN DEL TRIGO**  
(Diciembre 2001=100)



- **Pan:** El precio del pan aumentó 10,7 por ciento en el periodo enero - setiembre, afectado por el alza del precio de la harina de trigo (14 por ciento al por mayor), principal insumo para su elaboración, como consecuencia del aumento de la cotización internacional del trigo. En particular, el aumento del precio internacional del trigo se ha concentrado en los meses de mayo y setiembre.

Respecto a diciembre de 2006, el precio internacional del trigo se ha elevado 66 por ciento, pasando de US\$ 180 a US\$ 298 por tonelada en setiembre. El fuerte incremento se explica principalmente por los bajos niveles de inventarios, que se mantienen en valores no observados en 30 años.

**Gráfico 18**  
**COTIZACIÓN DEL TRIGO**  
(US\$ por TM)



Fuente: Bloomberg y BCRP.  
RI: Reporte de Inflación.

De acuerdo con las estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos, la producción mundial para la campaña 2007 - 2008 se incrementaría respecto a la del 2006 - 2007, pero aún se mantendría por debajo de la del 2005 - 2006. El mantenimiento de las condiciones climáticas desfavorables en las zonas productoras de Europa, Australia y Argentina y la reducción del área sembrada en Canadá, significarían niveles de producción inferiores en 17 millones de toneladas a los de la campaña 2005 - 2006. Se espera que los precios se corrijan gradualmente durante el año 2008.

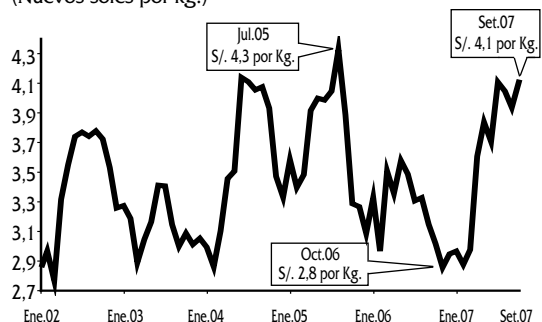
**Cuadro 10**

**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE TRIGO**  
(Millones de TM)

	Ciclo 2004/05	Ciclo 2005/06	Ciclo 2006/07	Ciclo 2007/08
1. Inventarios Iniciales	133	151	149	125
2. Producción Mundial	629	623	593	606
3. Consumo Mundial	610	624	617	619
<b>4. Inventarios Finales (1+2-3)</b>	<b>151</b>	<b>149</b>	<b>125</b>	<b>112</b>

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (reporte del mes de setiembre).

**Gráfico 19**  
**PRECIO DE LOS HUEVOS**  
(Nuevos soles por kg.)

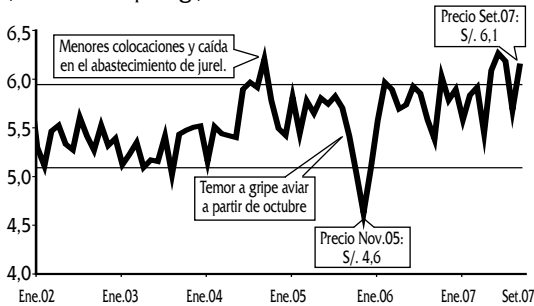


- **Huevos:** En los primeros nueve meses del año el precio de los huevos registró un alza acumulada de 39 por ciento como respuesta a una menor colocación de aves de postura (-8 por ciento con respecto a la oferta enero-agosto del año anterior), lo cual explica 0,23 puntos porcentuales de la inflación alcanzada en el periodo. En el año 2006 el precio de los huevos disminuyó 10,7 por ciento.
- **Cebolla:** El precio registró un aumento de 44 por ciento. Además de los factores estacionales, las alzas que se registraron durante los meses de abril a junio se produjeron por la disminución de las áreas sembradas en Arequipa, que

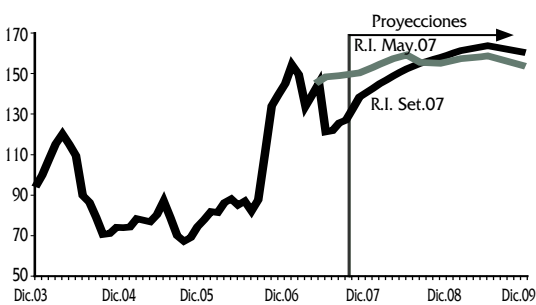
es la principal zona abastecedora de Lima (-20 por ciento con respecto a la campaña anterior).

- **Legumbres frescas:** Los precios de estos productos disminuyeron 18 por ciento, por la caída del precio de la arveja verde (-27 por ciento), que es el principal componente de este rubro. El abastecimiento para Lima Metropolitana registró un crecimiento aproximado de 12 por ciento en el periodo enero - agosto con respecto al mismo periodo del año anterior debido a un aumento de la oferta procedente de Junín.
- **Pollo:** La variación promedio del precio en el periodo enero - setiembre de 2007 fue 4,6 por ciento. Si bien los niveles de oferta fueron adecuados (colocaciones de pollos BB en el periodo enero - agosto de 2007 fueron mayores en 7 por ciento a las del mismo periodo del año anterior), hubo fluctuaciones a lo largo del año. Las alzas en algunos meses respondieron a una mayor demanda estacional, motivada tanto por las celebraciones del Día de la Madre, como por el menor abastecimiento de algunas especies hidrobiológicas de alto consumo popular (bonito, lisa y perico, entre otros), que son sustitutos del pollo.

**Gráfico 20**  
**PRECIO DEL POLLO**  
(Nuevos soles por kg.)



**Gráfico 21**  
**COTIZACIÓN DEL MAÍZ**  
(US\$ por TM)



Fuente: Bloomberg y BCRP.  
R.I.: Reporte de Inflación.

Un insumo que impacta indirectamente en la estructura de costos del pollo es el maíz. Luego del incremento de 89 por ciento durante 2006, el precio promedio del maíz se ha reducido 10 por ciento en lo que va del año (de US\$ 138 a US\$ 124 por tonelada). Este descenso se explica por las perspectivas positivas para la producción del principal productor y consumidor, Estados Unidos. Las condiciones climáticas favorables, en particular las de julio (mes de polinización de la planta) y la mayor área sembrada, significarían un aumento estimado de la producción para la campaña 2007 - 2008 de 24 por ciento (70 millones de toneladas adicionales) respecto a la registrada en el año previo.

Sin embargo, se espera una pronta recuperación de los precios en vista de la creciente demanda de este grano, en particular debido al fuerte incentivo de la producción de etanol en Estados Unidos y las condiciones climáticas desfavorables en Europa Oriental y Occidental.

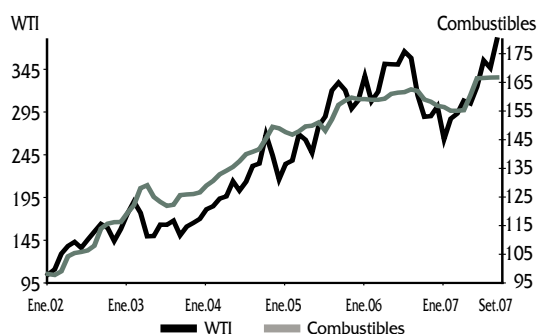
**Cuadro 11**

**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE MAÍZ**  
(Millones de TM)

	Ciclo 2004/05	Ciclo 2005/06	Ciclo 2006/07	Ciclo 2007/08
1. Inventarios Iniciales	104	131	123	101
2. Producción Mundial	713	696	703	774
3. Consumo Mundial	685	704	725	770
<b>4. Inventarios Finales (1+2-3)</b>	<b>131</b>	<b>123</b>	<b>101</b>	<b>105</b>

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (reporte del mes de setiembre).

**Gráfico 22**  
**COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y**  
**PRECIO INTERNO DE LOS COMBUSTIBLES**  
 (Dic. 2001 = 100)



- **Combustibles:** El precio interno de los combustibles registró un incremento promedio de 6,4 por ciento entre enero y setiembre de 2007. En el mercado internacional, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) aumentó 29 por ciento en este periodo (26 por ciento en soles), pasando de US\$ 62 por barril en diciembre 2006 a US\$ 80 por barril en setiembre de 2007.

**Cuadro 12**

**PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES**  
 (Variación porcentual anual)

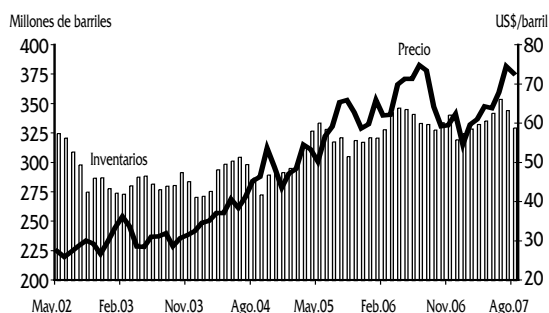
	2002	2003	2004	2005	2006		2007
					Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.
<b>Combustibles</b>	<b>15,6</b>	<b>8,9</b>	<b>17,8</b>	<b>6,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,4</b>
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	1,0	-6,2	11,0
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3	0,3	1,3
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	3,6	2,2	5,3

Cotización del Petróleo WTI fin de período (por barril)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
US Dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	63,8	61,9
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	207,2	198,6

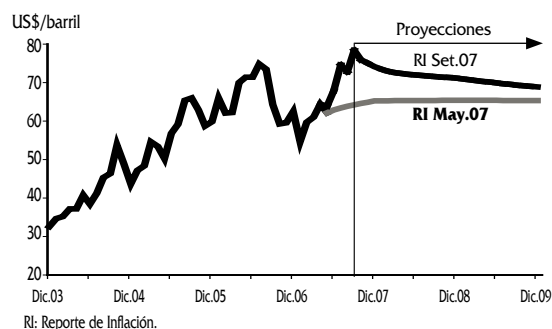
Fuente: INEI, Bloomberg.

**Gráfico 23**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN LOS**  
**ESTADOS UNIDOS**



Fuente: Bloomberg y Departamento de Energía de los Estados Unidos.

**Gráfico 24**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO**



RI: Reporte de Inflación.

Esta tendencia al alza en el precio del petróleo, la cual ya se prolonga por cuatro años consecutivos y ha alcanzado sucesivos máximos históricos (llegando a US\$ 83,4 por barril el 21 de setiembre), está vinculada a las restricciones de oferta mundial de crudo, en un contexto de demanda creciente. Estas restricciones responden al insuficiente aumento de las cuotas de producción de la OPEP, que resultaron menores a lo esperado por el mercado (el aumento de 500 mil barriles diarios será insuficiente para cubrir la creciente demanda de invierno en el hemisferio norte). A estos factores estructurales se suman factores climáticos adversos en la zona del Golfo de México y la incertidumbre por factores geopolíticos en el Medio Oriente.

El mercado espera que el precio del petróleo disminuya ligeramente en lo que resta del año 2007, basado en que los mercados de futuros registran un precio *spot* mayor al precio futuro.

En este contexto, se proyecta que el precio promedio del petróleo sea US\$ 69 por barril en el año 2007, mayor a los US\$ 63 por barril previstos en el Reporte de Inflación anterior. Para los años 2008 y 2009, también se revisaron al alza las proyecciones debido a que aumentaron las expectativas de que el mercado de crudo continúe ajustado.

El Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles ha venido contrarrestando el impacto del aumento de los precios internacionales del petróleo crudo y sus derivados. Su vigencia se ha ampliado hasta el 31 de diciembre de 2007. Asimismo, durante 2007, se incrementó el Fondo Contingente en S/. 320 millones (S/. 70 millones en mayo, S/. 100 millones en julio y S/. 150 millones en agosto 2007). Se estima un saldo disponible a principios de octubre de S/. 122 millones.

- **Tarifas de servicios públicos:** Entre enero y setiembre destaca el incremento de las tarifas de electricidad (1,1 por ciento) y la reducción de las tarifas telefónicas (-7,2 por ciento). Las tarifas de electricidad cayeron entre abril y mayo de 2007 (-2,8 por ciento), por la actualización anual de las tarifas en barra, que consideró los nuevos proyectos de generación. Entre junio y julio las tarifas se incrementaron 2,3 por ciento, debido a la aprobación de la Ley de Electrificación rural, que considera un aporte de los usuarios residenciales de 2/1000 de 1 UIT. En agosto se registró un incremento de 1,6 por ciento, por el reajuste trimestral que considera los mayores precios de los combustibles.

La caída en las tarifas telefónicas refleja principalmente la reducción de la renta básica mensual de la línea clásica residencial y un conjunto de planes tarifarios, producto de la negociación entre el Estado y Telefónica.

### Cuadro 13

#### TARIFA DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

(Variación porcentual)

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

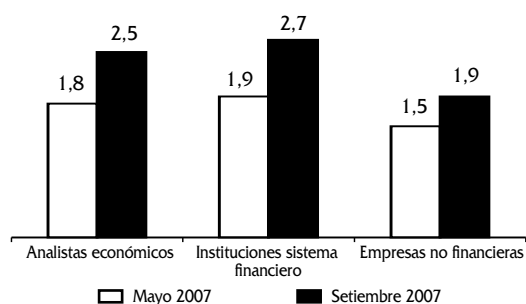
Fuente: INEI.

### Expectativas

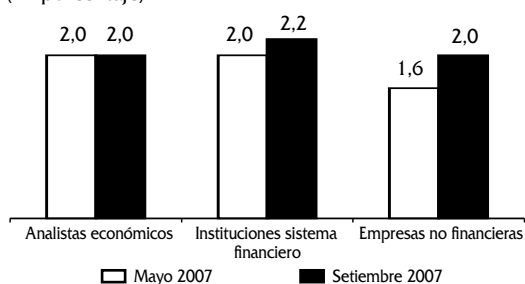
23. La proyección considera las expectativas de inflación debido a que éstas influyen sobre la formación de precios de la economía. En base a los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, se observa que las expectativas de inflación para 2007 fluctúan entre 1,9 y 2,7 por ciento.



**Gráfico 25**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2007**  
(En porcentaje)



**Gráfico 26**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2008**  
(En porcentaje)



**Gráfico 27**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2009**  
(En porcentaje)



Para el año **2008**, con excepción del grupo de analistas económicos, las expectativas de inflación se revisan hacia el alza. Por su parte, para el **2009** sólo el grupo de empresas no financieras ha revisado sus expectativas de inflación con respecto al Reporte de Inflación de mayo, ubicándose en 2,0 por ciento.

24. De acuerdo a los resultados de la **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** del BCRP de agosto 2007, un 38 por ciento de las empresas encuestadas manifestó que han experimentado una subida de precios de sus insumos; mientras que 5 por ciento reportó reducciones. Dichos resultados se comparan con un 33 por ciento que respondió haber enfrentado una subida de precios de sus insumos en la encuesta de noviembre<sup>1/</sup> de 2006.

**Cuadro 14**

**ENCUESTA SOBRE EVOLUCIÓN DE PRECIOS DE INSUMOS**

	Todos los sectores		Manufactura	
	Nº de empresas	%	Nº de empresas	%
<b>Total</b>	<b>385</b>	<b>100</b>	<b>183</b>	<b>100</b>
Con incremento de precios de insumos	147	38	93	51
Sin incremento de precios de insumos	220	57	81	44
Con reducción de precios de insumos	18	5	9	5

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, agosto 2007.

Las empresas que enfrentaron incremento de precios utilizaron una serie de mecanismos para hacer frente a esta situación, entre los que destacan: la reducción de márgenes, incrementos en productividad, reducción de otros costos o búsqueda de distintas alternativas como cambio de insumos, cambio de proveedores o eliminación de descuentos y promociones a clientes de bienes finales o facilidades de pago o extensión de plazos de parte de sus proveedores de materias primas.

**Cuadro 15**

**RESULTADO DE EXPECTATIVAS DE EMPRESAS QUE TUVIERON INCREMENTO DE PRECIOS DE INSUMO**

	Todos los sectores		Manufactura	
	Nº de empresas	%	Nº de empresas	%
<b>Empresas con incremento de precios de insumos</b>	<b>147</b>	<b>100</b>	<b>93</b>	<b>100</b>
- Redujeron márgenes	63	43	34	37
- Subieron precios de productos o servicios finales	46	31	34	37
- Incrementos en productividad	31	21	22	24
- Reducción en otros costos	4	3	2	2
- Otros factores	3	2	1	1

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, agosto 2007.

1/ Publicada en el Reporte de Inflación de enero 2007.

## Precios al por mayor

25. Los precios al por mayor aumentaron 4,1 por ciento entre enero y setiembre de 2007, correspondiendo incrementos de 5,0 y 0,9 por ciento a los precios de los productos de origen nacional e importado, respectivamente.

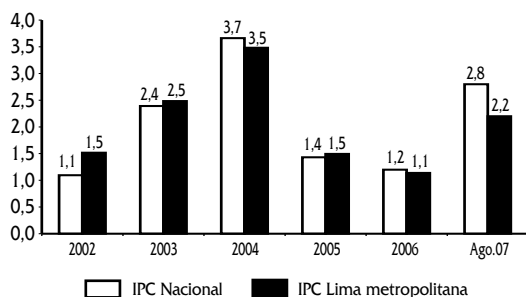
Cuadro 16

### PRECIOS AL POR MAYOR (Variación porcentual acumulada)

	2002	2003	2004	2005	2006		2007		Var% prom. Anual
					Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	Ene 02 - Set 07	
<b>Índice al por mayor</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	
<b>Productos nacionales</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>5,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,2</b>	
Sector agropecuario	-6,6	3,2	5,4	0,5	4,0	7,8	8,1	3,1	
Sector pesca	16,8	-6,7	7,9	9,0	0,3	-3,6	9,6	5,4	
Sector manufactura	2,8	1,5	5,7	3,4	1,3	0,6	4,4	3,2	
<b>Productos importados</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	
Sector agropecuario	12,3	1,9	-4,7	0,1	2,0	13,0	13,4	6,0	
Sector manufactura	1,5	3,3	2,8	6,0	-0,1	-0,2	0,0	2,3	
<b>Total agropecuario y pesca</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>3,5</b>	
<b>Total manufactura</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	

Fuente: INEI.

Gráfico 29  
IPC NACIONAL E IPC LIMA METROPOLITANA  
(Variación porcentual anual)

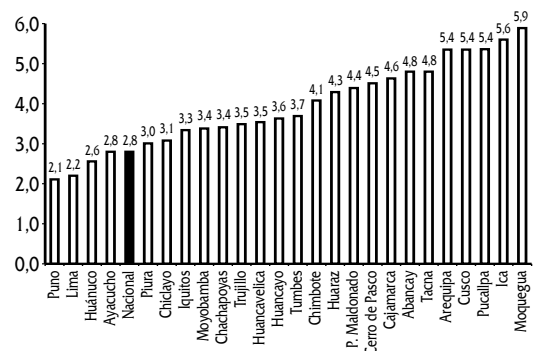


## Inflación nacional

26. El Índice Nacional de Precios al Consumidor es elaborado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) desde el año 2003, sobre la base de índices de precios correspondientes a 25 ciudades. El incremento de precios acumulado entre agosto 2006 y agosto 2007 fue 2,8 por ciento. En 21 ciudades se observó un incremento mayor que el promedio, mientras que las 4 restantes tuvieron una inflación media menor que el promedio.

Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Moquegua (5,9 por ciento), Ica (5,6 por ciento) y Pucallpa (5,4 por ciento). En contraste, las ciudades que registraron menor crecimiento de precios fueron: Puno (2,1 por ciento), Lima (2,2 por ciento) y Huánuco (2,6 por ciento).

Gráfico 28  
INFLACIÓN NACIONAL AGOSTO 2007  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



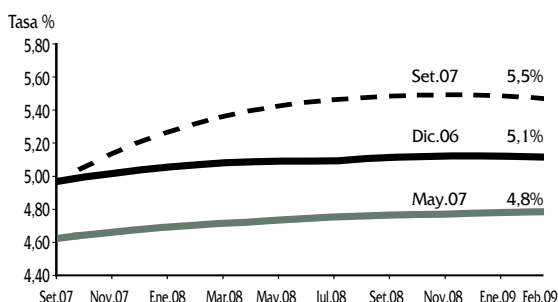
## Pronósticos de inflación

27. Los principales determinantes en la proyección de inflación son las presiones de demanda, condiciones de oferta doméstica, inflación importada y expectativas de inflación. La evolución reciente de la inflación ha sido determinada principalmente por una mayor inflación importada (tasa acumulada anual de 7,3

por ciento en setiembre) en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna (principalmente los componentes de consumo e inversión privada).

- 28. Estos factores han determinado una aceleración en la tasa de inflación en los últimos meses y una proyección de corto plazo que indica que la inflación se ubicaría ligeramente por encima del límite superior del rango meta (3,0 por ciento) en los siguientes meses.
- 29. Como en episodios anteriores, se espera que las alzas de precios internacionales de *commodities* tengan un impacto transitorio en la evolución de la inflación y luego, de disiparse su efecto sobre el nivel promedio de precios, la inflación retorne al rango meta. Se proyecta que esta convergencia culmine a mediados del próximo año al moderarse la inflación importada y con expectativas de inflación alineadas a la meta de política monetaria.

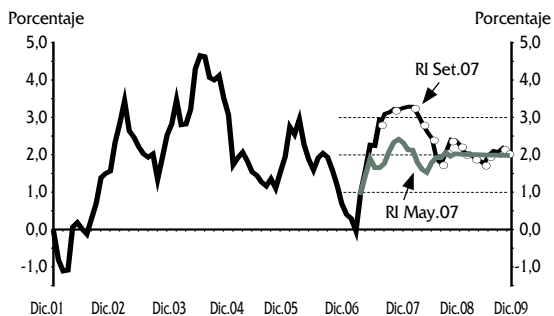
**Gráfico 30**  
**TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT ESPERADA <sup>1/</sup>**



1/ Implícitas en la estructura temporal de las tasa de interés (yield curve).

- 30. La política monetaria continuará siendo activa para mantener ancladas las expectativas de inflación alrededor de la meta de 2,0 por ciento. Actualmente, se estima a partir de la curva de rendimientos que el mercado espera una tasa de interés interbancaria de 5,5 por ciento hacia comienzos de **2009**.
- 31. Los agentes fijadores de precios en la economía toman en cuenta la evolución de la inflación esperada para tomar sus decisiones de precios. Para este reporte, el ritmo esperado de inflación por los agentes en el horizonte de proyección derivado a partir de las encuestas de expectativas del BCRP se mantiene compatible con la meta de inflación. Asimismo, este anclaje de expectativas constituye un factor importante para que la inflación converja a la meta luego de los recientes choques de oferta.

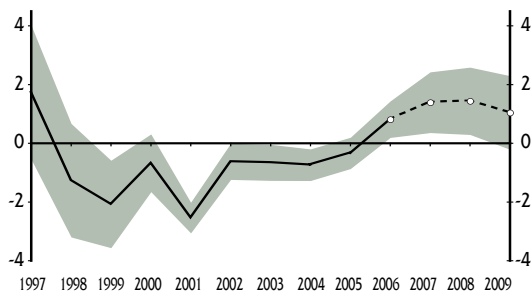
**Gráfico 31**  
**INFLACIÓN 12 MESES PROYECTADA**



RI: Reporte de Inflación.

- 32. Respecto a los componentes de la **inflación importada**, se proyecta una cotización internacional del crudo WTI de US\$ 72 y US\$ 69 por barril en **2008** y **2009** respectivamente. Asimismo, las cotizaciones de *commodities* alimenticios que impactan fuertemente en los diversos rubros alimenticios de la inflación doméstica se han elevado respecto al reporte anterior. Así por ejemplo, el precio internacional del trigo para 2008 ha pasado de US\$ 185 a US\$ 248 por tonelada respecto al Reporte anterior. Sin embargo, respecto a los niveles alcanzados en las cotizaciones de combustibles y trigo, se espera una reducción para el próximo año en el escenario base.
- 33. El escenario internacional sería menos favorable para los siguientes años con una corrección a la baja en los términos de intercambio y un menor crecimiento de la economía mundial. Esto causará una desaceleración del crecimiento de la demanda interna y del PBI, el cual mantendrá tasas aún altas y cercanas al crecimiento estimado del PBI potencial (alrededor de 6,5 por ciento).

**Gráfico 32**  
**BRECHA DEL PRODUCTO**  
(Porcentaje)



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

El impacto de las recientes alzas decretadas en la Remuneración Mínima Vital (RMV) de S/. 30 a partir de octubre de este año y de S/. 20 a partir de enero del próximo año, dependerá de la capacidad de las empresas para absorber dicha presión de costos con márgenes o incrementos de productividad.

34. La proyección de inflación es consistente con el escenario macroeconómico y condicional a la evolución de un conjunto de variables económicas que se resumen en el siguiente cuadro y se detallan en el resto del documento.

**Cuadro 17**

**RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2006	2007 1/		2008 1/		2009 1/	
		RI May. 07	RI Set. 07	RI May. 07	RI Set. 07	RI May. 07	RI Set. 07
<b>Var.% Real</b>							
1. Producto bruto interno	7,6	7,2	7,6	6,0	6,5	6,0	6,0
2. Demanda interna	10,1	9,0	10,0	6,6	7,2	6,6	6,9
a. Consumo privado	6,2	6,3	7,2	5,3	5,7	5,3	5,3
b. Consumo público	8,7	5,4	6,0	4,1	3,8	3,8	3,8
c. Inversión privada fija	20,1	19,7	23,7	14,1	15,0	12,1	12,1
d. Inversión pública	12,7	29,1	25,0	25,3	25,0	13,0	15,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	0,5	5,3	5,3	8,2	8,2	6,1	6,1
4. Importaciones de bienes y servicios	12,3	14,3	17,4	10,9	11,8	8,7	10,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	4,1	4,3	4,0	4,0	3,8	3,8
<b>Nota:</b>							
Brecha de producto (%) 2/		--	1,38	--	1,36	--	1,01
<b>Var.%</b>							
6. Inflación proyectada	1,1	2,0-2,5	3,0-3,5	1,5-2,0	2,0-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Inflación subyacente proyectada	1,4	1,5-2,0	2,0-2,5	1,5-2,0	2,0-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
8. Inflación no subyacente proyectada	0,8	2,5-3,0	4,0-4,5	1,5-2,0	2,5-3,0	2,0-2,5	1,5-1,9
9. Precio del petróleo	17,9	-4,5	4,5	6,3	7,2	0,0	-4,1
10. Precio del trigo	30,0	5,9	33,1	3,4	10,2	-1,6	-13,7
11. Tipo de cambio nominal 3/	-6,4	-0,8	-2,0	0,6	1,0	0,9	0,2
12. Tipo de cambio real multilateral 3/	-2,3	0,1	0,9	1,2	0,4	2,2	0,1
13. Términos de intercambio	27,4	1,9	3,0	-7,7	-8,1	-4,9	-4,8
a. Índice de precios de exportación	36,9	6,5	11,1	-4,6	-4,2	-2,6	-4,4
b. Índice de precios de importación	7,4	4,5	7,8	3,4	4,3	2,4	0,5
<b>Var.% nominal</b>							
14. Emisión primaria promedio	17,2	17,0	22,0	11,0	14,0	10,0	12,0
15. Crédito al sector privado	8,1	13,8	19,0	11,6	16,0	10,7	14,0
<b>% del PBI</b>							
16. Tasa de ahorro interno	22,7	--	23,5	--	23,3	--	24,4
17. Tasa de inversión interna	19,9	--	22,3	--	23,8	--	25,3
18. Cuenta corriente de la balanza de pagos	2,8	1,3	1,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9
19. Balanza comercial	9,6	8,0	8,0	5,6	5,0	3,6	2,9
20. Financiamiento externo bruto del sector privado 4/	4,4	4,3	7,1	3,9	3,9	3,6	3,5
21. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	19,9	20,5	19,9	20,4	19,6	20,0
22. Gastos no financieros del gobierno general	16,2	17,0	16,8	17,8	17,8	18,1	18,2
23. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	1,2	2,0	0,5	1,0	0,0	0,3
24. Saldo de deuda pública total	32,7	29,1	28,4	27,2	25,6	25,4	24,0
25. Saldo de deuda pública externa	23,6	20,6	18,6	18,6	16,3	16,8	14,7

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.

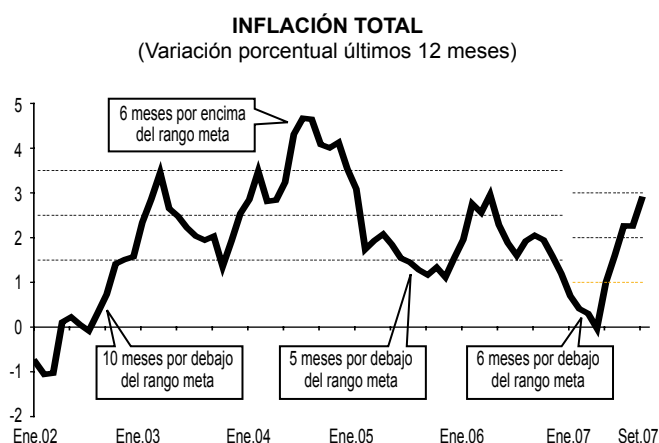
## RECUADRO 2

### CHOQUES DE OFERTA Y METAS DE INFLACIÓN

El BCRP busca que la inflación a 12 meses se ubique la mayor parte del tiempo en 2 por ciento con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Eventualmente la inflación puede salir de dicho rango, por ejemplo por algún choque de oferta, que en caso de que se perciba como permanente el Banco Central buscará que la inflación retorne al rango meta tomando en cuenta los rezagos de la política monetaria.

Cabe recordar que cuando el BCRP adoptó el esquema de metas de inflación en enero 2002, la meta anunciada fue la de alcanzar una inflación acumulada de 2,5 por ciento a diciembre con un rango de tolerancia de un punto porcentual. Desde entonces y hasta el año 2005 se mantuvo el carácter de dicha meta. La evaluación de la meta en dicho contexto se realizaba a fin de cada año calendario durante el período 2002 - 2005.

A partir de 2006, el BCRP sigue una meta continua, disminuyendo el énfasis en la evaluación en los meses de diciembre solamente y acentuando un enfoque de evaluación continua en cada mes del año. Los instrumentos de política monetaria operan con rezagos teniendo su mayor impacto en un horizonte de 1 a 2 años hacia adelante y no los fines de año calendario. Es decir, el objetivo es que la inflación esté la mayor parte del tiempo posible en 2 por ciento con un rango de tolerancia de un punto porcentual.

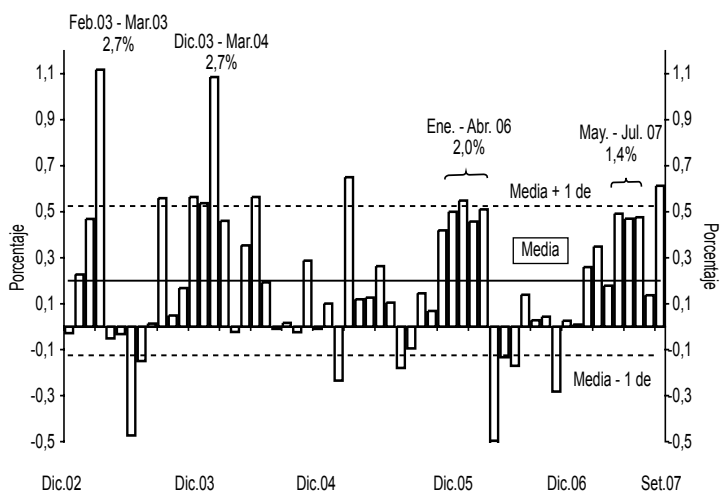


El BCRP ejecuta su política monetaria teniendo en cuenta una amplia cantidad de información para predecir la inflación. De acuerdo a ello, la política monetaria afecta la inflación futura esperada y la mantiene en la meta. Sin embargo, existen factores no predecibles como los precios del petróleo o de algunos alimentos que pueden desviar temporalmente a la inflación fuera del rango permisible de variación. Estos factores no predecibles principalmente provienen de choques de oferta que tienen alta volatilidad.

Como se observa en el gráfico siguiente, los episodios de cambios bruscos de la inflación mensual son transitorios y llegan a durar sólo unos pocos meses. Las alzas y bajas bruscas están ligadas principalmente a la volatilidad de la inflación del rubro alimentos y bebidas que tiene un peso de 47,5 por ciento en la canasta del IPC. En el gráfico se muestra la inflación mensual del IPC y la media de dichas inflaciones más/menos una desviación estándar de la inflación mensual en el periodo diciembre 2002 - agosto 2007. Se puede observar que han existido cuatro episodios de alzas extremas y consecutivas de la tasa de inflación. Estos periodos de choques de inflación mensual alta tienen una duración corta (entre 2 y 4 meses).

Ante desvíos de la inflación por arriba o por debajo -independiente del mes en el que ocurran- el BCRP primero pondera la duración esperada de los choques. Generalmente, los choques en la inflación de los rubros alimenticios son temporales y no ameritan la acción inmediata del Banco para neutralizarlos. En ocasiones, la política monetaria podría actuar frente a estos casos si las expectativas de inflación de mediano plazo empezaran a elevarse y con ello propagar el efecto de estos choques hacia otros precios de la economía. El BCRP siempre busca que la inflación vuelva a la meta de manera ordenada, teniendo en cuenta que la política monetaria afecta a la inflación con varios meses de rezago.

### INFLACIÓN MENSUAL



La meta de inflación se adoptó en enero de 2002 en un contexto en el cual la inflación a 12 meses se situaba en -1 por ciento. En diciembre de dicho año la inflación fue 1,5 por ciento, dentro del rango establecido. A partir de dicho mes y hasta setiembre de 2007, el porcentaje de meses en que la inflación resultó dentro del rango es de 66 por ciento y la media simple de las tasas de inflación a 12 meses es 2,0 por ciento.

### RECUADRO 3

#### INCREMENTO EN LOS PRECIOS DE ALIMENTOS Y PRESIONES INFLACIONARIAS

El elevado precio del petróleo de los últimos años, aunado a la mayor preocupación por temas medio ambientales, ha llevado a un creciente interés por la industria de biocombustibles. Esto ha venido determinando un incremento significativo de los precios de sus materias primas, principalmente maíz, soya y azúcar.

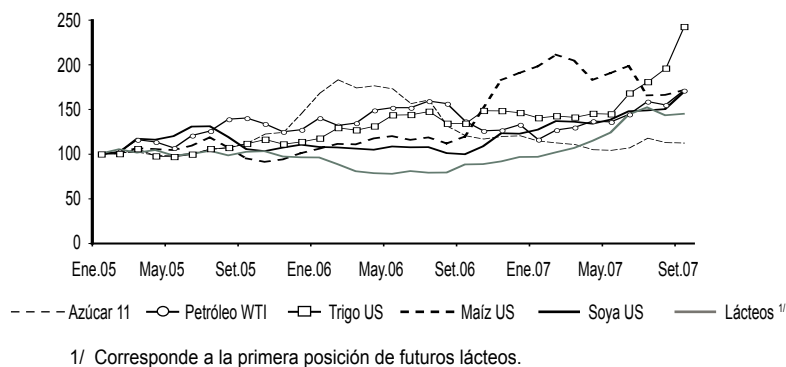
De otro lado, se ha generado un impacto indirecto sobre el precio de otros alimentos que se producen menos por la sustitución de cultivos, como el caso del trigo en EUA, por ejemplo, y de otros productos que pertenecen a la cadena productiva de los biocombustibles.

Asimismo, existe una creciente demanda mundial de alimentos, particularmente de China, cuyo consumo per cápita ha crecido de 2 050 kilocalorías hace tres décadas a más de 3 000 kilocalorías actualmente. Ello ha llevado por ejemplo a que China se haya convertido en el mayor importador de soya mundial.

Estos factores estructurales, aunados a restricciones climáticas que se han presentado en el corto plazo en las principales zonas productoras (clima seco en el medio oeste de Estados Unidos, en Europa Oriental y Australia; y exceso de lluvias en Europa Occidental), en un contexto de bajos inventarios mundiales, ha llevado a que los precios alcancen niveles récord como el trigo (promedio mensual de US\$ 298 por tonelada o incremento de 81 por ciento en los últimos 12 meses) o que registren significativos incrementos en un año (alrededor de 70 por ciento el maíz y 44 por ciento para la soya, entre los más importantes).

Este choque de oferta externa, caracterizado por un significativo incremento en los precios de los principales alimentos básicos ha generado presiones en la inflación de muchos países. En el caso peruano, en los meses recientes se ha observado un impacto por el mayor precio del pan y del pollo que usan como insumos el trigo y maíz, respectivamente. Asimismo, se ha registrado un incremento por encima del promedio de precios de los derivados de la soya como el aceite. Así, en agosto, los precios del rubro alimentos y bebidas de la canasta del IPC registran una variación 12 meses mayor en 1 punto porcentual al IPC total (3,3 versus 2,2 por ciento).

**COTIZACIONES**  
(Ene. 2005 = 100)



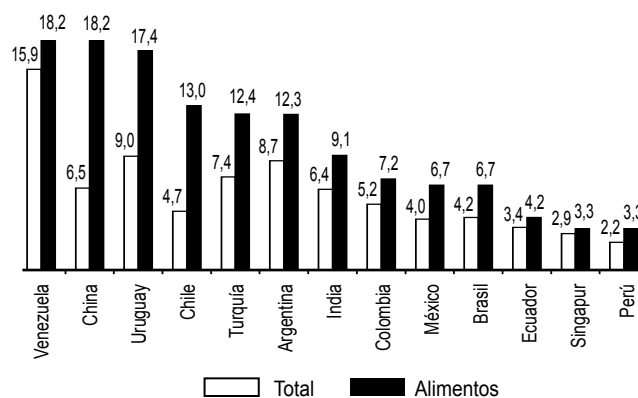
**Cotización internacional**  
(Variación acumulada)

	Set. 07/Dic.05
Trigo	113%
Maíz	70%
Soya	53%
Lácteos 1/	51%
Petróleo WTI	34%
Azúcar 11	-23%

1/ Primera posición futura.

En el siguiente gráfico se puede observar que el reciente choque de oferta de alimentos básicos ha sido un fenómeno generalizado y ha implicado un incremento en el nivel de precios de un gran número de países, siendo los países más afectados China, Chile, Uruguay y Venezuela y entre los menos impactados están Perú y Brasil.

**INFLACIÓN TOTAL Y ALIMENTOS Y BEBIDAS**  
(Variación porcentual 12 meses: agosto)



Fuente: Bloomberg.

Si comparamos el caso de Perú con la muestra de estos países, se observa que la mediana de la muestra indica que el impacto del incremento de precios de los alimentos<sup>2/</sup> en los últimos 12 meses a agosto, fue de 9,1 puntos porcentuales (comparado con la mediana del IPC total de 4,9 por ciento), mayor que en el caso peruano (3,3 por ciento el IPC de alimentos y bebidas comparado con 2,2 por ciento del IPC total).

Cabe mencionar, sin embargo, que los mercados están considerando que los factores estructurales detrás del aumento de los precios, podrían hacer más duraderos estos choques de oferta y alterar los precios relativos. El impacto sobre la inflación de los distintos países dependerá del porcentaje que los alimentos representan en la canasta de consumo. En los países desarrollados como Estados Unidos el peso de los alimentos se sitúa alrededor del 10 por ciento de la canasta, mientras que en los emergentes es de aproximadamente 30 por ciento (China), en tanto que en muchos países de África supera el 60 por ciento de la canasta del consumidor. En el Perú, los alimentos y bebidas representan 48 por ciento de la canasta.

Para atenuar el efecto de estos aumentos en los precios internacionales de alimentos, el gobierno redujo en julio el arancel aplicado al trigo (17 por ciento) y harina de trigo (25 por ciento) a 0 por ciento. También se derogó la sobretasa arancelaria adicional de 5 por ciento a 301 partidas. Actualmente 65 partidas mantienen una sobretasa de 5 por ciento: las bebidas alcohólicas, con un arancel de 12 por ciento, y las carnes, con un arancel de 20 por ciento.

Esta reducción de aranceles ha generado un incremento en la tasa de protección efectiva en algunos productos manufacturados. Por ejemplo, de acuerdo a estimaciones preliminares, la protección efectiva de los productos derivados del trigo habría aumentado desde 27 por ciento a 45 por ciento. Actualmente, los panes, los fideos, las pastas y las galletas tienen un arancel de 20 por ciento, mientras que el trigo y la harina de trigo tienen un arancel de 0 por ciento.

Por otro lado, la reducción arancelaria realizada en diciembre de 2006, incrementó la tasa de protección efectiva del aceite vegetal de 27 a 40 por ciento. El arancel de este producto es de 12 por ciento, mientras que el arancel del aceite de soya en bruto se redujo a 0 por ciento. Un alto porcentaje de las importaciones de aceite vienen desgravadas de Bolivia, aunque cubren una mínima parte de la demanda.

#### Choques permanentes y transitorios en el nivel de precios

La inflación es un fenómeno económico caracterizado por el incremento continuo y generalizado de los precios de bienes y servicios que paga el consumidor. Por ello, los incrementos o reducciones permanentes de precio de una sola vez (no recurrentes) o que se revierten por ser temporales, no tienen un impacto permanente en la tasa de inflación. De ser un incremento permanente de una sola vez de uno o varios productos, se registraría una tasa de incremento mayor del índice de precios del consumidor sólo en ese periodo, volviendo la tasa de inflación al ritmo previo. Si el fenómeno es transitorio y el alza o baja de precios se revierte, se tendrían variaciones con signo opuesto en el siguiente periodo. De esta manera no habría un efecto permanente sobre la tasa de inflación.

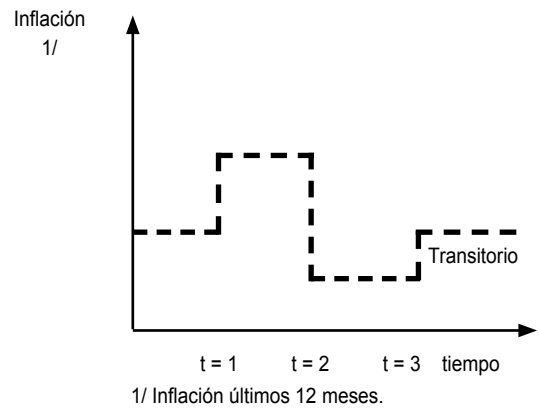
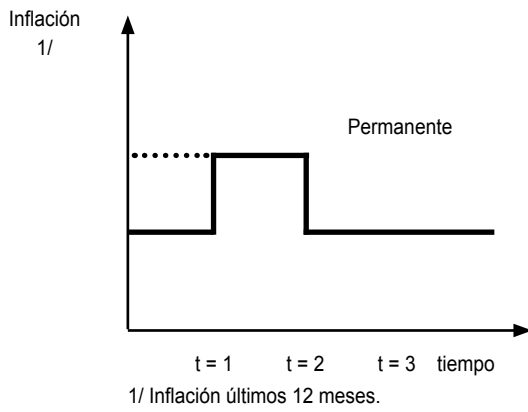
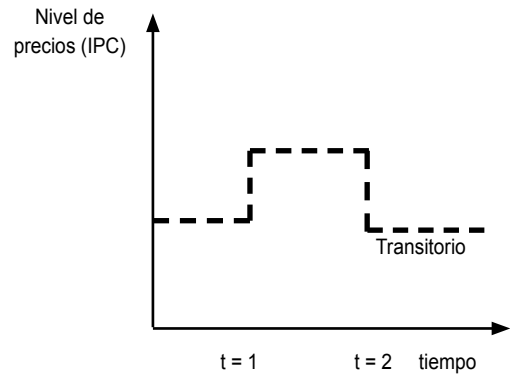
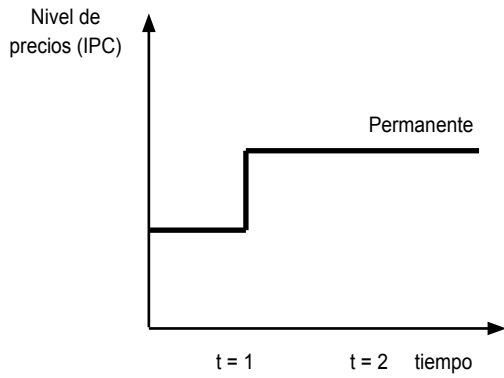
#### EFFECTOS DE UN CHOQUE EN EL NIVEL DE PRECIOS

	Aumento del nivel de precios		Tasa de variación de precios		Casos
	1er. periodo	2do. periodo	1er. periodo	2do. periodo	
Aumento o reducción permanente en el nivel de precios	↑	=	+	0	Aumento en precio del pan ante incremento de la cotización del trigo (julio 2007)
Aumento o reducción transitoria en el nivel de precios	↑	↓	+	-	Aumento en precio de carne de pollo (mayo 2007)

<sup>2/</sup> En el caso de Latinoamérica se tiene disponible el grupo alimentos y bebidas.



Los siguientes gráficos ilustran la trayectoria del nivel de precios (IPC) y de la tasa de inflación, ante un choque permanente de una sola vez y ante un choque transitorio.



## IV. Actividad económica

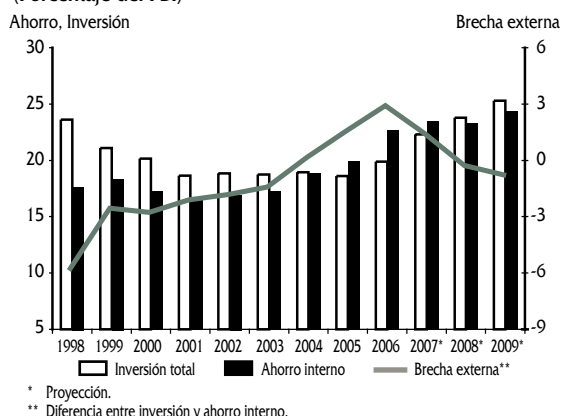
*En la actual fase de expansión de la economía peruana la demanda interna continúa mostrando incrementos importantes, por encima del crecimiento del producto. En particular, el consumo privado y la inversión privada han acelerado su ritmo de crecimiento, reflejando el optimismo de consumidores y empresarios en un contexto de incremento del ingreso disponible debido a los mayores términos de intercambio y de incremento del empleo. Teniendo en cuenta esta dinámica, se ha elevado la previsión de crecimiento del producto bruto interno de 7,2 a 7,6 por ciento para el año 2007.*

*No obstante, se prevé que en el año 2008 un entorno internacional menos favorable incidiría en un crecimiento menor del ingreso disponible, moderando de esta manera el impulso de demanda. Las exportaciones reales se recuperarían en 2008 y 2009 con tasas anuales superiores al 6 por ciento.*

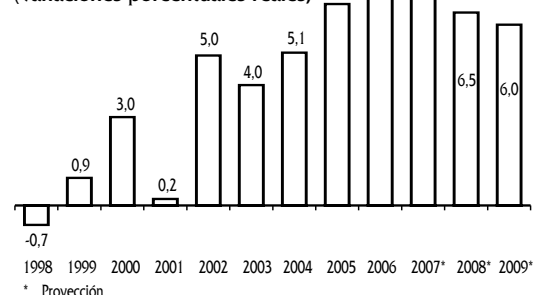
35. Durante el **primer semestre de 2007** se ha continuado observando un crecimiento del producto por encima del aumento del producto potencial. Esto se debe a una expansión generalizada de los componentes del gasto, situación que se viene observando desde inicios del año 2006. En particular, con los actuales niveles de crecimiento de crédito y agregados monetarios, el ritmo de expansión del gasto privado -principal componente de la demanda, tanto en consumo como en inversión fija- ha pasado de 8,8 por ciento en 2006 a 10,3 por ciento en los primeros seis meses de 2007. Tal dinamismo ha sido mayor al previsto en el Reporte de Inflación de mayo, lo cual ha llevado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento del consumo y la inversión durante 2007 en vista de que los indicadores de dichas variables continúan creciendo a tasas elevadas.

Se estima que la brecha del producto -definida como el exceso de producción sobre su nivel potencial- es positiva desde el año 2006 y en aumento durante el transcurso de 2007 debido al alto crecimiento de la demanda. Paralelamente, algunas de las inversiones que viene haciendo el sector privado requieren de algún tiempo antes de aportar al producto

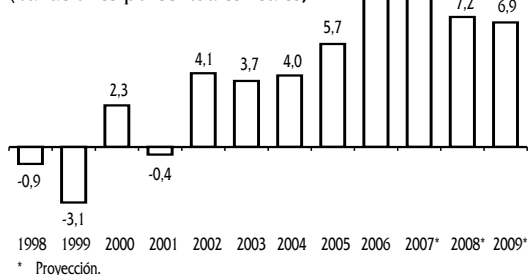
**Gráfico 33**  
**BRECHAS AHORRO-INVERSIÓN**  
(Porcentaje del PBI)



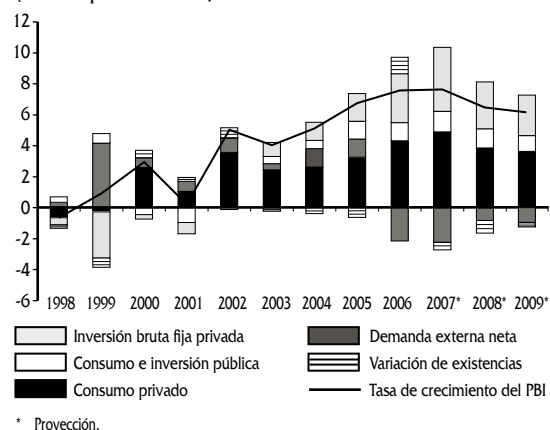
**Gráfico 34**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 35**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 36**  
**CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO**  
(Puntos porcentuales)



potencial, especialmente en aquellas asociadas a la actividad minera y la construcción, lo que eventualmente podría causar una disminución transitoria de las holguras de capacidad productiva.

36. La proyección considera que la brecha del producto comenzaría a acortarse a partir de 2008, considerando el escenario internacional previsto en este Reporte. En los próximos dos años la evolución esperada en los términos de intercambio y, por ende, en el ingreso disponible, inducirían una desaceleración en el gasto privado. Como consecuencia de ello se proyecta para **2008** y **2009** un menor impulso de demanda, que resultaría en un crecimiento del producto que convergería a un nivel más cercano al potencial, con lo cual la inflación se situaría en el nivel meta de 2,0 por ciento hacia el segundo semestre del 2008.

El producto bruto interno crecería 6,5 por ciento en 2008, en línea con el escenario internacional previsto, y sería acompañado por un incremento de 7,2 por ciento en la demanda interna. En el año 2009 tanto el producto como la demanda moderarían su crecimiento con tasas de 6,0 y 6,9 por ciento, respectivamente.

37. El actual escenario de proyección contempla un crecimiento de la inversión hasta niveles de 25,3 por ciento del producto en relación a los actuales niveles de alrededor de 20 por ciento del PBI. Este nivel de inversión no se había observado desde comienzos de la década de los 80s. El mayor crecimiento de la economía también permitiría una mejora del nivel de ahorro interno, constituyéndose de esta manera en el principal factor que continuaría financiando la inversión, lo cual conlleva a su vez a reducir las necesidades de ahorro externo y contribuye a la sostenibilidad de la balanza de pagos.

**Cuadro 18**

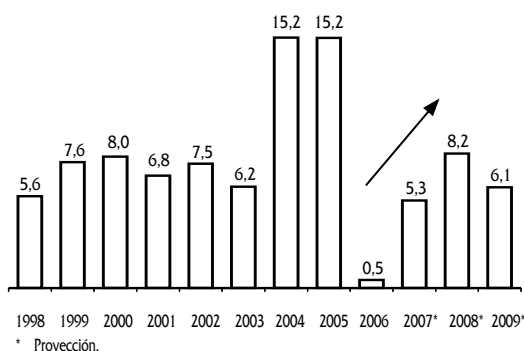
**DEMANDA Y OFERTA GLOBAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2006		2007*		2008*		2009*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>1. Demanda interna</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>
a. Consumo privado	5,8	6,2	7,6	6,3	7,2	5,3	5,7	5,3	5,3
b. Consumo público	8,9	8,7	3,5	5,4	6,0	4,1	3,8	3,8	3,8
c. Inversión privada	20,8	20,1	21,9	19,7	23,7	14,1	15,0	12,1	12,1
d. Inversión pública	11,1	12,7	6,3	29,1	25,0	25,3	25,0	13,0	15,0
<b>2. Exportaciones</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>11,7</b>	<b>12,3</b>	<b>17,1</b>	<b>14,3</b>	<b>17,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,8</b>	<b>8,7</b>	<b>10,2</b>
<b>4. PBI</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>

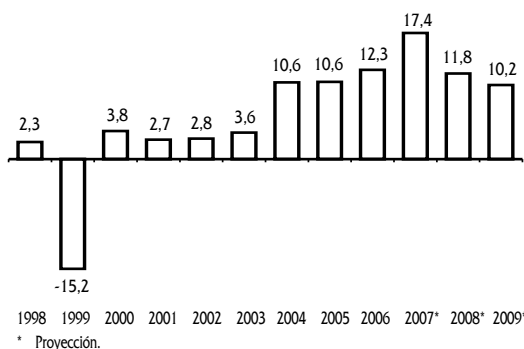
RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

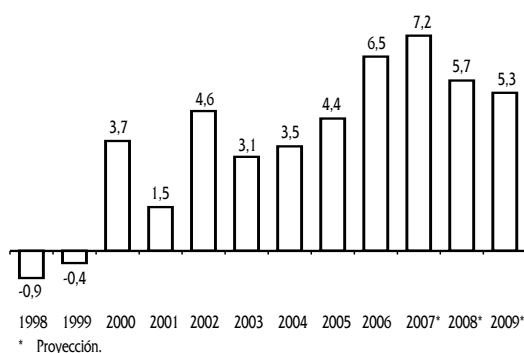
**Gráfico 37**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 38**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 39**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales reales)



El ahorro interno crecería de 22,7 a 24,4 por ciento del PBI entre 2006 y 2009, siendo ésta la tercera tasa de ahorro más alta desde la década de los 70s superada sólo por los años 1979 y 1980 en los que se produjo un alza en los precios de minerales. A diferencia de esos años, el actual crecimiento previsto de ahorro interno se produciría en un contexto de fuerte dinamismo del producto frente a un deterioro en los términos de intercambio.

38. La aceleración del **consumo privado** ha sido un importante impulso sobre la demanda durante la primera mitad de 2007. Tras registrar un incremento de 6,7 por ciento en el segundo semestre de 2006, el consumo privado aumentó 7,6 por ciento en el primer semestre de 2007, tasa mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de mayo (6,9 por ciento). Dicha tasa resulta ser la más alta desde que en el segundo semestre de 1995 se observó un aumento del consumo de los hogares de 8,8 por ciento.

La dinámica del crecimiento ha estado asociada a la evolución del ingreso nacional disponible, al mayor empleo y al alto crecimiento de los créditos de consumo. El ingreso nacional disponible, ha seguido su tendencia positiva en el primer semestre con un aumento de 11,2 por ciento, tasa similar a la que mostró en promedio durante el año previo, y que es superior al crecimiento del producto debido principalmente a que ha continuado observándose una significativa ganancia de poder adquisitivo de la economía por el comportamiento favorable de los términos de intercambio de comercio exterior.

**Cuadro 19**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

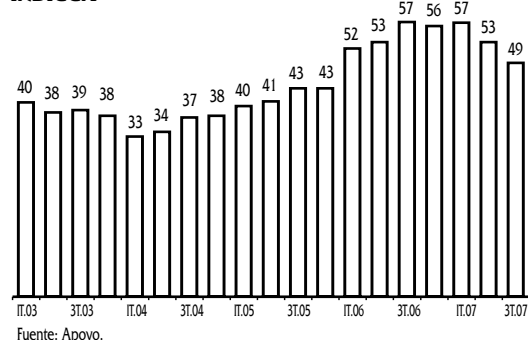
	2005	2006		2007
		I Sem.	Año	I Sem.
Producto bruto interno	6,7	6,7	7,6	7,8
Producto nacional bruto	5,4	3,1	4,9	9,1
Ingreso nacional bruto	6,6	7,9	11,1	11,2
Ingreso nacional disponible <sup>1/</sup>	6,8	8,1	11,3	11,2
Absorción <sup>2/</sup>	5,8	10,5	14,1	13,9

1/ Incluye 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.

Por su parte, los niveles de empleo también han continuado creciendo a tasas importantes. En el caso particular del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores el aumento fue de 8,4 por ciento en el primer semestre, tasa ligeramente mayor al 8,2 por ciento observado en el semestre previo y

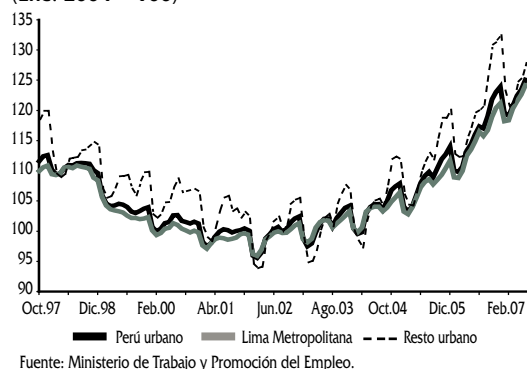
**Gráfico 40**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**  
**INDICCA**



más de dos puntos porcentuales por encima de la observada en el primer semestre de 2006. Cabe destacar el crecimiento descentralizado del empleo, destacando las actividades de comercio, transporte y servicios como las principales demandantes de mano de obra fuera de la capital, y que tendrían un impacto positivo en el gasto de los hogares de tales zonas.

A los mayores ingresos se suman los altos niveles de confianza que vienen mostrando los consumidores y que se reflejan en el Índice de Confianza de Apoyo (INDICCA), que se ubica desde febrero del año pasado en el rango optimista.

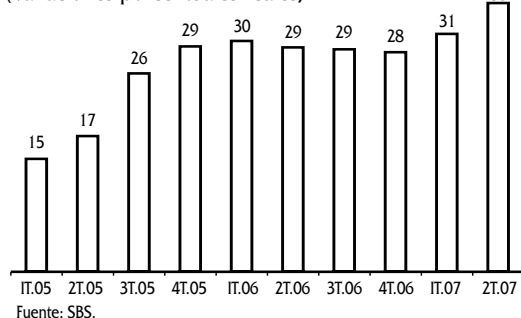
**Gráfico 41**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS**  
**TRABAJADORES**  
(Ene. 2004 = 100)



39. En un contexto de condiciones crediticias favorables con un sistema financiero interesado en promover la bancarización a través de la captación de nuevos clientes, se observa una mayor disposición de las familias a adquirir bienes de consumo duradero, como electrodomésticos y automóviles. En el caso de estos últimos las ventas en la primera mitad del año duplicaron las realizadas en similar período de 2005.

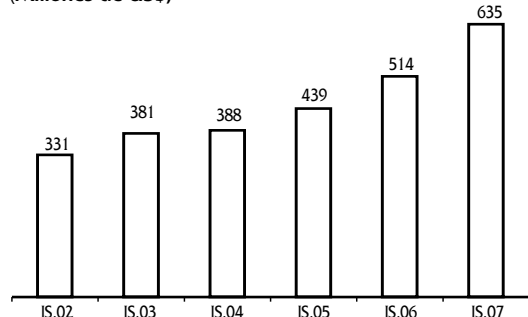
40. Estos indicadores han mantenido un alto crecimiento durante el año y se espera que continúe. Considerando además que el dinamismo del consumo observado durante la primera mitad de año fue superior a lo previsto, y teniendo en cuenta la recuperación en la confianza de los consumidores observada en agosto, se ha revisado al alza el crecimiento del consumo privado para **2007** desde un 6,3 por ciento a un 7,2 por ciento. Dicha proyección contempla un menor ritmo de crecimiento en el segundo semestre respecto a lo que se observó en el primer semestre, en parte por un efecto estadístico dado el alto crecimiento visto al final de 2006.

**Gráfico 42**  
**CRÉDITOS DE CONSUMO DE EMPRESAS**  
**FINANCIERAS Y EMPRESAS BANCARIAS**  
(Variaciones porcentuales reales)



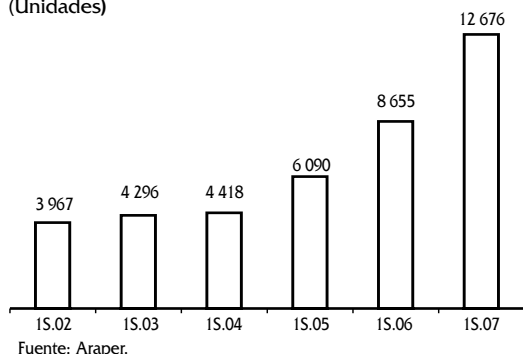
41. Por su parte, la oportunidad de negocios que representa la creciente demanda de los consumidores y la reducción de las holguras de capacidad de las empresas han motivado a los empresarios a seguir ampliando el tamaño de sus firmas. Por ello, la **inversión privada** ha venido siendo el componente más dinámico de la demanda desde el inicio de la actual fase de expansión, y desde el año 2006 su crecimiento se ha acelerado al registrar tasas de alrededor de 20 por ciento. En los primeros seis meses de este año ha crecido 21,9 por ciento y sólo en el segundo trimestre aumentó 24,3 por ciento.

**Gráfico 43**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO**  
**EN EL PRIMER SEMESTRE**  
(Millones de US\$)

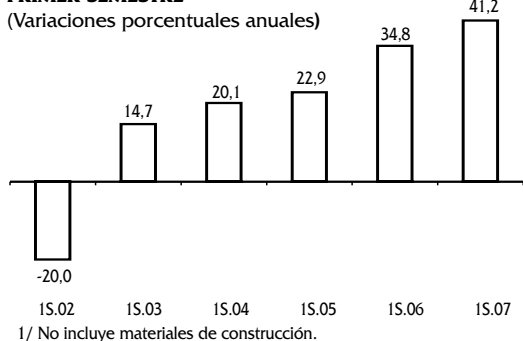


Este importante dinamismo, el cual no se observaba desde el año 1995, contribuye a expandir la capacidad productiva de la economía no sólo mediante el aumento del acervo de capital sino también por medio de la incorporación de tecnologías más modernas en el proceso productivo. Respondiendo a esta evolución, las importaciones de bienes de capital vienen registrando tasas superiores a 40 por ciento, y que se suman al comportamiento favorable que viene mostrando la industria de la construcción como indicadores de la formación de capital.

**Gráfico 44**  
**VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES EN EL PRIMER SEMESTRE**  
(Unidades)



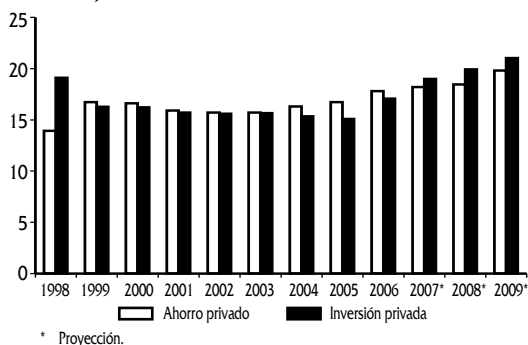
**Gráfico 45**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL EN EL PRIMER SEMESTRE<sup>1/</sup>**  
(Variaciones porcentuales anuales)



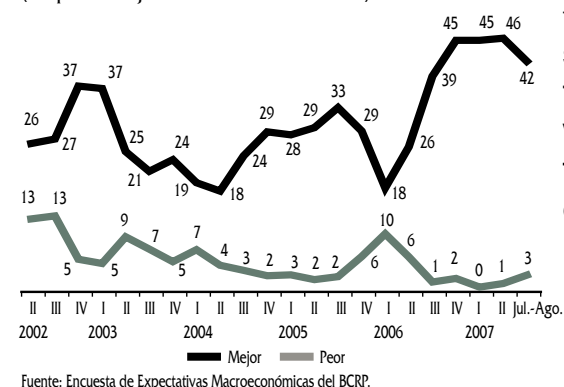
Como consecuencia del crecimiento de la inversión privada a tasas que triplican el aumento del producto, ésta ha venido incrementando su participación en el PBI. Tal expansión de la formación de capital ha estado acompañada por incrementos similares en el ahorro del sector privado, sobre todo desde el año pasado, facilitando de este modo el financiamiento de la inversión. Adicionalmente se ha mantenido la tendencia creciente en las utilidades de las empresas. Sólo entre aquellas que cotizan en bolsa entre el segundo trimestre de 2006 y 2007 las utilidades crecieron en S/. 698 millones de nuevos soles (19,3 por ciento), siendo éstas otra alternativa para financiar futuras inversiones.

42. Se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de la inversión privada para 2007, de 19,7 por ciento a 23,7 por ciento, considerando los factores mencionados y un clima de negocios que continuaría siendo favorable. Ello se sustenta en que el 42 por ciento de empresarios de entidades no financieras prevé que la situación de la economía mejorará en los próximos 3 meses, de acuerdo a la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central. Adicionalmente, según la encuesta realizada por el Banco Central en julio, los empresarios se muestran más dispuestos a invertir (planean aumentar en 24 por ciento sus inversiones en 2007).

**Gráfico 46**  
**AHORRO E INVERSIÓN DEL SECTOR PRIVADO**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 47**  
**SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA DENTRO DE 3 MESES**  
(En porcentajes - Promedio trimestral)



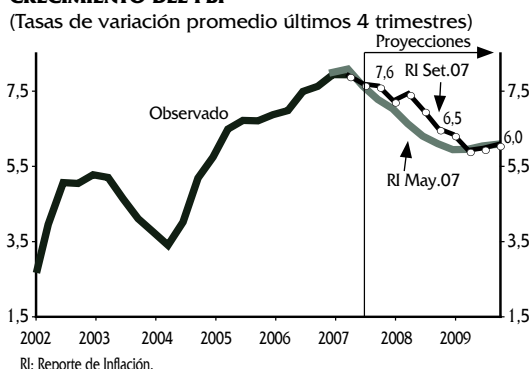
**Cuadro 20**

**ENCUESTA DE INVERSIÓN PRIVADA**  
(Millones de US\$)

	2006	2007 *	
		Encuesta Dic.06	Encuesta Jul.07
Agropecuaria	36	120	108
Pesca	151	242	384
Minería e hidrocarburos <sup>1/</sup>	1 685	1 310	1 383
Manufactura	530	934	944
Electricidad, agua y gas	184	406	350
Construcción	29	49	139
Comercio	180	279	234
Transporte y telecomunicaciones	486	566	522
Servicios	44	51	73
<b>Total</b>	<b>3 325</b>	<b>3 956</b>	<b>4 136</b>
<b>Var. %</b>		<b>19</b>	<b>24</b>

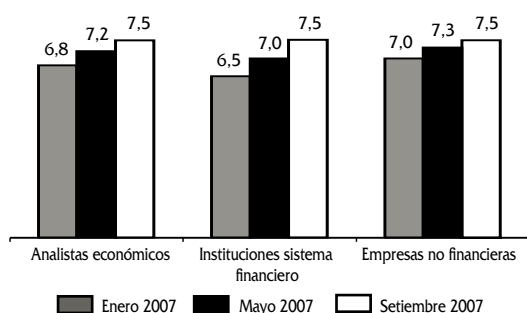
1/ La reducción se explica por la inversión de US\$ 479 millones de Cerro Verde en 2006.  
(\* Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

**Gráfico 48**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**



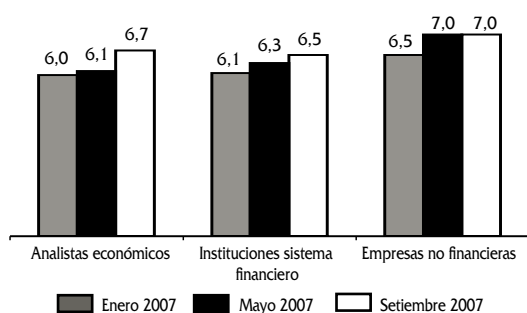
Se proyecta que la inversión crecerá a tasas de dos dígitos en los siguientes años, lo que le permitirá alcanzar niveles respecto al PBI no vistos desde hace 25 años. Estas proyecciones incluyen la ejecución de importantes proyectos que se han anunciado en varios sectores y en las perspectivas favorables de los agentes económicos sobre el crecimiento de la economía.

**Gráfico 49**  
**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2007**



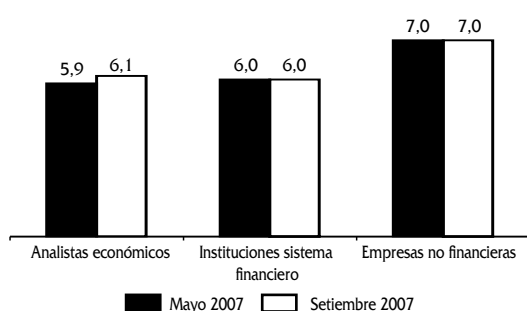
43. De acuerdo a la Encuesta de Expectativas del Banco Central, los agentes han revisado al alza sus expectativas de crecimiento del PBI. Para el año 2007 las previsiones han pasado del rango entre 7,0 - 7,3 por ciento, al ubicarse en una tasa de 7,5 por ciento. Para el año 2008 los analistas económicos y las instituciones del sistema financiero han elevado sus proyecciones a 6,7 y 6,5 por ciento, respectivamente, en tanto que las empresas no financieras mantienen sus expectativas de crecimiento de la economía en 7,0 por ciento. Para el año 2009 se esperan tasas entre 6,0 y 7,0 por ciento.

**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2008**



44. El crecimiento de la inversión en el periodo **2007 - 2010** sería generalizado y más notorio por el tamaño de sus proyectos en los sectores minero, hidrocarburos, telecomunicaciones, industrial y servicios principalmente. En el sector minero se registraría la mayor cantidad de inversiones en grandes proyectos, que implican, además de la inversión en minas propiamente, construcción de carreteras de acceso, obras hidráulicas, mineroductos, puertos, etc. Entre los proyectos más importantes dentro del periodo 2007-2010 están el de Toromocho (Junín) a cargo de Peru Cooper y que involucraría inversiones de alrededor de US\$ 1 500 millones, Rio Blanco (Piura) de Zijing Mining Group por aproximadamente US\$ 1 400 millones, Minas Conga (Cajamarca) de Minera Yanacocha que supone una inversión de US\$ 935 millones, durante dicho periodo.

**EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2009**



Asimismo, en un contexto de altos precios de hidrocarburos, el capital privado viene programando importantes planes de inversión para los próximos años en la producción y comercialización de gas y petróleo. Perú LNG tiene planeado invertir en Camisea II US\$ 2 200 millones en el periodo 2007 - 2010, destinados al traslado de gas natural licuado. En el mismo periodo, Barrett Resources Perú LLC planea desarrollar proyectos de extracción de petróleo pesado en la amazonía peruana por US\$ 1 600 millones. Por su parte, Petrobras emprendería un programa de inversiones por un total de US\$ 800 millones, para la implementación de un polo petroquímico en el sur del país y actividades de exploración de crudo en la selva norte.

En el sector telecomunicaciones destacan los proyectos de Telefónica del Perú por un total de US\$ 1 000 millones destinados a la ampliación de la red móvil y de banda ancha, así como de América Móvil (Claro) por US\$ 560 millones entre 2007 y 2008 para obras en telefonía móvil. Dentro del

sector industrial se producirían inversiones por US\$ 500 millones en la expansión de la refinería de Cajamarquilla contemplada en los planes de Votorantim Metais, US\$ 450 millones para explotar el yacimiento de fosfatos de Bayóvar por la empresa brasileña Vale do Río Doce, que se suman a la construcción de una planta cementera por Camargo-Correa, entre otras inversiones.

**Cuadro 21**

**PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2007-2010**

(Millones de US\$)

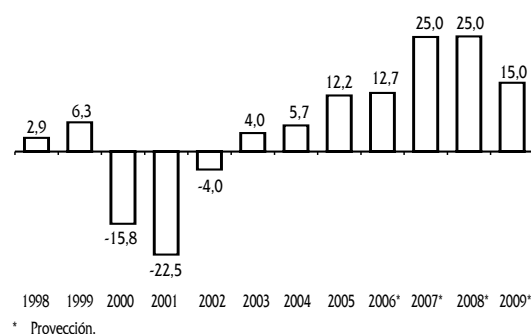
Sector / Empresa	Proyecto	Monto
<b>MINERÍA</b>		<b>9 697</b>
Del cual: Perú Copper S.A.	Toromocho	1 500
Zijin Mining Group	Río Blanco	1 400
Minera Yanacocha	Minas Conga	935
Xstrata	Las Bambas	930
<b>HIDROCARBUROS</b>		<b>5 051</b>
Del cual: Perú LNG	Camisea II	2 200
Barret Resources	Lote 67	1 600
Petrobras - PetroPerú	Planta Petroquímica	800
<b>TELECOMUNICACIONES</b>		<b>1 993</b>
Del cual: Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha	1 000
América Móvil (Claro)	Obras en Telefonía Móvil	560
<b>INDUSTRIAL</b>		<b>2 129</b>
Del cual: Votorantim Metais	Expansión de Refinería Cajamarquilla	500
Vale Do Río Doce	Fosfatos de Bayóvar	450
Camargo-Correa	Construcción planta cementera	200
Backus	Ampliaciones de planta	250
<b>INFRAESTRUCTURA</b>		<b>1 051</b>
Del cual: Dubai Ports World Callao	Muelle Sur - Callao	617
Grupo Romero	Puerto en Ancón	200
<b>ELECTRICIDAD</b>		<b>245</b>
Del cual: Cementos Lima	El Platanal	180
<b>OTROS SECTORES</b>		<b>794</b>
Del cual: Tottus	24 tiendas en Lima, Trujillo y Chiclayo	100
Casagrande	Destilería y desarrollo campos de cultivo	66
Sodimac - Grupo Falabella	Diversas tiendas	60
Parque Arauco	Complejo Comercial San Isidro	54
Corporación Pesquera Inca	Embarcaciones y planta	50
Parque Arauco, Gloria, Wiese	Mega Plaza Arequipa	40
Grupo Wong	Centro Comercial Lima Plaza Norte	35
Graña y Montero	Concesión Programa Vial Costa-Sierra I (Piura)	31
Energo Projexp Niscogradnjo	Carretera Callacuyán-Huamachuco	24
Agroindustrial Laredo	Proyecto azucarero Arena Dulce	20
<b>TOTAL</b>		<b>20 960</b>

Fuente: Anuncios de inversión.

Son importantes, asimismo, las inversiones que se desarrollarían en proyectos como la construcción de centros comerciales y tiendas en provincias como Trujillo, Chiclayo, Arequipa, Huancayo, el proyecto hidroenergético El Platanal (Cañete), que demandaría una inversión de US\$ 180 millones, y la construcción de un puerto en Ancón por el Grupo Romero con una inversión de US\$ 200 millones, entre otros.



**Gráfico 50**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Variaciones porcentuales reales)



45. Por su parte la proyección para la inversión pública mostraría un importante dinamismo dados los niveles del primer semestre, cuyas elevadas tasas de crecimiento la llevarían a representar en 2009 un 4,4 por ciento del producto.

### Producción sectorial

46. La actividad productiva en 2007 viene siendo claramente liderada por los sectores no primarios, aquellos directamente vinculados a la demanda interna. En particular la construcción, con tasas cercanas al 15 por ciento, y la manufactura no primaria con un aumento de alrededor de 12 por ciento han sido los sectores más dinámicos. En el primer caso el crecimiento ha sido resultado de la mayor actividad de autoconstrucción dados los mayores niveles de empleo y de ingresos en la población, y de las mayores inversiones en ampliación de capacidad de plantas industriales y nuevos locales comerciales. En el caso de la manufactura no primaria el impulso provino de la elaboración de productos orientados al consumo y a la fabricación de insumos para construcción, principalmente.

En contraste, la producción de los sectores primarios sólo ha mostrado un ligero aumento pues los moderados incrementos de los sectores agropecuario y pesca en un contexto de condiciones climáticas variables, fueron contrarrestados por la menor actividad minera ligada a la menor producción de oro de Yanacocha, que viene explotando áreas con menor ley.

### Cuadro 22

#### PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales)

	2006		2007*			2008*		2009*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>Agropecuario</b>	<b>5,3</b>	<b>7,4</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
Agrícola	4,2	8,3	3,0	3,7	2,6	4,0	4,0	4,0	4,0
Pecuario	8,6	7,6	3,2	4,4	3,5	3,9	3,9	3,6	3,6
<b>Pesca</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>7,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Minería metálica	7,5	1,1	-2,7	2,6	1,3	5,1	5,1	4,0	4,0
Hidrocarburos	1,6	5,7	8,1	6,5	7,1	6,3	6,3	5,5	5,5
<b>Manufactura</b>	<b>5,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>
Procesadores de recursos primarios	4,2	4,1	-0,5	2,2	0,8	4,4	4,4	4,4	4,4
Manufactura no primaria	6,2	8,3	12,1	9,1	11,4	7,0	8,0	7,0	7,0
<b>Electricidad y agua</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
<b>Construcción</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>14,4</b>	<b>11,5</b>	<b>16,0</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>
<b>Comercio</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
<b>PBI GLOBAL</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
<b>Primario</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
<b>No Primario</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,2</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

Se proyecta que el producto bruto interno crecería 7,6 por ciento en 2007, reduciendo su tasa de crecimiento a 6,5 por ciento en 2008 y a 6,0 por ciento en 2009, como consecuencia de una moderación en el crecimiento de los sectores ligados a la demanda interna.

47. Para lo que resta del año **2007** se espera que se mantenga un importante dinamismo de los **sectores no primarios**, aunque menor al que se observó durante la primera mitad del año al considerarse un menor crecimiento de la demanda. En la manufactura no primaria dicho comportamiento considera la evolución prevista en el consumo privado y la aprobación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú - EE.UU. por parte de los legisladores de Estados Unidos. No obstante, en el caso de la construcción sí se espera una aceleración en el ritmo de crecimiento teniendo en cuenta información de julio, que señala un crecimiento de 25 por ciento, así como las expectativas de los empresarios de construcción, que en un 64 por ciento espera un crecimiento de la actividad en los próximos 3 meses, según la Encuesta del Banco Central.

En los **sectores primarios** se ha revisado hacia abajo la proyección del sector agropecuario considerando los efectos negativos de las heladas ocurridas en la sierra sobre la producción de cultivos andinos. En el caso de pesca no se espera un crecimiento de la extracción de anchoveta considerando la política de vedas, de modo que el moderado crecimiento del sector provendría de la pesca de especies para consumo humano. La minería, por su parte, adquiriría mayor dinamismo en la segunda mitad del año, conforme a lo previsto en el Reporte de Inflación de mayo, con el inicio de operaciones de la mina de zinc Cerro Lindo de Milpo y las operaciones de la cuprífera Cerro Verde, cuya ampliación alcanzaría los niveles de operación objetivo al concluir el periodo de pruebas.

48. En **2008** la producción de los sectores primarios aumentaría 4,4 por ciento, al considerarse un año con condiciones climáticas normales para el agro y la pesca, en tanto que la minería mostraría un aumento mayor por el inicio de operaciones de Cerro Corona (oro y cobre), de Gold Fields - La Cima, y de la planta de tratamiento de minerales de oro en sulfuros de Yanacocha así como la producción a plena capacidad de Cerro Verde y Cerro Lindo.

En línea con la evolución prevista en el ingreso disponible y la demanda, los sectores no primarios moderarían su crecimiento en 2008 y 2009, manteniendo tasas entre 6 y 7 por ciento. El sector más dinámico continuaría siendo la construcción, dados los proyectos de inversión en minería, energía e infraestructura que se prevén para los próximos años, así como las obras de reconstrucción en el sur luego del terremoto ocurrido en agosto de 2007. Por su parte la manufactura no primaria crecería a una tasa de 8,0 por ciento, considerando la entrada en vigencia del

Acuerdo de Promoción Comercial Perú - Estados Unidos y la profundización del acceso a otros mercados internacionales.

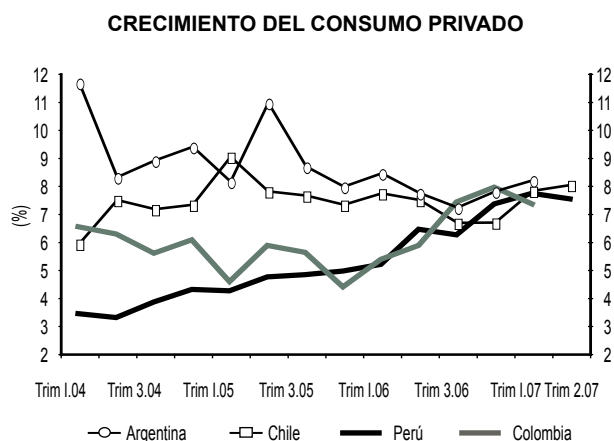
49. En **2009** los sectores no primarios crecerían a una tasa de 6,6 por ciento con un aumento de 7,0 por ciento en la manufactura no primaria y una tasa de 11,0 por ciento en la construcción, lo cual considera la previsión de crecimiento de la demanda interna. Las condiciones climáticas normales y el inicio de operaciones de Cañariaco (cobre y oro), de Candente Resources, hacia finales del año determinaría un aumento de 4,0 por ciento en los sectores primarios.

#### RECUADRO 4

##### CRECIMIENTO RECIENTE DEL CONSUMO DEL SECTOR PRIVADO

Durante el segundo trimestre del presente año, el consumo privado registró un crecimiento de 7,5 por ciento luego de aumentar 6,2 por ciento en el año 2006. Con ello el gasto de consumo de las familias no sólo completa 31 trimestres de continuo incremento con una tasa promedio anual de 5,6 por ciento, sino que muestra una aceleración notable.

El crecimiento del consumo en los últimos años no ha sido exclusivo de la economía peruana. El crecimiento de la economía mundial y el aumento de los términos de intercambio se ha reflejado en el crecimiento de otros países de la región. En todos los casos el consumo ha reflejado el mayor ingreso disponible de los países beneficiados, sin embargo en el caso peruano, el crecimiento del consumo ha sido más largo y sostenido, a la vez que muestra mayor estabilidad.



Frente a este dinamismo cabe analizar los determinantes del crecimiento del consumo, dado que éste explicó el 73 por ciento del incremento en la demanda interna en la primera mitad de 2007.

Entre los determinantes del consumo que han experimentado mayor crecimiento en el período analizado se encuentran el empleo y el ingreso nacional disponible. En el primer caso el empleo urbano en empresas de 10 o más trabajadores ha venido creciendo a tasas superiores a 8 por ciento en lo que va del año. Ello refleja una aceleración respecto al crecimiento del empleo en 2006 (aumentó 7,2 por ciento). En el caso del ingreso nacional disponible, en la primera mitad de 2007 ha crecido 11,2 por ciento, tasa similar a la del año previo, superior al crecimiento del producto como consecuencia de los mejores términos de intercambio. La evolución del consumo ha venido reflejando también las mayores facilidades en el acceso al crédito y el optimismo de los consumidores con respecto a su situación económica.

En vista de esto, resulta importante prestar atención a que el dinamismo en el consumo no signifique un crecimiento excesivo del mismo. Montiel (2000) señala que una expansión prolongada del consumo podría afectar la balanza en cuenta corriente y reducir los recursos disponibles para inversión, en la medida en que el crecimiento del consumo deba revertirse bruscamente para mantener los equilibrios interno y externo de la economía. Así, este fenómeno podría amenazar el objetivo de una inflación estable mediante una presión al alza en los precios de los bienes domésticos, cuando la demanda excede la capacidad productiva de la economía.

Empíricamente con información de 91 países para el periodo 1960-1994, Montiel (2000) advierte a partir de sus resultados que los periodos de aumento de los términos de intercambio son acompañados por fases de alto crecimiento del consumo. Una regularidad menos evidente es la relación entre los periodos de crecimiento del consumo y el crecimiento del sector financiero, aunque la dirección de causalidad no es clara. Un estudio del Fondo Monetario Internacional (2004) halló, luego de analizar 28 economías emergentes para el periodo 1970-2002, que un episodio de expansión crediticia coincide con un periodo de alto crecimiento del consumo y la inversión en el 70 por ciento de países analizados.

Utilizando datos recientes para la economía peruana, los resultados muestran que el actual dinamismo del consumo de las familias es consistente con el comportamiento tendencial del empleo, el ingreso nacional disponible y el crédito. Es decir, no se detecta un alejamiento significativo ni sistemático entre el crecimiento observado y el tendencial, lo que sugeriría que el actual periodo de expansión del gasto privado en consumo tiene un importante componente permanente.

Adicionalmente, la participación del consumo privado en el producto muestra una clara tendencia decreciente, debido a que otros componentes del PBI -como el caso particular de la inversión privada- muestran un crecimiento mucho mayor. En tal sentido, las proyecciones más moderadas de crecimiento del consumo privado, aunque manteniendo niveles históricos altos, son consistentes con una desaceleración del ingreso nacional disponible. Un monitoreo estricto de los créditos de consumo reduce la probabilidad de una desaceleración brusca del consumo ante cualquier choque adverso en la economía.

**Referencias:**

**International Monetary Fund** (2004). "Are credit booms in emerging markets a concern?" World Economic Outlook (April) pp. 147-166. Washington, DC: IMF.

**Montiel, Peter** (2000). "What Drives Consumption Booms?" World Bank Economic Review (September).

---

---

## RECUADRO 5

### EL ABASTECIMIENTO ELÉCTRICO 2008 - 2009

En forma consistente con el mayor dinamismo de la actividad económica, la demanda de energía eléctrica ha crecido 10,5 por ciento entre enero y agosto de 2007 con respecto al año anterior. Actualmente se registra una adecuada situación de abastecimiento eléctrico a nivel nacional, aunque el crecimiento continuo de la demanda podría generar riesgos de alzas de tarifas o racionamiento en los próximos dos años. En este contexto, existen proyectos de generación termoeléctrica que podrían satisfacer esta demanda. Sin embargo, también existen limitantes de infraestructura que pondrían en riesgo su adecuada implementación, tales como la capacidad del ducto que lleva el gas natural de Camisea a Lima y la capacidad de transmisión eléctrica de Chilca a Lima.

Al respecto, las facilidades de transmisión existentes en la actualidad sólo permitirían la entrada en operación de un generador termoeléctrico adicional en Chilca. En cuanto al ducto de gas de Camisea, éste cuenta actualmente con una capacidad de transporte de 314 millones de pies cúbicos diarios (MMPCD) de gas natural y la demanda se encuentra en alrededor de 180 MMPCD, de los cuales sólo la tercera parte cuenta con contratos a firme. Dada la demanda de cada central térmica de 170 MW (40 MMPCD) y el crecimiento de la demanda del resto de usuarios, se estima que en las condiciones actuales, el ducto sólo podría satisfacer la demanda de dos centrales térmicas adicionales.

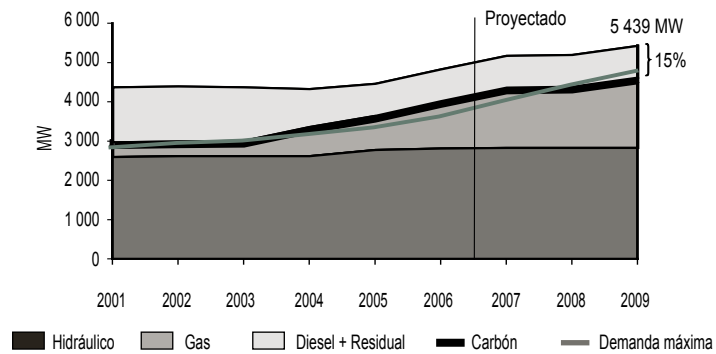
El siguiente gráfico muestra que de no solucionarse estos dos inconvenientes, el margen de reserva necesario para que el sistema opere de manera confiable se reduciría de 34 por ciento a fines de 2006 a 15 por ciento a fines de 2009. En este escenario se produciría un alza en los costos marginales de generación eléctrica, por el uso de centrales menos eficientes, con un probable impacto sobre las tarifas de electricidad.

Adicionalmente, se registran problemas de congestión en las líneas de transmisión de electricidad Centro-Norte y Centro-Sur. En el primer caso, los problemas se vienen atendiendo a través de la construcción de una segunda línea de transmisión Zapallal-Paramonga-Chimbote que entraría a operar en marzo de 2008. En el segundo caso, se requiere la instalación de un equipo compensador para aumentar la capacidad efectiva de la actual línea Mantaro-Socabaya y,

---

adicionalmente, licitar una segunda línea paralela a esta última. Debido a que estos proyectos demorarían no menos de dos años, en el corto plazo se proyecta un alza de los costos marginales en el sur del país. En tal sentido, es importante la aceleración de los proyectos que eleven la oferta de energía eléctrica y se evite así potenciales cuellos de botella que limiten el crecimiento económico.

**ESCENARIO MEDIO: DEMANDA Y OFERTA DE POTENCIA EFECTIVA POR FUENTE DE ENERGÍA**

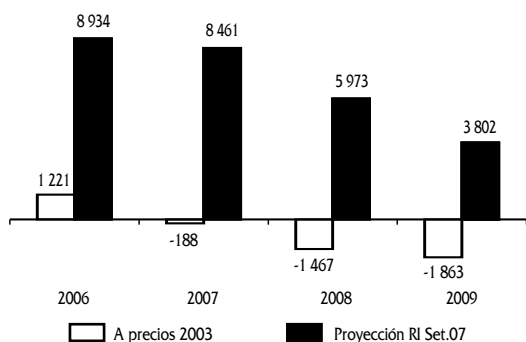


## V. Balanza de pagos

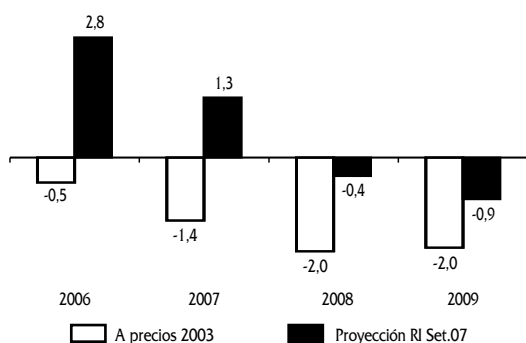
Para 2007 se estima un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,3 por ciento del PBI, similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de mayo. Para los años 2008 y 2009 el contexto internacional sería menos favorable respecto a los años 2006 y 2007 por la paulatina reversión de los términos de intercambio. Por ello se estima que la cuenta corriente mostraría un ligero y sostenible déficit de 0,4 y de 0,9 por ciento del PBI en los años 2008 y 2009, respectivamente.

Los términos de intercambio se incrementarían 3,0 por ciento en 2007, por la evolución más favorable de las cotizaciones de los metales respecto a lo esperado en mayo, y tendrían una corrección en los años 2008 y 2009, por menores precios de los minerales ante un menor crecimiento mundial y altos precios de petróleo.

**Gráfico 51**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)



**Gráfico 52**  
**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)



50. El resultado de la cuenta corriente se mantendría en niveles sostenibles durante los próximos años, incluso en el evento en el que los precios de los minerales y combustibles cayeran a niveles de 2003<sup>3/</sup>, año previo al periodo de boom en estos mercados. Con el fin de medir el efecto que podría tener una reversión de estos precios, se estimó el valor de la balanza comercial y del saldo de la cuenta corriente a precios de 2003. Los resultados indican que la balanza comercial sería inferior en promedio en alrededor de US\$ 7 mil millones entre 2007-2009, en tanto que la cuenta corriente pasaría a ser negativa en dichos años, 1,4 por ciento en 2007 y 2,0 por ciento en 2008 y 2009, niveles moderados y sostenibles en el largo plazo, lo cual muestra que parte de la mejora en las cuentas externas proviene del crecimiento del volumen exportado.

### Cuenta corriente

51. En el **primer semestre de 2007** la cuenta corriente registró un superávit de 0,9 por ciento del PBI, mayor al alcanzado en similar periodo del año anterior (0,5 por ciento) debido principalmente a la evolución de la balanza comercial y a las mayores remesas provenientes del exterior. Las exportaciones

<sup>3/</sup> Estos cálculos sólo se refieren al efecto precio y no consideran modificaciones adicionales en volúmenes por modificación de precios relativos.

de bienes aumentaron 18 por ciento, debido al incremento de 17 por ciento en los precios y de 1 por ciento en el volumen, en tanto que las importaciones de bienes crecieron 24 por ciento.

## Cuadro 23

**BALANZA DE PAGOS**

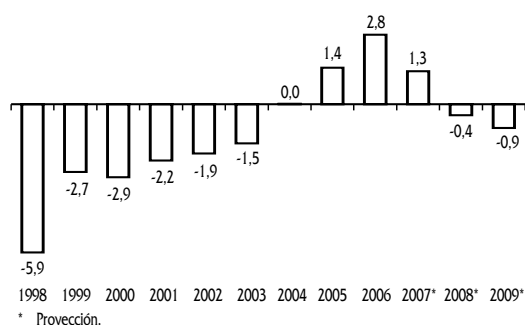
(Millones de US\$)

	2006		2007*			2008*		2009*	
	I Sem.	Año	I Sem. RI	May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>I. BALANZA EN CUENTA</b>									
<b>CORRIENTE</b>	<b>206</b>	<b>2 589</b>	<b>466</b>	<b>1 352</b>	<b>1 329</b>	<b>-86</b>	<b>-528</b>	<b>-490</b>	<b>-1 240</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,5</i>	<i>2,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,9</i>
1. Balanza comercial	3 446	8 934	3 622	8 411	8 461	6 285	5 973	4 422	3 802
a. Exportaciones	10 464	23 800	12 334	26 435	27 399	27 231	28 424	27 994	28 987
b. Importaciones	-7 018	-14 866	-8 712	-18 024	-18 938	-20 946	-22 451	-23 572	-25 184
2. Servicios	-450	-949	-539	-1 220	-1 253	-1 419	-1 415	-1 462	-1 483
3. Renta de factores	-3 796	-7 581	-3 765	-8 441	-8 405	-7 863	-7 945	-6 656	-6 760
4. Transferencias corrientes	1 006	2 185	1 148	2 602	2 526	2 911	2 859	3 205	3 201
Remesas del exterior	834	1 837	978	2 234	2 153	2 515	2 468	2 799	2 800
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>112</b>	<b>589</b>	<b>3 787</b>	<b>3 648</b>	<b>5 171</b>	<b>1 086</b>	<b>1 528</b>	<b>1 490</b>	<b>2 240</b>
<b>III. FLUJO DE RIN</b>	<b>318</b>	<b>3 178</b>	<b>4 253</b>	<b>5 000</b>	<b>6 500</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>
<b>Memo:</b>									
Saldo de Reservas internacionales (Millones de US\$)	14 415	17 275	21 528	22 275	23 775	23 275	24 775	24 275	25 775
RIN/Liquidez total (%)	72%	72%	74%	78%	78%	73%	73%	69%	69%
RIN/PBI (%)	18%	19%	19%	21%	22%	21%	21%	20%	19%

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Gráfico 53**  
**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)



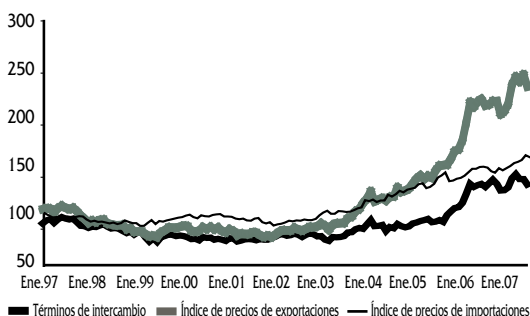
\* Proyección.

52. Para 2007 se prevé un superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,3 por ciento del PBI, similar al estimado en el Reporte de Inflación de mayo, proyectándose una balanza comercial superavitaria en US\$ 8,5 mil millones. Para 2008 y 2009 se estiman leves y sostenibles déficits de cuenta corriente equivalentes a 0,4 y a 0,9 por ciento del PBI, respectivamente, debido a los menores términos de intercambio proyectados.

**Términos de Intercambio**

Se ha revisado al alza la proyección de términos de intercambio teniendo en cuenta la evolución mostrada en lo que va del año. La mejora se observó principalmente entre enero y mayo cuando los precios de las exportaciones crecieron en promedio 18 por ciento. Sin embargo, a partir de junio, los términos de intercambio vienen mostrando una disminución por el alza en el precio de las importaciones (alimentos y petróleo) y por una disminución en el precio de algunos productos de exportación.

**Gráfico 54**  
**ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES, DE LAS IMPORTACIONES**  
**Y DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (1994=100)**



53. Entre enero y setiembre los términos de intercambio registraron un incremento promedio de 7,1 por ciento con respecto a similar periodo del año anterior, lo cual lleva a una ligera revisión al alza en la proyección para el año 2007 (3,0 por ciento versus 1,9 por ciento en el Reporte de mayo). Para los años **2008** y **2009** la proyección de términos de intercambio se ha revisado a la baja, en un contexto de desaceleración moderada de crecimiento mundial y en el que se mantendrían altos precios de petróleo y alimentos. Sin embargo, esta caída podría verse atenuada por las buenas perspectivas para el precio del oro.

**Cuadro 24**

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**

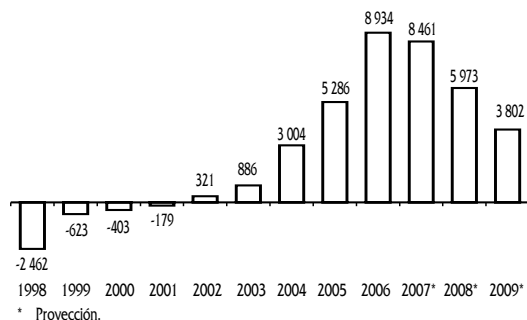
(Variación porcentual anual)

	2004	2005	2006	2007		2008*		2009*	
				RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07
<b>Términos de intercambio</b>	<b>9,5</b>	<b>5,6</b>	<b>27,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,8</b>
<b>1. Índice de precios de exportación</b>	<b>22,7</b>	<b>16,8</b>	<b>36,9</b>	<b>6,5</b>	<b>11,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,4</b>
del cual:									
precios promedio anual									
- Oro (US\$ / Oz Tr )	410	445	605	666	670	680	700	697	720
- Cobre (US\$ / Lb)	1,30	1,67	3,05	2,98	3,20	2,65	2,90	2,48	2,65
- Zinc (US\$ / Lb)	0,48	0,63	1,49	1,61	1,49	1,32	1,24	1,10	1,10
- Harina de Pescado (US\$ / TM)	625	686	1 080	1 157	1 064	1 052	907	1 036	824
<b>2. Índice de precios de importación</b>	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>7,4</b>	<b>4,5</b>	<b>7,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>
del cual:									
precios promedio anual									
- Petróleo (US\$ / barril)	41	56	66	63	69	67	74	67	71
- Trigo (US\$ / TM)	134	130	169	179	225	185	248	182	214
- Maíz (US\$ / TM)	94	74	94	146	135	155	149	156	161
- Soya (US\$ / TM)	280	224	214	273	295	294	343	301	333

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Gráfico 55**  
**BALANZA COMERCIAL**  
 (Millones de US\$)



**Balanza comercial**

54. La revisión al alza en los términos de intercambio llevaría que el resultado de la balanza comercial del año 2007 sea superior al contemplado en el Reporte de mayo (US\$ 8,4 mil millones). Así, el efecto precio de las exportaciones estaría más que compensando la desaceleración en el ritmo de incremento del volumen de exportaciones tradicionales, principalmente mineras y pesqueras, y el incremento de las importaciones asociadas al mayor crecimiento de la economía.



Para **2008** y **2009** se proyecta que la balanza comercial será superavitaria en US\$ 6,0 y US\$ 3,8 mil millones, aunque menor al proyectado en el Reporte de Inflación de mayo (US\$ 6,3 y US\$ 4,4 mil millones, respectivamente) debido a un contexto internacional menos favorable, ante una mayor caída de los términos de intercambio con respecto a la contemplada previamente, y por un aumento en la proyección de las importaciones en línea con la mejora de las previsiones de la actividad económica.

## Cuadro 25

### BALANZA COMERCIAL

(Millones de US\$)

	2006		2007*			2008*			2009*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.07	RI Set.07	RI May	RI Set.07	RI May.07	RI Set.07	
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>10 464</b>	<b>23 800</b>	<b>12 334</b>	<b>26 435</b>	<b>27 399</b>	<b>27 231</b>	<b>28 424</b>	<b>27 994</b>	<b>28 987</b>	
De los cuales:										
Productos tradicionales	8 028	18 374	9 450	20 121	20 996	19 949	21 056	19 782	20 662	
Productos no tradicionales	2 356	5 271	2 811	6 153	6 245	7 100	7 202	8 016	8 156	
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>7 018</b>	<b>14 866</b>	<b>8 712</b>	<b>18 024</b>	<b>18 938</b>	<b>20 946</b>	<b>22 451</b>	<b>23 572</b>	<b>25 184</b>	
De los cuales:										
Bienes de consumo	1 181	2 611	1 421	3 009	3 161	3 448	3 712	3 811	4 153	
Insumos	3 855	7 987	4 574	9 291	9 876	10 526	11 334	11 617	12 399	
Bienes de capital	1 908	4 145	2 675	5 631	5 814	6 875	7 315	8 044	8 539	
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>3 446</b>	<b>8 934</b>	<b>3 622</b>	<b>8 411</b>	<b>8 461</b>	<b>6 285</b>	<b>5 973</b>	<b>4 422</b>	<b>3 802</b>	
Nota: Var %										
Exportaciones	34,4	37,0	17,9	11,1	15,1	3,0	3,7	2,8	2,0	
Importaciones	23,9	23,0	24,1	21,2	27,4	16,2	18,6	12,5	12,2	
Índice de volumen de exportaciones	0,3	-0,1	1,0	4,4	3,5	8,5	9,2	5,6	6,1	
Índice de volumen de importaciones	14,0	14,5	18,0	15,6	19,0	13,0	13,4	9,8	11,5	

RI: Reporte de Inflación

\* Proyección

## Exportaciones

55. Las **exportaciones** de bienes han venido creciendo a una tasa promedio anual de 28 por ciento durante los últimos 5 años, al pasar de US\$ 7 mil millones en el año 2001 a US\$ 23,8 mil millones en el 2006. Este resultado se debe a una mejora de los precios de nuestras materias primas, particularmente a partir del 2004, a una mayor diversificación de productos y acceso a nuevos mercados que ha impulsado el crecimiento de productos no tradicionales.

56. En el periodo 2001 - 2007 el número de empresas exportadoras no tradicionales se incrementó en 53 por ciento, en tanto que las empresas que exportaron por valor mayor a US\$ 5 millones aumentaron de 90 en 2001 a 208 en 2007.

**Cuadro 26**

**EXPORTACIÓN NO TRADICIONAL:  
NÚMERO DE EMPRESAS POR VALOR EXPORTADO**

Valor exportado:	Anuales						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	A Jul 07 1/
Superior a 50 millones de US\$	0	0	2	5	8	14	16
Entre 40 y 50 millones de US\$	2	1	3	7	9	7	8
Entre 30 y 40 millones de US\$	5	5	5	6	6	10	11
Entre 20 y 30 millones de US\$	14	12	13	16	18	17	17
Entre 10 y 20 millones de US\$	32	31	34	34	46	56	51
Entre 5 y 10 millones de US\$	37	47	50	66	73	84	105
Entre 1 y 5 millones de US\$	258	277	301	387	443	467	504
Entre 500 mil US\$ y 1 millón de US\$	198	210	236	252	292	326	330
Menor a 500 mil US\$	3 577	3 898	4 225	4 488	4 939	5 281	5 286
Exportación no tradicional							
FOB (Millones de US\$)	2 183	2 256	2 620	3 479	4 277	5 271	5 817
Número de empresas	4 123	4 481	4 869	5 261	5 834	6 262	6 328

1/ Últimos doce meses (agosto 2006 - julio 2007).

57. Respecto a la diversificación de las exportaciones, en el último año se ha exportado 2 218 categorías de productos. Se ha exportado un promedio de 111 categorías por país y se ha vendido cada categoría a un promedio de 8,7 países. Con ello, el número de categorías exportadas ha aumentado 12 por ciento desde el año 2001 en tanto que las categorías por país y los países a los que se exporta por cada categoría de producto han aumentado más de 30 por ciento desde el mismo año.

**Cuadro 27**

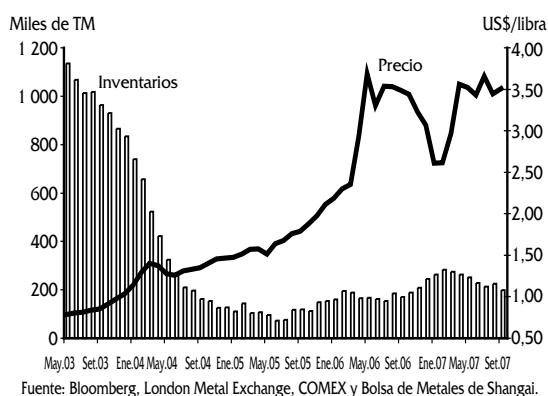
**DIVERSIFICACIÓN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES 1/**

Año	Categoría de productos	Categorías por País	Países por categoría
2001	1 984	84,4	6,6
2002	2 053	93,3	6,6
2003	2 097	92,1	7,2
2004	2 129	96,5	7,8
2005	2 209	108,2	8,4
2006	2 227	107,0	8,6
A Julio 2007*	2 218	111,3	8,7
<b>Var % jul.07 anual/ 2001</b>	<b>11,8</b>	<b>31,9</b>	<b>31,7</b>

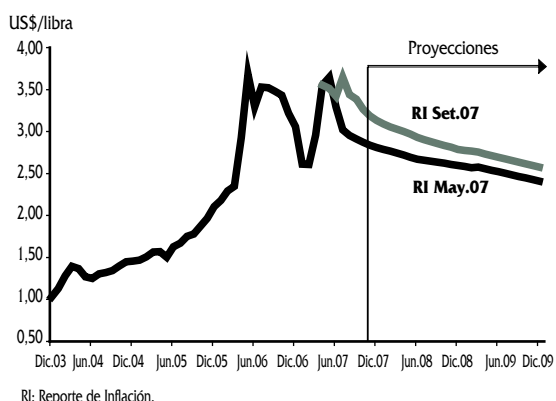
1/ Las categorías o grupos están dados por la Clasificación Uniforme de Comercio Internacional (CUCI). El nivel de desagregación usado (5 dígitos) agrupa a las mercancías en 3 121 categorías.  
\* Acumulado 12 meses.

58. Durante el primer semestre las **exportaciones no tradicionales** aumentaron alrededor de 19 por ciento, destacando la contribución de las exportaciones agropecuarias, químicos y sidero metalúrgicos y joyería, las cuales explican más del 50 por ciento de este crecimiento. El volumen de exportaciones de este grupo de productos creció 9 por ciento en tanto que los precios aumentaron 10 por ciento.
59. En este mismo periodo las **exportaciones tradicionales** continuaron reflejando el impacto positivo de los mayores precios de las materias primas en el mercado internacional. Durante este periodo los precios aumentaron 20 por ciento en promedio impulsados por las mayores cotizaciones de materias primas. Ello compensó la reducción de volúmenes embarcados los cuales cayeron 2 por ciento debido principalmente a los menores envíos de oro y harina de pescado. Así, las exportaciones tradicionales crecieron 18 por ciento, alcanzando los US\$ 9 450 millones durante el semestre.

**Gráfico 56**  
**INVENTARIOS Y PRECIO DEL COBRE**



**Gráfico 57**  
**PRECIO DEL COBRE: PROYECCIÓN**



## Cobre

60. La cotización del cobre registró una tendencia al alza en los primeros meses de 2007, acumulando un incremento de 14,6 por ciento, la cual fue interrumpida por temores de desaceleración de la demanda mundial asociadas a los problemas del mercado inmobiliario *subprime* de Estados Unidos.

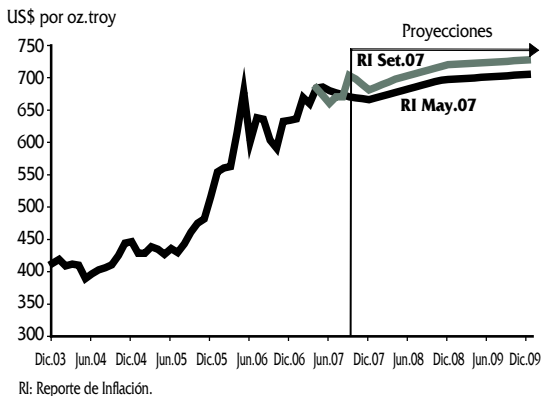
El incremento del precio se asoció al déficit de producción registrado en los primeros meses del año, en un contexto de una fuerte demanda y de bajos niveles de inventarios mundiales<sup>4/</sup>. Por el lado de la demanda destaca China, cuyas importaciones de cobre refinado en los primeros siete meses del año casi duplicaron a las de igual periodo de 2006. Por el lado de la oferta, continuaron las restricciones ocasionadas por las huelgas en los principales países productores como México, Perú y Chile.

En lo que resta del año la cotización del cobre estaría afectada por las expectativas de desaceleración en Estados Unidos, vinculadas a la evolución del mercado inmobiliario y su impacto en la inversión y el consumo. Sin embargo, potenciales recortes de producción (por huelgas u otros factores como la oferta) podrían generar una tendencia alcista dado los bajos niveles de inventarios existentes.

Considerando los datos ejecutados a la fecha, se ha revisado la proyección del precio promedio para 2007 a US\$ 3,20 por libra. Para los años **2008** y **2009**, se estima una cotización

<sup>4/</sup> La agencia internacional especializada World Bureau of Metal Statistics reportó que el consumo mundial de cobre excedió a la producción en 328 mil toneladas en los primeros siete meses del año (frente al superávit de 182 mil toneladas del mismo periodo del año previo). Asimismo, el Grupo de Estudio Internacional del Cobre informó que la demanda mundial de cobre refinado excedió la producción en alrededor de 340 mil toneladas en el primer semestre del año.

**Gráfico 58**  
**PRECIO DEL ORO: PROYECCIÓN**



RI: Reporte de Inflación.

de US\$ 2,90 y US\$ 2,65 respectivamente. La tendencia a la baja se explicaría por el ingreso de nuevos proyectos en los principales países productores como Chile, Perú y Brasil, entre otros, así como por una moderada desaceleración del crecimiento mundial.

**Oro**

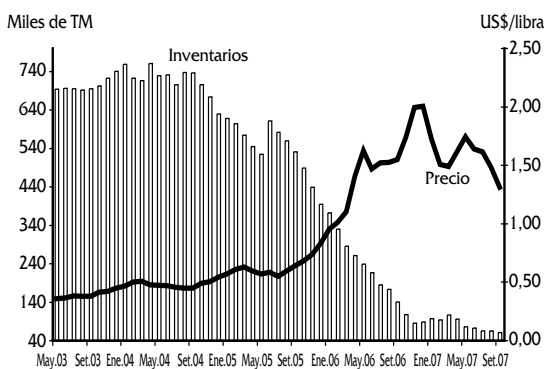
61. La cotización del oro ha mostrado un comportamiento al alza debido al déficit de oferta registrado en el primer semestre del año. De acuerdo con el Consejo Mundial del Oro<sup>5/</sup> la demanda mundial aumentó 10,8 por ciento en dicho periodo (ante la mayor demanda por joyería) mientras que la oferta mundial se contrajo 4,0 por ciento (por las menores ventas de desechos). Dada su característica de activo financiero, la cotización del oro se vio afectada al alza por el incremento en las expectativas inflacionarias ante los sucesivos máximos históricos que registró el precio del petróleo y por la depreciación del dólar frente al euro a niveles mínimos históricos.

Se espera que el precio del oro se mantenga en un nivel elevado en lo que resta de 2007, debido a la mayor demanda estacional de joyería por parte de India (mayor consumidor) y a las expectativas de inflación ante los elevados precios del petróleo. En este contexto, el precio promedio del oro ascendería a US\$ 670 por onza troy en 2007, superior a lo proyectado en el Reporte de Inflación de mayo.

Para los años **2008** y **2009**, se prevé un incremento en la cotización del oro debido a una mayor demanda por (i) la cobertura ante la mayor incertidumbre en torno al dólar; (ii) la diversificación de portafolio ante la subvaluación de la cotización real del oro frente a los otros *commodities* y a los activos libres de riesgo; y (iii) los riesgos de una mayor inflación en Estados Unidos, dado los altos precios de los *commodities*, en especial del petróleo y los alimentos, todo lo cual llevaría a que el precio se eleve hasta US\$ 720 por onza troy en 2009.

**Zinc**

**Gráfico 59**  
**INVENTARIOS Y PRECIO DEL ZINC**



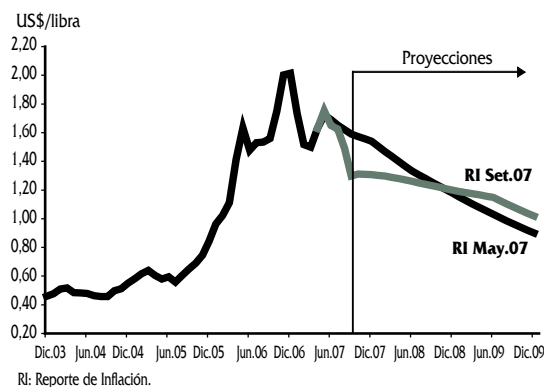
Fuente: Bloomberg y London Metal Exchange.

62. La cotización del zinc continuó reduciéndose en los últimos meses, acumulando una caída de 34,6 por ciento a setiembre (desde US\$ 2,0 por libra en diciembre de 2006 a US\$ 1,31 por libra en setiembre de 2007). La cotización de este metal fue afectada por las expectativas de menor demanda mundial ante los temores de desaceleración económica que originaron los problemas de segmento hipotecario *subprime* de Estados Unidos. Asimismo, China se mantuvo como un exportador neto de este producto cuando se esperaba que fuera importador neto<sup>6/</sup>, lo que

5/ Reporte del World Gold Council de agosto de 2007.

6/ Entre enero y julio de 2007, China exportó en neto 128 mil toneladas de zinc, mientras que en igual periodo del año previo importó en neto 73 mil toneladas.

**Gráfico 60**  
**PRECIO DEL ZINC: PROYECCIÓN**



contribuyó a explicar el inesperado superávit de oferta durante los primeros siete meses del año.

Para **2007** se proyecta un precio promedio del zinc de US\$ 1,49 por libra, menor a lo previsto en el Reporte de Inflación previo. Para **2008** y **2009** se espera una reducción adicional por el ingreso de nuevos proyectos de inversión en el corto y mediano plazo. Sin embargo, los inventarios se mantienen aún bajos, por lo que la cotización podría verse afectada por recortes no previstos en la producción (asociados a huelgas u otros factores).

**Cuadro 28**

**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE LOS PRINCIPALES METALES**

(Miles de TM)

	2005	2006	2007*	2008*
<b>Cobre</b>				
- Oferta	16 657	17 529	18 123	19 172
- Demanda	16 750	17 418	18 187	19 102
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-93</u>	<u>111</u>	<u>-64</u>	<u>70</u>
Inventarios	425	536	472	542
Semanas de Consumo	1,3	1,6	1,3	1,5
<b>Zinc</b>				
- Oferta	7 015	7 151	7 523	7 973
- Demanda	7 316	7 466	7 653	7 915
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-301</u>	<u>-315</u>	<u>-130</u>	<u>58</u>
Inventarios	828	548	418	476
Semanas de Consumo	6,1	3,9	2,9	3,2
<b>Oro</b>				
- Oferta	4 025	3 541	1 664	n.d.
- Demanda	3 727	3 374	1 780	n.d.
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>297</u>	<u>167</u>	<u>-116</u>	n.d.

\* Proyección. Para el caso del oro, datos del período enero-junio de 2007.

Fuente: World Gold Council, Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, Ago. 2007).

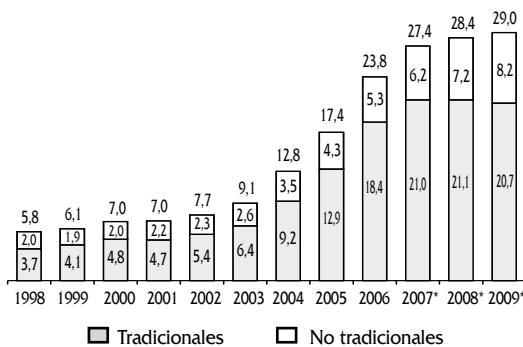
**Harina de Pescado**

63. Luego de aumentar hasta el mes de abril, la cotización de la harina de pescado disminuyó sostenidamente, acumulando una caída de 15 por ciento en lo que va del año (de US\$ 1 100 por TM en diciembre de 2006 a US\$ 930 por TM en setiembre de 2007).

El descenso de la cotización se explica por la menor demanda de China (principal consumidor) y a sus altos inventarios. Sin embargo, se espera una recuperación parcial del precio, dado que los precios de los principales sustitutos de este producto (como la harina de soya) también se encuentran en niveles altos.

Con esta evolución se estima que para 2007, la cotización promedio sería de US\$ 1 064 por TM, lo que implica una reducción de 1,5 por ciento respecto al 2006. En los siguientes años, los precios promedios de la harina de pescado continuarían su corrección, estimándose caídas de 15 y 9 por ciento anual en 2008 y 2009, respectivamente por recuperación de la producción de Chile y países escandinavos.

**Gráfico 61**  
**EXPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)

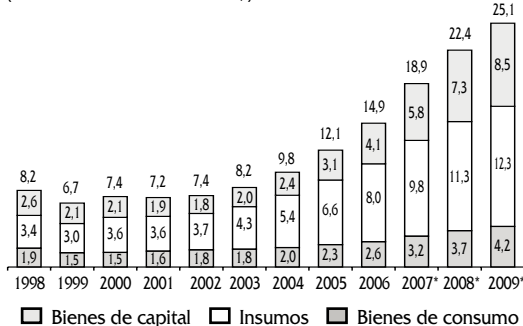


Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.  
\* Proyección.

64. Considerando los resultados del primer semestre y la evolución esperada de precios para lo que resta del año, se ha revisado al alza la proyección de **exportaciones totales** para el presente año a US\$ 27,4 mil millones, frente a los US\$ 26,4 mil millones del Reporte de mayo. La proyección considera un aumento de los precios de exportación de 11 por ciento y una recuperación del volumen de exportaciones de bienes, que crecería 4 por ciento, esencialmente por efecto de la evolución de las exportaciones tradicionales las cuales, como ya estaba previsto en el Reporte de mayo, reflejarían los mayores volúmenes exportados por la entrada en operación de proyectos mineros como la planta de sulfuros primarios de Cerro Verde para el caso del cobre y la mina Cerro Lindo para el caso del zinc.

Las exportaciones de bienes crecerían 3,7 por ciento en **2008** y 2,0 por ciento en **2009**, principalmente por las mayores ventas de productos no tradicionales (15 y 13 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente), destacando agropecuarios y pesqueros; mientras que, las exportaciones de productos tradicionales no registrarían mayor variación en 2008 y mostrarían una caída de 2 por ciento en 2009, debido a los menores precios de los metales exportados.

**Gráfico 62**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



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

### Importaciones

65. Un indicador del dinamismo de la actividad económica, y que es propio de una fase expansiva del ciclo, es la aceleración de la demanda por importaciones. Entre 2003 y 2006, las importaciones de bienes crecieron a un ritmo promedio anual de 22 por ciento. En el primer semestre del año, este crecimiento se elevó a 24 por ciento y se espera que para finales de este año, las importaciones tengan un aumento de 27 por ciento.

La expansión de las importaciones ha respondido en gran medida a la evolución de la inversión privada, la cual crecería este año alrededor de 24 por ciento, lo que ha permitido que las compras de bienes de capital se eleven 40 por ciento durante el primer semestre, previéndose una tasa similar de crecimiento para el año **2007**. El notable aumento que se viene registrando en la adquisición de maquinarias y equipos estaría permitiendo no sólo un mayor acervo de capital de las empresas sino también mejoras de productividad que impactan positivamente en el crecimiento del producto potencial de la economía.

Por sectores económicos, destacaron las importaciones de bienes de capital orientadas a la manufactura (49 por ciento), las de maquinaria para el sector construcción (63 por ciento) y las dirigidas al sector transporte (40 por ciento).

Para los siguientes años, las proyecciones mantienen altas tasas de crecimiento las que se ubicarían en alrededor de 18 por ciento en **2008** y 13 por ciento en **2009**. El nivel de importaciones durante este periodo estaría reflejando el aporte

que significaría la entrada en vigencia de acuerdos comerciales y la ejecución de diferentes proyectos en diversos sectores. En particular, esta proyección asume que 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.

### Cuenta financiera

66. Durante el primer semestre, 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 consistente con el dinamismo de la actividad económica. En particular, esta mayor afluencia de capitales se vio contrarrestada a partir del segundo trimestre del año cuando comenzó a observarse una mayor preferencia de los inversionistas institucionales por mantener un mayor porcentaje de su portafolio en activos financieros en el exterior con el fin de ir diversificando los riesgos en sus portafolios.

Todo ello determinó un flujo positivo de la cuenta financiera del orden de los US\$ 3,8 mil millones para el primer semestre del año el cual se prevé alcanzaría los US\$ 4,7 mil millones hacia fines de **2007**. Ello asume que, en un contexto de mayor volatilidad del mercado bursátil doméstico, los inversionistas institucionales diversificarán sus portafolios con inversiones en el exterior así como también supone un menor ritmo de desembolsos privados de largo plazo.

Para **2008** y **2009**, se estima inversiones mayores a los US\$ 3,5 mil millones, sustentado en las expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica. El mayor flujo de inversión estaría dirigido no sólo al sector minero e hidrocarburos, sino también hacia sectores como el de telecomunicaciones, electricidad, de infraestructura vial, agroindustria y petroquímica, entre otros.

---

## RECUADRO 6 PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS

La literatura reciente sobre los determinantes y la vulnerabilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos utiliza el llamado enfoque intertemporal. El análisis intertemporal enfatiza el rol de las expectativas sobre el comportamiento futuro de variables como la actividad económica y las tasas de interés en las decisiones privadas de ahorro e inversión. De esta manera, se tiene una visión completa de los determinantes de la cuenta corriente con el fin de evaluar la capacidad de una economía de enfrentar desequilibrios en las cuentas externas.

### La decisión intertemporal

Definiendo la cuenta corriente como la acumulación de activos externos netos de un país, un análisis intertemporal modela las decisiones de ahorro-inversión en base a las brechas que existen entre las variables macroeconómicas: producto, tasa de interés real, el gasto de gobierno y la inversión con respecto a sus niveles de largo plazo.

---

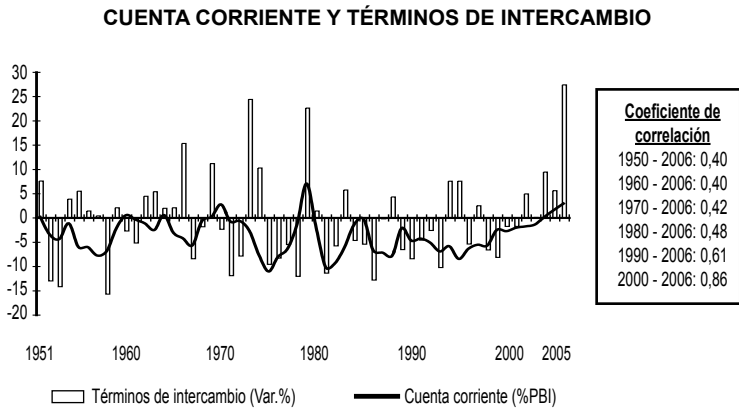
Los desequilibrios en la cuenta corriente ocurren cuando sus determinantes se encuentran desalineados respecto de sus niveles de largo plazo. Por ejemplo, si el país es prestamista neto de fondos y la tasa de interés internacional está por encima de su nivel de largo plazo, la cuenta corriente estará en superávit.

En general, bajo una óptica intertemporal, es posible mantener un déficit en cuenta corriente sin que ello signifique desequilibrios permanentes, debido a que los agentes económicos incorporan en sus expectativas, consideraciones “*forward looking*” acerca del comportamiento de la economía. La convergencia de las variables macroeconómicas hacia sus niveles de largo plazo y el punto inicial de las brechas permiten analizar si los desequilibrios son temporales o permanentes.

El análisis intertemporal permite además incorporar diversos elementos teóricos en el análisis de la cuenta corriente, como por ejemplo las fluctuaciones del producto y el *stock* de capital, el rol de los bienes no-transables, los bienes duraderos, la estructura demográfica, política fiscal y de endeudamiento, entre otros.

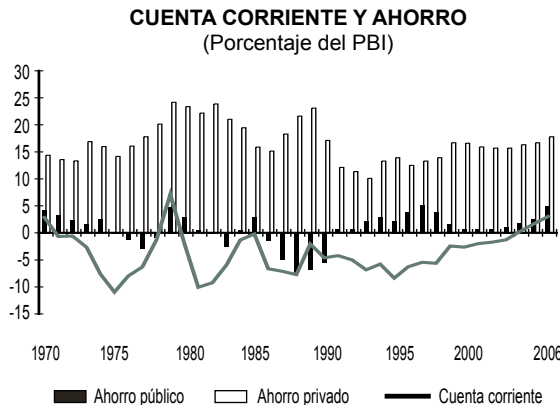
**El rol de los términos de intercambio**

Si el mercado de capitales no está muy desarrollado y las exportaciones no están diversificadas, el análisis de los términos de intercambio es importante para determinar la vulnerabilidad de la cuenta corriente. El gráfico siguiente muestra la correlación que existe entre el saldo en cuenta corriente y el nivel de los términos de intercambio para el caso peruano. Esta correlación ha venido aumentando, pero en la medida que las exportaciones se diversifiquen, la cuenta corriente será menos vulnerable a choques negativos en los términos de intercambio.



**Análisis de brechas (ahorro público y privado):**

El análisis de brechas está asociado a los desequilibrios fiscales y a los aumentos en los niveles de inversión del sector privado. Este análisis es importante debido a que nos permite determinar el origen de los desequilibrios externos a partir del ahorro público y privado. El gráfico siguiente muestra que a partir del año 2000 la mejora en la cuenta corriente está asociada a la recuperación del ahorro público y privado.



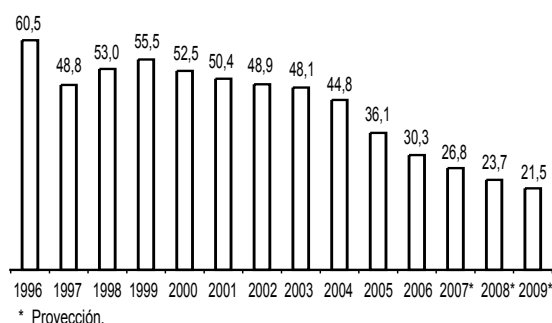
Esto muestra que la reacción de los agentes ante los incrementos de los términos de intercambio en los últimos años, ha sido ahorrar parte de los mayores ingresos, tanto en el sector público como en el sector privado.



## El análisis de la deuda y los pasivos externos

Complementariamente al análisis intertemporal, términos de intercambio y brechas, podemos estudiar el comportamiento de los pasivos externos de un país, que son un reflejo de lo que ocurre en el lado real de la economía. La cuenta corriente es el flujo neto de todas las transacciones entre los residentes y no residentes (incluyendo bienes, servicios, y pagos de intereses de obligaciones externas), y por tanto reflejará un correspondiente cambio en el saldo de pasivos externos para financiar tales transacciones. Estos pasivos deben honrarse a través del tiempo, para lo cual se debe generar recursos que hagan sostenible su repago.

### DEUDA EXTERNA TOTAL (Porcentaje del PBI)



### Otros indicadores de vulnerabilidad externa:

Existe una serie de indicadores de vulnerabilidad externa para evaluar si las economías están en capacidad de enfrentar choques externos o cambios en las condiciones de financiamiento:

1. Ratio de deuda externa de corto plazo entre deuda externa total: refleja el grado de riesgo en la composición de la deuda asociado a la madurez y vencimiento de los papeles de deuda.
2. Ratio deuda externa entre exportaciones: un país con un alto ratio es más probable que enfrente un problema en su capacidad de pagar la deuda cuando enfrente choques.
3. Deuda externa total entre RIN: sugiere un límite para el tamaño de la deuda externa de un país.
4. Ratio de Servicio de deuda (Intereses + principal)/Ingresos en Cuenta Corriente: mide el costo, la estructura de maduración y el saldo de deuda en términos de ingresos corrientes.
5. Vulnerabilidad externa: (Deuda externa de corto plazo + Deuda externa de largo plazo + Dep. no residentes a 1 año)/RIN: Mide la disponibilidad inmediata de recursos de un país para hacer frente al repago total de la deuda.

Del análisis anterior se desprende que la vulnerabilidad externa del Perú es limitada, considerando principalmente la tendencia a la diversificación de las exportaciones y la gestión de deuda pública en los últimos años y los altos niveles de reservas internacionales. Esto se corrobora con los indicadores publicados por Moody's, que sitúan al Perú entre las economías menos vulnerables del mundo en desarrollo.

### Bibliografía:

- Banco Central de Reserva del Perú. Series estadísticas.
- Moody's Statistical Handbook: Country Credit, May 2007.
- Obstfeld, M. & Kenneth Rogoff (1997) "The intertemporal approach to the Current Account". NBER WP 4893.

### INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA 2006 (En porcentaje)

	DE-cp/DE	DE/CC	DE/RIN	Servicio de Deuda	Vulnerabilidad Externa
<b>América del Sur</b>					
Argentina	22,9	184,8	359,4	41,1	145,1
Bolivia	9,0	106,9	222,6	11,2	33,6
Brasil	9,0	114,7	224,4	35,2	69,2
Chile	19,7	66,6	245,5	12,2	85,9
Colombia	13,7	114,0	272,9	30,0	90,2
Ecuador	12,8	100,7	1 183,8	51,3	663,8
Paraguay	13,1	54,6	187,2	5,8	37,7
<b>Perú</b>	<b>10,8</b>	<b>96,4</b>	<b>163,8</b>	<b>11,4</b>	<b>27,7</b>
Uruguay	8,0	161,1	342,3	45,7	183,7
Venezuela	24,9	57,8	152,7	12,6	51,2
<b>Otros países</b>					
China	63,1	29,0	30,6	4,2	21,4
Corea	45,3	67,1	110,9	7,3	56,5
Costa Rica	34,9	55,6	217,5	13,2	102,9
El Salvador	12,4	120,3	517,7	14,8	105,5
India	9,1	64,9	80,0	8,5	33,3
Malasia	23,0	26,6	62,2	4,1	21,1
México	8,7	53,8	211,4	12,7	50,2
Panamá	5,9	72,5	705,9	27,4	265,8
Rep. Checa	30,6	52,2	187,7	6,0	65,5
Rep. Dominicana	15,3	60,0	380,2	9,9	104,2
Rusia	12,3	86,4	107,5	2,9	15,4
Sudáfrica	17,0	69,5	251,1	6,8	61,8
Tailandia	30,6	37,4	91,8	8,6	44,6
Turquía	21,2	173,2	348,3	32,4	149,4
Vietnam	12,6	43,3	169,6	3,8	30,4

Fuente: Moody's Statistical Handbook: Country Credit, May 2007.

D: Deuda Total

DE: Deuda Externa total de los sectores público y privado.

DE-cp: Deuda Externa de corto plazo.

DE-lp: Deuda Externa de largo plazo de corta maduración.

CC: Ingresos de cuenta corriente.

RIN: Reservas Internacionales

Servicio de deuda: (Intereses + principal)/Ingresos de Cuenta Corriente.

Vulnerabilidad externa: (DE-cp+DE-lp+Dep. no residentes a 1 año)/RIN.

## VI. Finanzas públicas

*En un contexto caracterizado por un fuerte crecimiento del consumo y de la inversión privada, la mejora de la posición fiscal contribuye a atenuar potenciales presiones de demanda sobre la inflación.*

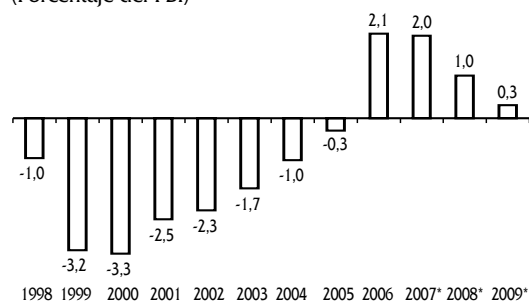
*El comportamiento de las cuentas fiscales continuó reflejando el buen desempeño de los ingresos tributarios asociados a los precios de las exportaciones y al dinamismo de la actividad económica, así como el menor ritmo de ejecución del gasto público lo que determinó que durante el periodo que va de julio de 2006 a junio de 2007 -últimos cuatro trimestres- el Sector Público no Financiero (SPNF) haya registrado un superávit de 3,1 por ciento del producto.*

*Frente a ello, y considerando además que el Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos entraría en vigencia entre 2008 y 2009, se ha revisado la proyección del resultado económico del SPNF de 2007 de 1,2 a 2,0 por ciento del PBI, mientras que para los siguientes dos años se proyecta un superávit de 1,0 y 0,3 por ciento del PBI, respectivamente. Estas proyecciones asumen que el crecimiento real del gasto no financiero del sector público superará el incremento de la actividad económica en los siguientes dos años.*

### Resultado económico

**67. En el periodo julio 2006-junio 2007**, el superávit económico del Sector Público no Financiero fue 3,1 por ciento del PBI, nivel superior al registrado en los doce meses precedentes (1,1 por ciento). En términos de su contribución, las operaciones del gobierno central explicaron 1,2 puntos porcentuales de este resultado, en tanto que las entidades del resto del gobierno general, las cuales incluyen a los gobiernos locales, aportaron 1,7 puntos porcentuales al superávit. Adicionalmente las empresas estatales registraron un superávit de 0,2 por ciento del PBI en el mismo periodo.

**Gráfico 63**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
 (Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

68. Considerando la información disponible a la fecha, se ha revisado la proyección del superávit hacia el alza para **2007**, de 1,2 a 2,0 por ciento del PBI. Esta revisión toma en cuenta los actuales niveles favorables de precios internacionales de nuestras materias primas, los cuales se encuentran por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación de mayo; el mayor dinamismo que viene mostrando la actividad económica; y el diferimiento del Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos. De esta forma, el presente escenario de proyección asume que los ingresos corrientes del gobierno general pasarían de un nivel de 19,9 por ciento a un 20,5 por ciento, respecto al reporte anterior. Para los años **2008** y **2009**, se estiman también **superávits económicos** de 1,0 por ciento y 0,3 por ciento del PBI, niveles superiores en 0,5 por ciento y 0,3 por ciento, respectivamente, respecto a los considerados en el Reporte de mayo.

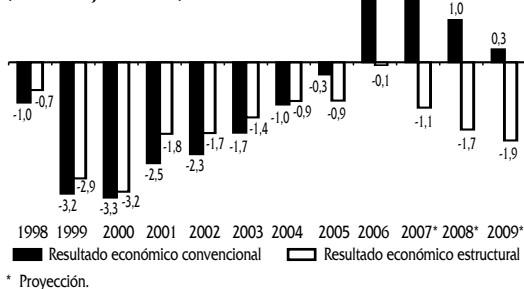
**Cuadro 29**

**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
 (Porcentaje del PBI)

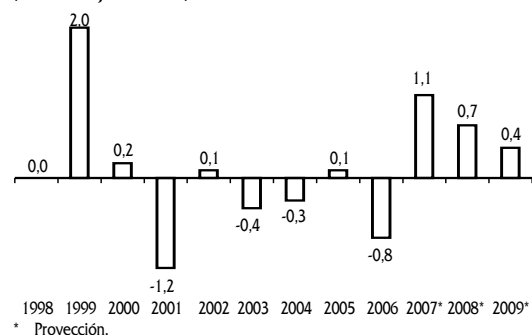
	2006		2007 *			2008 *		2009 *	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.07	RI Set. 07	RI May. 07	RI Set.07	RI May. 07	RI Set.07
<b>1. Ingresos corrientes del</b>									
<b>Gobierno General</b>	<b>20,6</b>	<b>19,7</b>	<b>21,7</b>	<b>19,9</b>	<b>20,5</b>	<b>19,9</b>	<b>20,4</b>	<b>19,6</b>	<b>20,0</b>
Variación % real	23,9	23,1	15,7	8,5	12,6	4,6	2,7	2,8	1,8
<b>2. Gastos no financieros</b>									
<b>del Gobierno General</b>	<b>14,1</b>	<b>16,2</b>	<b>13,5</b>	<b>17,0</b>	<b>16,8</b>	<b>17,8</b>	<b>17,8</b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>
Variación % real	8,2	8,7	5,3	12,4	12,3	8,8	9,4	6,0	6,5
Del cual:									
a. Corriente	12,2	13,4	11,7	13,7	13,7	13,8	14,1	13,8	14,1
Variación % real	7,3	7,3	5,5	9,5	10,2	4,8	6,6	4,0	4,3
b. Formación									
bruta de capital	1,8	2,6	1,7	3,1	3,0	3,8	3,6	4,2	4,0
Variación % real	16,2	14,2	3,5	29,7	25,4	27,0	25,1	13,6	15,1
<b>3. Otros</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>4. Resultado Primario (1-2+3)</b>	<b>6,8</b>	<b>3,9</b>	<b>8,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>4,9</b>	<b>2,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
Ingresos corrientes del									
Gobierno Central	18,1	17,3	19,0	17,4	18,0	17,3	17,9	16,9	17,4
Gastos no financieros del									
Gobierno Central	12,3	14,2	14,1	15,3	15,2	15,6	15,5	15,6	15,6

\* Proyección.

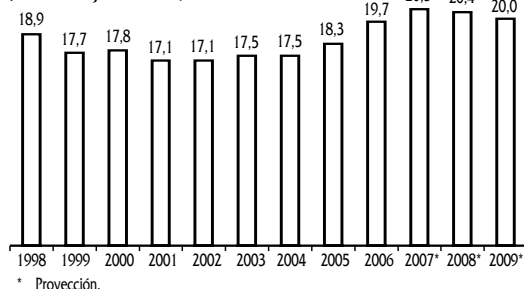
**Gráfico 64**  
**RESULTADO ECONÓMICO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL**  
**DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)



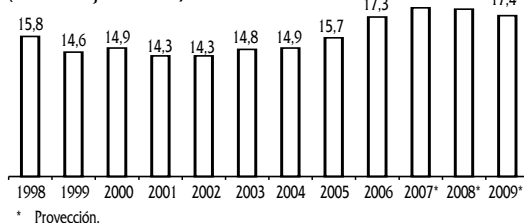
**Gráfico 65**  
**IMPULSO FISCAL**  
(Porcentaje del PBI)



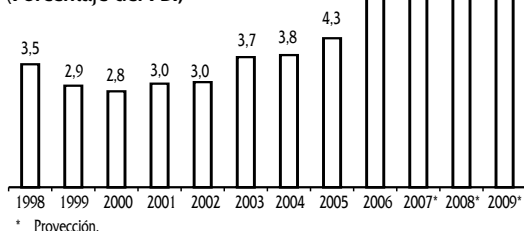
**Gráfico 66**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 67**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 68**  
**IMPUESTO A LA RENTA**  
(Porcentaje del PBI)



## Resultado económico estructural

69. El resultado económico estructural, indicador que aísla el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos del gobierno general, así como el impacto de los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos en las cuentas fiscales, muestra que si se aíslan estos factores, el resultado económico se torna deficitario durante los próximos tres años.

Asimismo, el impulso fiscal, que se define como el cambio en el déficit primario estructural (diferencia entre el déficit estructural y los gastos por intereses), muestra que en el periodo 2007 - 2009 la política fiscal sería una fuente de impulso sobre la demanda interna.

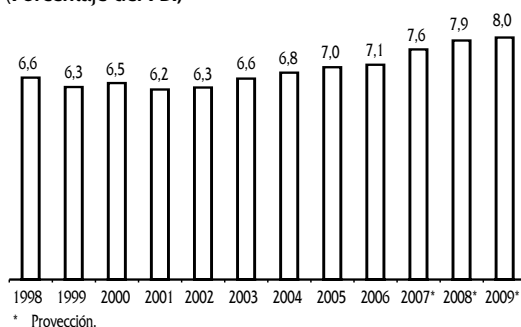
## Evolución de los ingresos fiscales

70. El crecimiento de los ingresos durante el **primer semestre**, 16 por ciento en términos reales, responde en gran medida al mayor dinamismo de la actividad económica y a las mayores utilidades que han venido mostrando las empresas, particularmente las del sector minero. Así, mientras la recaudación del impuesto a la renta (incluida la regularización) creció 23 por ciento en términos reales, la correspondiente al Impuesto General a las Ventas (IGV), se incrementó en 14 por ciento, debido también en parte al mayor volumen de importaciones observado durante el periodo. Otro factor que contribuyó al aumento de los ingresos fue el incremento de las transferencias a los gobiernos regionales por alrededor de S/. 700 millones por remanentes de utilidades generadas principalmente por empresas mineras.

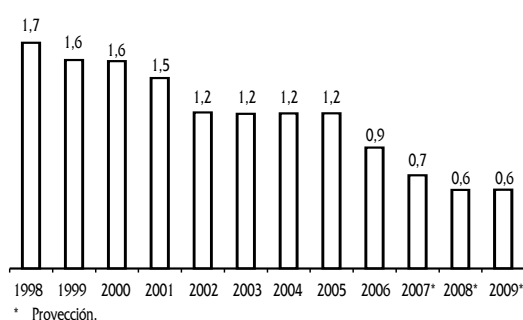
En tanto que el presente escenario de proyección asume que durante el resto del año **2007** se mantendría el dinamismo de la actividad económica y que la vigencia del Acuerdo de Promoción Comercial Perú - Estados Unidos (TLC) se daría entre 2008 y 2009, se proyecta para el año un incremento de los **ingresos corrientes del gobierno general** de 13 por ciento en términos reales, con lo cual los ingresos alcanzarían un nivel equivalente a 20,5 por ciento del PBI, superior en 0,6 puntos porcentuales respecto al Reporte de mayo.

Para los años **2008** y **2009**, se proyecta un crecimiento menor de los ingresos debido a una reducción del nivel arancelario y la entrada en vigencia del TLC, eventos que significarían una recaudación anual menor por aproximadamente US\$ 200 millones entre aranceles e IGV externo. Adicionalmente, se considera el supuesto de las reducciones en el 2009 de las tasas del Impuesto a las Transacciones Financieras -ITF- (de 0,07 por ciento a 0,06 por ciento) y del Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- (de 0,5 por ciento a 0,4 por ciento).

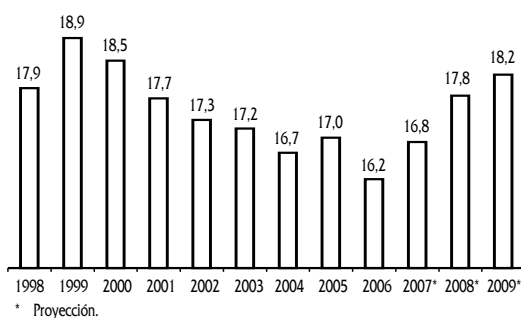
**Gráfico 69**  
**IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS**  
(Porcentaje del PBI)



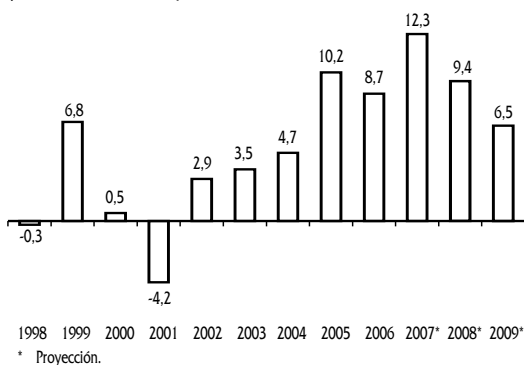
**Gráfico 70**  
**IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 71**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 72**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones reales)



## Evolución de los gastos fiscales

71. La evolución del gasto no financiero del gobierno general continuó mostrando un nivel menor al previsto debido principalmente a los problemas de gestión de las entidades ejecutoras para llevar a cabo sus presupuestos aprobados. Respecto al primer semestre del año pasado, el **gasto no financiero del gobierno general** se redujo en 0,6 puntos del PBI (de 14,1 por ciento a 13,5 por ciento), explicado tanto por un menor gasto de consumo del gobierno central (de 6,6 a 6,1 por ciento del PBI), cuanto por un menor gasto en inversión, básicamente de los gobiernos locales (de 0,8 a 0,7 por ciento del PBI).
72. La proyección contempla una recuperación parcial del gasto público para el segundo semestre del año, especialmente de la inversión pública, considerando además que se asignarán mayores recursos para gastos de reconstrucción asociados al sismo que afectó al sur del país en agosto. La inversión pública, que incluye la inversión de las empresas estatales, se incrementaría durante el **2007** en 25 por ciento en términos reales, tasa por debajo de la prevista en el Reporte de mayo.
73. Las proyecciones de gasto para el periodo 2007-2009 consideran los límites señalados por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) y sus modificatorias que establecen que la base para evaluar el incremento anual del gasto (3 por ciento en términos reales) es el consumo del gobierno central (la suma del gasto en remuneraciones y bienes y servicios), a diferencia de la anterior regla que incorporaba, además, los gastos por transferencias del gobierno central.

Para los años **2008** y **2009**, el crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general sería de 9 y 7 por ciento, respectivamente, y estaría concentrado principalmente en los gastos de formación bruta de capital (25 y 15 por ciento, respectivamente).

## Requerimiento financiero

74. El requerimiento financiero, que mide los recursos que necesita el sector público para cubrir su resultado económico y atender el servicio de amortización, tanto interna como externa, fue negativo en el primer semestre de 2007 (US\$ 2 648 millones). Ello se explica por el superávit que obtuvo en este periodo el SPNF, lo cual ha permitido un significativo aumento de los depósitos del Tesoro Público, que se refleja a su vez en el incremento de las fuentes internas (US\$ 3 245 millones).

**Cuadro 30**

**REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO  
NO FINANCIERO <sup>1/</sup>**  
(Millones de US\$)

	2006 Año	2007 *		2008 *		2009 *		
		I Sem.	RI May.07 RI Set.07	RI May.07 RI Set.07	RI May.07 RI Set.07			
<b>I. Usos</b>	<b>-247</b>	<b>-2 648</b>	<b>258</b>	<b>-642</b>	<b>1 525</b>	<b>769</b>	<b>1 358</b>	<b>917</b>
1. Amortización	1 636	772	1 511	1 459	2 082	2 007	1 363	1 311
a. Externa	1 107	621	1 179	1 115	1 594	1 489	1 110	1 001
b. Interna	530	151	332	344	488	518	252	310
Del cual: Bonos de Reconocimiento	145	75	155	149	170	163	183	183
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 883	-3 420	-1 253	-2 101	-557	-1 238	-5	-394
<b>II. Fuentes</b>	<b>-247</b>	<b>-2 648</b>	<b>258</b>	<b>-642</b>	<b>1 525</b>	<b>769</b>	<b>1 358</b>	<b>917</b>
1. Externas	535	104	974	928	1 042	1 160	611	1 089
2. Internas <sup>2/</sup>	-1 602	-3 245	-1 525	-2 295	-623	-1 363	-177	-1 160
3. Bonos <sup>3/</sup>	820	493	809	725	1 106	972	923	987

Memo:

Saldo de deuda pública bruta

En millones de US\$	30 484	29 778	30 484	30 078	30 716	30 541	30 995	31 768
En porcentaje del PBI	32,7	29,8	29,1	28,4	27,2	25,6	25,4	24,0

Saldo de deuda neta <sup>4/</sup>

En millones de US\$	22 419	18 753	20 553	19 444	20 064	18 486	20 109	18 445
En porcentaje del PBI	24,1	18,8	19,6	18,3	17,7	15,5	16,5	13,9

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.

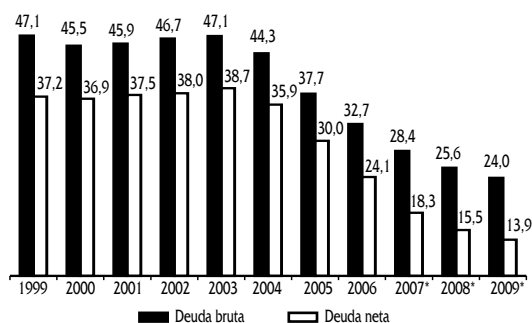
2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

3/ Incluye bonos internos y externos.

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

Fuente: BCRP y MEF.

**Gráfico 73**  
**DEUDA PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

75. Con el objetivo de mejorar el perfil de deuda y de reducir el requerimiento financiero para los próximos años, el gobierno acudió en mayo de 2007 al **Foro del Club de París** para solicitar el prepago del total de la deuda comercial que vence en el periodo octubre 2007 - 2015. La solicitud fue aprobada en julio de 2007 y el prepago se hizo efectivo a comienzos de octubre por un monto aproximado de US\$ 1794 millones. El financiamiento de dicha operación se efectuó principalmente mediante una emisión soberana, en julio de 2007, de S/. 4 750 millones (alrededor de US\$ 1 504 millones) a un plazo de 30 años y un cupón de 6,9 por ciento. Esta operación de deuda permitió cambiar la estructura de nuestros pasivos, sustituyendo 5,3 por ciento de deuda externa por interna denominada en Nuevos Soles, lo que contribuiría a la reducción del riesgo cambiario.

Cabe señalar, que ésta es la segunda transacción de esta magnitud que el gobierno realiza en el presente año. La primera se efectuó en febrero e involucró el intercambio y/o recompra total o parcial del Bono Global 2012 y de los Bonos Brady por bonos con vencimiento en los años 2016, 2033 y 2037. Ambas operaciones han permitido suavizar el perfil de amortizaciones en los próximos años, lo que se evidencia en la extensión de la vida media de la deuda pública en 3,5 años.

76. La deuda neta, indicador de la posición de pasivos netos y de la solvencia del sector público, utilizado a nivel internacional, se redujo de 24,1 por ciento en diciembre de 2006 a 18,8 por ciento en junio de 2007. Esta disminución obedece principalmente al incremento de los activos, el cual se atribuye al superávit económico alcanzado durante el primer semestre. Para los próximos años se espera que los activos líquidos del sector público continúen creciendo a un ritmo superior al de la deuda, lo que será posible gracias al dinamismo que muestran las proyecciones de la actividad económica y sus efectos en las cuentas fiscales. Lo anterior nos permitirá reducir la deuda pública total como porcentaje del PBI de 32,7 en 2006 a 24,0 por ciento hacia 2009 y de la deuda pública neta de 24,1 en 2006 a 13,9 por ciento en 2009.

---

**RECUADRO 7**  
**RIESGOS MACROECONÓMICOS Y POLÍTICA FISCAL: 2007-2009**

El escenario macroeconómico central de este Reporte de Inflación para el periodo 2007-2009 contempla una tasa promedio de crecimiento de 6,7 por ciento así como el mantenimiento de niveles altos de precios de los principales minerales de exportación y un acceso fluido al mercado de capitales. A este entorno macroeconómico favorable, la proyección incorpora una política fiscal prudente, que se traduce en superávits fiscales que permiten una reducción sostenida en el ratio de deuda pública a PBI desde 32,7 por ciento del PBI en 2006 a 24,0 por ciento del PBI en 2009.

En este contexto es conveniente analizar la robustez de los resultados fiscales frente a escenarios macroeconómicos adversos. Esta evaluación de riesgos debe contemplar la incertidumbre que subyace a las variables que afectan la dinámica de la deuda pública (como el crecimiento del PBI, términos de intercambio, tasas de interés, etc). Así, eventos no esperados que incrementen el servicio o el saldo de la deuda del gobierno constituyen escenarios de riesgo, que implicarían la necesidad de ajustes en los ingresos o gastos fiscales. En este sentido, una estructura de deuda muy sensible a los riesgos de mercado podría potencialmente comprometer la sostenibilidad de la política fiscal.

De este modo, si la posición deudora del fisco es riesgosa (por ejemplo, porque es muy vulnerable a cambios en las tasas de interés o tipos de cambio, o tiene un elevado componente de deuda concentrada en un plazo muy corto), aumenta la probabilidad de déficit fiscales superiores a los proyectados por la autoridad fiscal y la probabilidad que el fisco tenga dificultades para cubrir sus requerimientos de financiamiento.

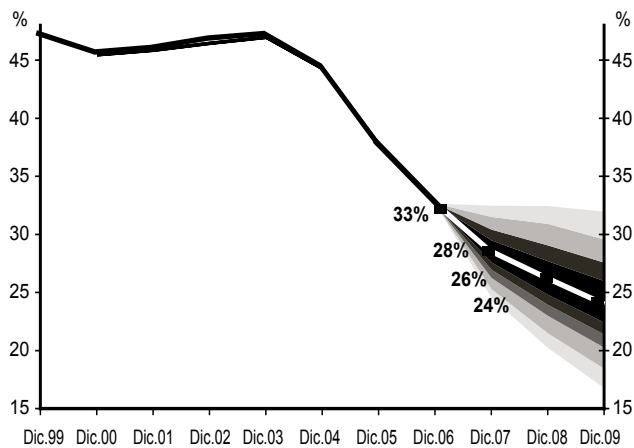
Durante los últimos 15 años se han tomado medidas para reducir la tasa de crecimiento de la deuda pública y su exposición a los riesgos de mercado. Entre las principales medidas destacan:

- \* Control del déficit fiscal.
  - \* Operaciones de canje de deuda en el marco del Plan Brady y emisiones de Bonos Globales a tasa fija en los mercados internacionales de deuda.
  - \* Creación de un mercado de deuda doméstica, lo que ha permitido emitir deuda en soles, reduciéndose la exposición al riesgo cambiario.
  - \* Operaciones para ampliar el plazo medio de duración de la deuda; reduciéndose así el riesgo de refinanciamiento, mediante operaciones de intercambio y recompra de deuda (Bonos Brady y Club de París) que estabilicen el perfil de pagos que enfrenta el gobierno.
  - \* Swaps de monedas y tasas para futuros vencimientos de deuda.
-

Si bien las operaciones de administración de deuda han tenido efectos favorables en reducir la exposición a los riesgos financieros, debe señalarse que éstas dependen fuertemente del entorno macroeconómico (particularmente del crecimiento económico y la posición de la política fiscal). Así entre 2001 y 2006 el saldo de la deuda como porcentaje del PBI disminuyó 13,2 puntos porcentuales, lo que se explica básicamente por un mayor crecimiento económico y un mayor superávit primario.

Dada la incertidumbre sobre la evolución futura del entorno macroeconómico, es necesario evaluar el impacto potencial de distintos escenarios sobre la evolución proyectada del saldo de la deuda pública. Para ello se construye una distribución de probabilidad para cada periodo dentro del horizonte de proyección. Los principales resultados de esta simulación son que el promedio de estas distribuciones sigue una tendencia decreciente y que hacia 2009, el 90 por ciento de la masa de distribución simulada representaría ratios de deuda pública sobre PBI que se ubican entre 17 y 32 por ciento.

**PROYECCIÓN DEL SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



De otro lado la simulación permite evaluar cómo cambia la probabilidad que el ratio de deuda pública sea mayor a su nivel de 2006 (32,7 por ciento), con la posición de la política fiscal. En esta simulación se puede observar que esta probabilidad se incrementa en la medida que el superávit primario disminuye. Por ejemplo, si se fija un superávit primario promedio de 2,8 por ciento del PBI (similar al del escenario central de este Reporte de Inflación), esta probabilidad se ubica entre 3 y 5 por ciento, alcanzando su nivel más bajo en 2009, mientras que si se fija un superávit primario menor, por ejemplo 1,6 por ciento del PBI, esta probabilidad se incrementa, ubicándose entre 14 y 20 por ciento. Esto implica que, dada la volatilidad del entorno macroeconómico en que opera el fisco, niveles bajos del superávit primario configuran escenarios muy riesgosos para garantizar la sostenibilidad de la política fiscal. Entonces, para minimizar el riesgo de aumentos en la razón deuda a PBI es necesario mantener una política fiscal que genere superávits fiscales y aproveche la actual coyuntura favorable para reducir sustancialmente la deuda pública y/o fortalecer el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

Debe recordarse que las distribuciones simuladas para el ratio de deuda sobre PBI, reflejan la volatilidad de la economía de los últimos diez años, en los que en la mayor parte del periodo no se han registrado episodios de deterioro abrupto de las variables financieras que determinan la dinámica de la deuda pública. Por ello, sería también prudente aprovechar el contexto financiero internacional favorable, para continuar con las operaciones de administración de deuda que reduzcan la exposición del fisco al riesgo cambiario (convertir deuda en moneda extranjera a moneda local), al riesgo de tasa de interés (reemplazar deuda a tasa variable por deuda a tasa fija) y al riesgo de refinanciamiento (alargar el periodo de vencimiento promedio para suavizar el perfil de pagos por amortizaciones, y reestructurar la deuda pública de forma que el perfil de pagos sea más estable).



## RECUADRO 8

### FUENTES DE VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Entre los años 2000 y 2007 la deuda pública se reduciría de 45,5 por ciento del PBI a 28,4 por ciento del PBI, esperándose una reducción adicional en los próximos años, de modo que dicho indicador alcance el 24,0 por ciento del producto en 2009.

En la siguiente tabla se descompone la variación en el saldo de la deuda 2000-2007 en elementos atribuibles a la conducta del fisco (como el resultado primario y la variación de los depósitos del gobierno) y a cambios asociados al entorno macroeconómico (como el crecimiento del producto, las tasas de interés y la evolución del tipo de cambio).

La tabla muestra que la reducción acumulada en el coeficiente de deuda pública sobre el PBI (17,1 puntos porcentuales) entre 2000 y 2007 puede explicarse por el impacto acumulado del superávit primario generado por el sector público (10,5 puntos porcentuales) y también por la combinación de alto crecimiento y apreciación cambiaria observada en el periodo, que explicarían una reducción en el saldo de la deuda de 16,6 puntos porcentuales del PBI. De otro lado, la tasa de interés incrementó la deuda en 8,7 puntos porcentuales. Adicionalmente, los incrementos en los términos de intercambio, al elevar el deflador del PBI, redujeron el coeficiente de deuda en 4,0 puntos porcentuales, mientras que los cambios en el valor del dólar frente a otras monedas en las que está denominada la deuda pública externa aumentaron el saldo en alrededor de 1,4 puntos porcentuales.

#### SALDO DE DEUDA PÚBLICA

(Porcentaje del PBI)

	2006	2007	Acumulado 2000-2007
<b>I. Deuda pública</b>	<b>32,7</b>	<b>28,4</b>	
- Externa	23,6	28,6	
- Interna	9,1	9,7	
<b>II. Cambio en la deuda pública (1+2+3)</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>-17,1</b>
1. Déficit fiscal primario <sup>1/</sup>	-3,9	-3,8	-10,5
2. Dinámica automática de la deuda	-3,3	-1,9	-10,4
- por tasa de interés real	1,1	1,3	8,7
- por términos de intercambio <sup>2/</sup>	-2,1	0,0	-4,0
- por crecimiento real	-2,5	-2,3	-13,6
- por variación tipo de cambio S/. x US\$	-0,2	-0,9	-3,0
- por variación tipo de cambio S/. x otros	0,3	0,0	1,4
3. Depósitos, privatización y otros	2,3	1,4	3,8

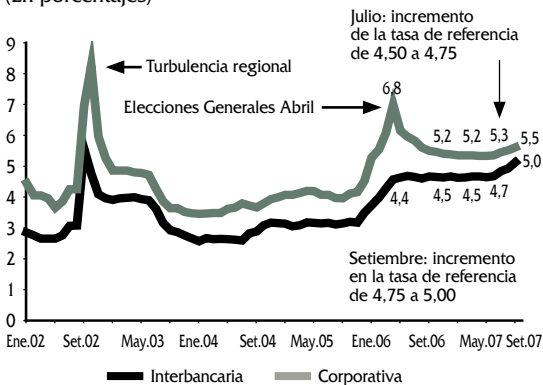
1/ Negativo significa superávit primario.

2/ Se refiere al efecto de los términos de intercambio en el deflador del PBI.

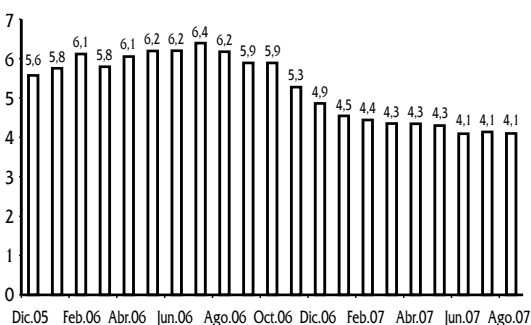
## VII. Mercados financieros

Las tasas de interés de largo plazo del mercado de capitales se incrementaron durante julio y agosto de 2007, afectadas por la mayor aversión al riesgo de los inversionistas institucionales que disminuyeron su demanda por deuda. Posteriormente, esta situación se revirtió parcialmente durante setiembre. De otro lado, las tasas de interés de corto plazo en soles se han venido incrementando desde julio de 2007, en particular las tasas correspondientes a menor riesgo y plazo, vinculadas a la elevación de la tasa de referencia de 4,5 a 4,75 en julio y a 5 por ciento en setiembre.

**Gráfico 74**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**  
**INTERBANCARIA Y CORPORATIVA**  
(En porcentajes)



**Gráfico 75**  
**RATIO CARTERA ATRASADA / CRÉDITOS DIRECTOS**  
**VIGENTES DE LOS CRÉDITOS OTORGADOS POR LAS**  
**EMPRESAS BANCARIAS A LA MICROEMPRESA**



77. Las operaciones monetarias del BCRP se realizan para regular la liquidez en el mercado de dinero bancario, con la finalidad de influir sobre la tasa interbancaria para aproximarla al nivel de referencia de la política monetaria. La tasa interbancaria sirve de guía para la formación del resto de las tasas en nuevos soles (activas y pasivas), 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.

78. La tasa preferencial para clientes corporativos se incrementó de 5,2 a 5,5 entre mayo y setiembre de 2007. Ello se explica principalmente por la elevación de la tasa de interés de referencia a 5,0 por ciento mediante incrementos de 25 puntos básicos en julio y setiembre.

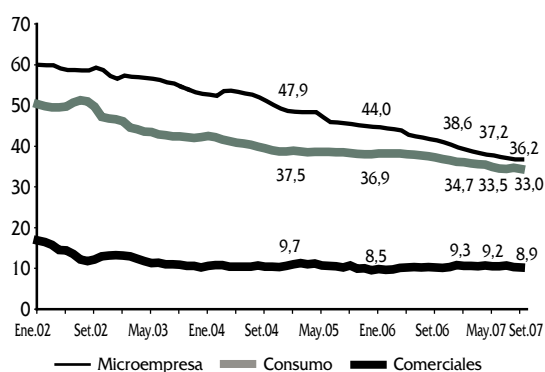
Con ello el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en Nuevos Soles se ubicó en alrededor de 49 puntos básicos, nivel por debajo del registrado en mayo de 2007 (69 puntos básicos).

79. Por otro lado, se registraron reducciones respecto a mayo en las tasas de interés de operaciones activas de la banca. Esta reducción se debe a la disminución en las tasas en nuevos soles para los créditos de microempresas (de 37,2 a 36,2 por ciento), de consumo (de 33,5 a 33,0 por ciento) e hipotecarios (de 10,1 a 9,9 por ciento), y fue favorecida por una mejor

situación financiera de los deudores en un escenario de competencia entre las entidades financieras para estos segmentos.

La tasa activa promedio de las operaciones de crédito bancario (FTAMN<sup>7/</sup>) efectuadas en este periodo, que incluye operaciones con diferentes niveles de riesgo, se incrementó de 21,9 por ciento en mayo de 2007 a 23,7 por ciento en setiembre de 2007.

**Gráfico 76**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO**  
(En porcentajes)



80. Con relación a las tasas pasivas en soles, éstas se incrementaron respecto a los niveles registrados en mayo, en particular las de menores plazos. Así la tasa para depósitos hasta 30 días se elevó de 4,5 a 4,9 por ciento entre mayo y setiembre, en tanto que para los depósitos hasta 180 días se incrementó de 4,8 a 5,0 por ciento entre las mismas fechas.

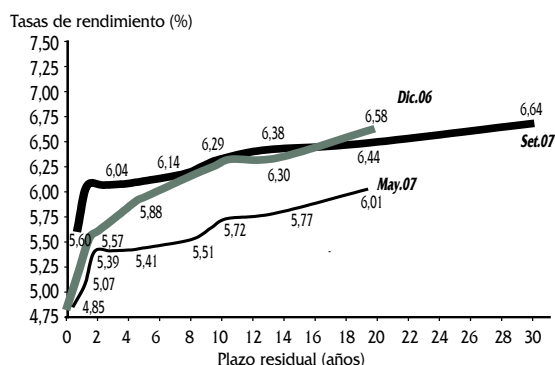
Las tasas pasivas en dólares también mostraron un cierto incremento durante setiembre por lo que el diferencial respecto a las tasas en Nuevos Soles sólo se incrementó ligeramente en algunos plazos.

**Cuadro 31**

**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES**  
(En porcentajes)

	(A) Soles				(B) Dólares				Diferencial (A) - (B)			
	Dic. 2005	Dic. 2006	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2005	Dic. 2006	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2005	Dic. 2006	May. 2007	Set. 2007
	1. Tasa de referencia y tasa FED funds	3,3	4,5	4,5	5,0	4,3	5,3	5,3	4,8	-1,0	-0,8	-0,8
2. Depósitos hasta 30 días	3,6	4,6	4,5	4,8	3,6	4,3	4,6	4,6	-0,1	0,3	-0,1	0,3
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,6	4,8	4,8	5,0	2,9	3,4	3,6	3,8	0,7	1,3	1,1	1,1
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,6	5,7	5,5	5,5	2,9	3,6	3,7	3,8	1,7	2,1	1,8	1,7
5. Activa preferencial corporativa	4,4	5,2	5,2	5,4	5,5	6,1	6,1	6,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8
6. Activa promedio estructura constante	17,0	17,1	16,5	16,1	10,3	10,6	10,5	10,3	6,8	6,5	6,1	5,8

**Gráfico 77**  
**MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO <sup>1/</sup>**



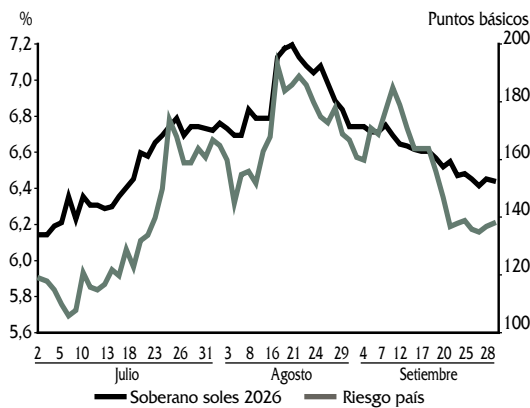
<sup>1/</sup> Tasas de rendimiento de los bonos soberanos negociadas más cercana al cierre del periodo.

**Mercado de Renta Fija**

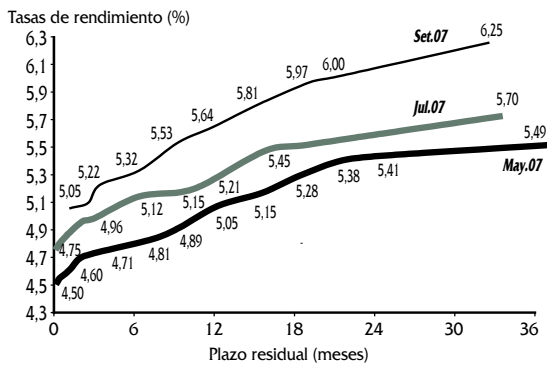
81. Las tasas de rendimiento de los bonos domésticos de largo plazo se han incrementado desde el Reporte de Inflación de mayo para todos los plazos. Respecto a diciembre de 2006, se observa que las tasas de menor plazo se han incrementado en mayor medida, mientras que las tasas de mayor plazo se mantienen en niveles similares. Sin embargo, las tasas registradas en setiembre son menores a las de agosto del presente año, que fueron afectadas por la volatilidad de los mercados internacionales.

<sup>7/</sup> Tasa activa promedio ponderado del mercado de las operaciones en moneda nacional realizadas en los últimos 30 días.

**Gráfico 78**  
**TASAS DE BONOS SOBERANOS Y RIESGO PAÍS**



**Gráfico 79**  
**MERCADO SECUNDARIO DE CDBCRP <sup>1/</sup>**



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

82. El incremento de las tasas de rendimiento de los bonos domésticos en agosto fue resultado de la crisis de liquidez internacional vinculada al deterioro del sector inmobiliario en Estados Unidos -que empezó a mediados de julio-, lo que redujo la demanda por bonos considerados de mayor riesgo, incluyendo aquellos de países emergentes. Así, el riesgo país luego de alcanzar su mínimo histórico el 12 de junio en 95 puntos básicos, empezó una tendencia alcista hasta situarse en 192 puntos el 16 de agosto (nivel máximo del año), luego de lo cual ha venido mostrando una tendencia a la baja, a lo que coadyuvó posteriormente la decisión de la FED del 18 de setiembre de reducir su tasa de referencia en 50 puntos básicos. El riesgo país el 28 de setiembre cerró en 137 puntos.

83. En julio de 2007 el gobierno peruano emitió por primera vez un bono en soles a tasa fija a 30 años, el mismo que se colocó a un rendimiento de 6,90 por ciento. Entre los países de la región sólo México cuenta con un bono similar a 30 años que fue colocado en octubre de 2006 a una tasa fija en pesos de 8,08 por ciento. La emisión de un bono a 30 años en el mercado doméstico va a permitir un mayor plazo para el financiamiento en soles, básicamente el vinculado a los créditos hipotecarios.

Las tasas de interés de corto plazo se han incrementado desde julio de 2007, en línea con los ajustes preventivos de la tasa de referencia efectuados por el Banco Central en julio y setiembre de 25 puntos básicos. cada una. También se ha incrementado ligeramente la pendiente de la curva de rendimiento en el tramo de menor plazo, lo que respondería a mayores necesidades de liquidez del sistema y a la mayor incertidumbre sobre las tasas futuras de corto plazo en un contexto de alta volatilidad en los mercados internacionales.

**Cuadro 32**

**DIFERENCIAL DE RENDIMIENTOS DE BONOS DEL TESORO EN NUEVOS SOLES Y DÓLARES**

(Datos promedio del mes en porcentajes)

	BTP soles nominales Mayo 2015 (a)	Bonos globales en dólares Febrero 2015 (b)	Diferencial de tasas (a) - (b)
Dic.05	7,9	6,7	1,2
May.06	7,5	7,0	0,6
Dic.06	6,1	5,6	0,5
Abr.07	5,6	5,5	0,1
May.07	5,5	5,5	0,0
Jun.07	5,7	5,8	-0,1
Jul.07	6,0	5,9	0,1
Ago.07	6,2	6,1	0,2
Set.07	6,2	5,8	0,4

Fuente: DATATEC - Bloomberg.

Utilizando información de los rendimientos de bonos soberanos en soles y dólares con vencimiento en el año 2015, se puede calcular el diferencial de tasas entre ambos instrumentos. En la actualidad, este diferencial es 0,4 por ciento anual, similar al de diciembre de 2006, lo que refleja la sólida posición de liquidez internacional del país y tasas de inflación similares a las de los países desarrollados.

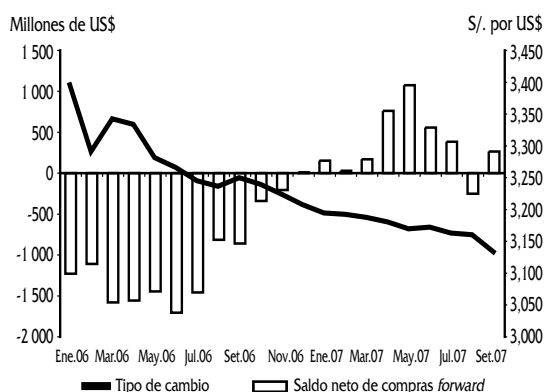
### Operaciones monetarias

84. Las operaciones monetarias se conducen para lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique en el nivel de la tasa de interés de referencia de política monetaria. Para ello los excesos de liquidez (principalmente por operaciones cambiarias) son esterilizados con la colocación de Certificados de Depósitos (CDBCRP), en tanto que las necesidades de liquidez son cubiertas mediante la compra temporal de CDBCRP o de bonos del Tesoro Público, operación denominada REPO. El Banco Central interviene en el mercado cambiario con la finalidad de acumular reservas internacionales de forma preventiva y para enfrentar situaciones de volatilidad excesiva en la evolución del tipo de cambio. Las reservas internacionales permiten amortiguar los efectos de posibles choques macroeconómicos adversos y brindan una mejor posición para enfrentar los riesgos de liquidez de una economía dolarizada.
85. Durante el periodo entre junio y mediados de julio se realizaron principalmente operaciones de esterilización con el fin de mantener la tasa de interés interbancaria en el nivel de referencia, en un contexto de apreciación del Nuevo Sol y de intervención cambiaria que buscaba acumular preventivamente reservas internacionales y reducir volatilidad excesiva en el tipo de cambio. El proceso de esterilización se efectuó progresivamente mediante la colocación de CDBCRP a plazos entre un día y tres años, contribuyendo de este modo a la formación de una curva de rendimiento de corto plazo.

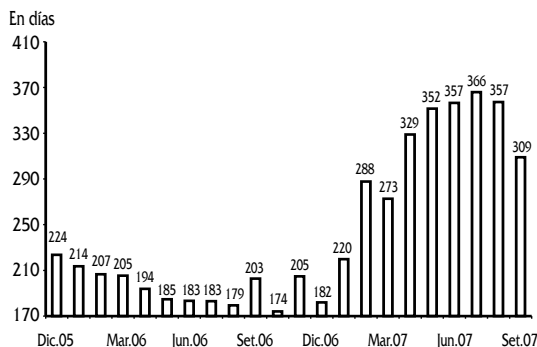
Sin embargo, desde fines de julio y mediados de setiembre se incrementaron los requerimientos de liquidez en moneda nacional, por lo que fue necesario realizar operaciones de inyección temporal de liquidez (repos). Ello tuvo como origen los requerimientos de liquidez derivados de la colocación de bonos del Tesoro Público en el mercado doméstico por S/. 2 860 millones, correspondientes en parte a los US\$ 1 504 millones subastados el día 19 de julio, en el marco del financiamiento para el prepagó de deuda externa con el Club de París; y debido al efecto complementario de la mayor demanda por cuenta corriente de los primeros días de cada mes asociada al nuevo periodo de encaje.

86. En la segunda quincena de agosto se observaron presiones depreciatorias relacionadas con la volatilidad de los mercados

**Gráfico 80**  
**SALDO DE COMPRAS NETAS FORWARD DE LA BANCA Y TIPO DE CAMBIO**



**Gráfico 81**  
**PLAZO RESIDUAL PROMEDIO DE CDBCRP**

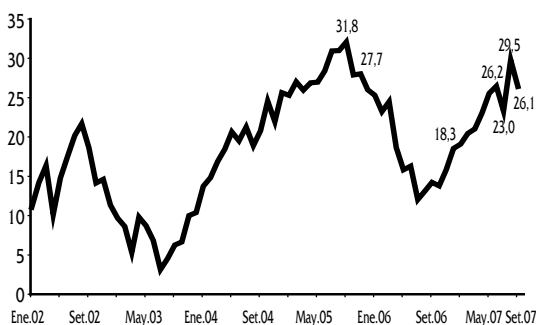


externos, lo que incrementó las operaciones forward de cobertura contra el riesgo de depreciación y el aumento asociado de las compras de dólares por parte de la banca, ante lo cual se colocó CDRBCRP por S/. 500 millones el día 16 de agosto. Posteriormente, los vencimientos de CDBCRP contribuyeron a reducir el monto de las operaciones repos.

En setiembre, luego de reducirse la sensación de riesgo de mercados emergentes, el BCRP retomó la inyección permanente de liquidez en soles a través de la compra de dólares. El plazo residual de vencimiento promedio de CDBCRP se redujo de 352 días en mayo a 309 días en setiembre.

**Gráfico 82**  
**EMISIÓN PRIMARIA**

(Variación porcentual últimos 12 meses)



### Emisión primaria

87. El saldo de la emisión de billetes y monedas aumentó 26,1 por ciento entre setiembre de 2006 y setiembre de 2007, mostrando una mayor aceleración con relación a similar periodo en el año anterior (13,9 por ciento), en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica y por el tiempo que tome en manifestarse la elevación de la tasa de interés de referencia en la demanda de circulante por parte del público.

### Cuadro 33

**EMISIÓN PRIMARIA**  
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004	2005	2006	IT 2007	IIT 2007	IIIT 2007	2007*
<b>1. Flujo de emisión primaria</b>	<b>672</b>	<b>682</b>	<b>1 886</b>	<b>2 397</b>	<b>2 140</b>	<b>-571</b>	<b>722</b>	<b>598</b>	<b>750</b>
(Variación % anual)	11,0	10,1	25,3	25,7	18,3	20,7	26,2	26,1	26,1
<b>2. Operaciones Cambiarias</b>	<b>436</b>	<b>3 465</b>	<b>6 239</b>	<b>2 360</b>	<b>9 140</b>	<b>3 548</b>	<b>8 621</b>	<b>756</b>	<b>12 925</b>
(En millones de US\$)	128	998	1 854	767	2 861	1 112	2 719	248	4 079
a. Compras netas-Mesa Negociación	-32	1 050	2 340	2 699	3 944	1 530	3 372	1 835	6 736
b. Compras netas al sector público	157	-51	-487	-1 935	-1 084	-418	-669	-1 588	-2 675
c. Otras operaciones (neto)	3	-1	2	3	1	0	17	1	18
<b>3. Operaciones Monetarias</b>	<b>236</b>	<b>-2 783</b>	<b>-4 353</b>	<b>37</b>	<b>-7 000</b>	<b>-4 119</b>	<b>-7 899</b>	<b>-158</b>	<b>-12 175</b>
a. Depósitos del Sector Público	-81	-921	-721	-2 821	-5 434	-987	-4 707	-823	-6 516
b. Colocaciones Netas de CDBCRP	205	-2 462	-4 158	578	-389	-3 950	-3 837	1 049	-6 738
c. Colocaciones Netas de CDRBCRP	-319	319	0	-1 202	1 202	0	0	-500	-500
d. Operaciones de inyección (repos)	170	-170	0	2 850	-2 850	0	0	0	0
e. Otros	261	451	526	631	471	818	645	116	1 579

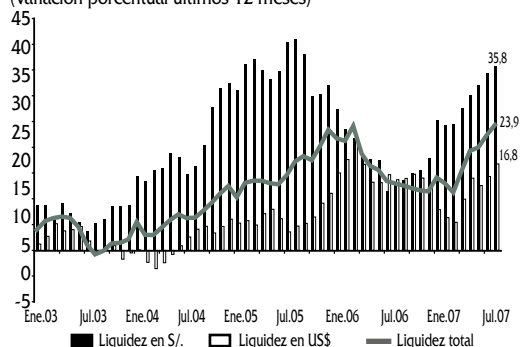
Nota: Saldos fin de periodo

Emisión primaria	6 759	7 441	9 327	11 724	13 864	13 293	14 015	14 613	14 613
<b>Saldo total esterilizado</b>	<b>2 342</b>	<b>5 355</b>	<b>10 321</b>	<b>13 788</b>	<b>18 598</b>	<b>23 404</b>	<b>31 983</b>	<b>32 334</b>	<b>32 334</b>
(En % de la Emisión Primaria)	34,6	72,0	110,7	117,6	134,2	176,1	228,2	221,3	221,3
(a)CDBCRP	1 635	4 097	8 255	7 676	8 066	12 016	15 852	14 803	14 803
(b)Depósitos del Sector Público	275	1 196	1 918	4 738	10 172	11 159	15 866	16 688	16 688
(c)CDRBCRP	319	0	0	1 202	0	0	0	500	500
(d)Resto	112	62	149	172	360	229	265	342	342

\* Enero-Setiembre.

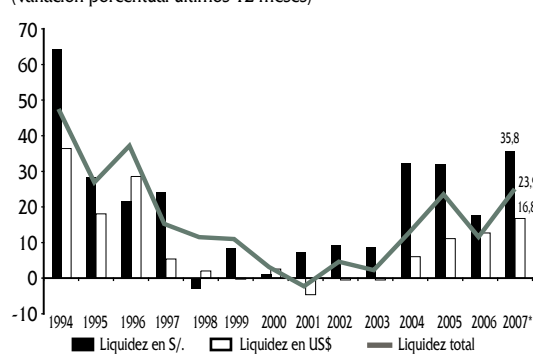
**Gráfico 83**  
**LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO**

(Variación porcentual últimos 12 meses)



**Gráfico 84**  
**LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO**

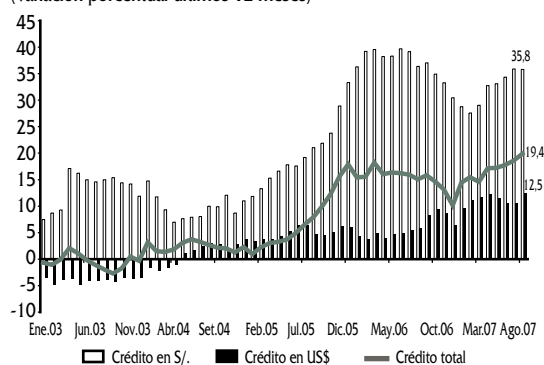
(Variación porcentual últimos 12 meses)



\* Datos al cierre de agosto.

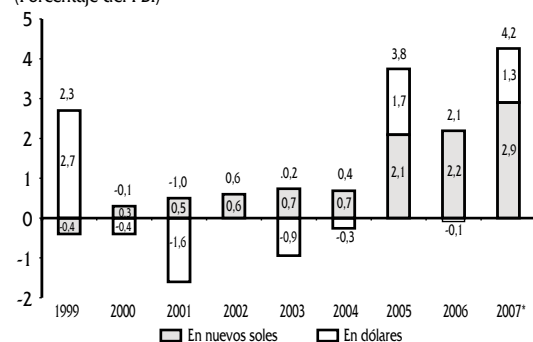
**Gráfico 85**  
**CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**

(Variación porcentual últimos 12 meses)



**Gráfico 86**  
**FLUJO ANUAL DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**

(Porcentaje del PBI)



\* Al mes de agosto.

## Liquidez y crédito

88. La liquidez del sector privado en agosto creció 23,9 por ciento con respecto a agosto de 2006, incrementando el dinamismo observado desde abril (15,1 por ciento con respecto a abril de 2006). Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento de la liquidez en moneda nacional (35,8 por ciento) como resultado de la mayor preferencia relativa por Nuevos Soles como activo de reserva de valor debido a los mayores retornos relativos del ahorro en esta moneda.

De otro lado, en el segundo trimestre se registró un coeficiente de monetización de 23,5 por ciento; superior al alcanzado en el primer trimestre (22,9 por ciento) y al promedio del año 2006 (22,7 por ciento).

Los niveles de **dolarización financiera** continuaron reduciéndose en el presente año. Así, la dolarización de la liquidez del sector privado se redujo de 51,3 por ciento en diciembre de 2006 a 50,0 por ciento en agosto de 2007. El ratio de dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado disminuyó en 2,8 puntos porcentuales en el mismo periodo, alcanzando un nivel de 57,7 por ciento en agosto.

**Cuadro 34**

### INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA

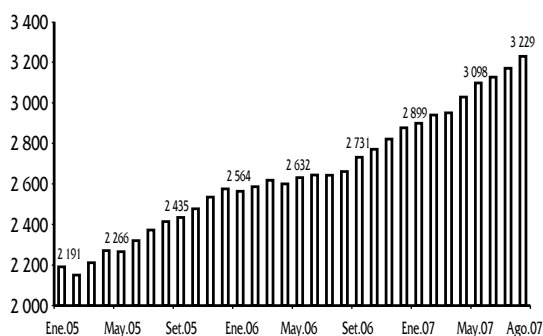
(En porcentajes del agregado monetario total)

Año	Liquidez del sector privado*	Crédito del sistema financiero al sector privado
1997	66	75
1998	70	79
1999	71	82
2000	71	81
2001	68	78
2002	66	76
2003	64	73
2004	57	71
2005	54	67
2006		
Ago.	54,4	62,8
Dic.	51,3	60,5
2007		
Ago.	50,0	57,7

\* Excluyendo a los Fondos Mutuos.

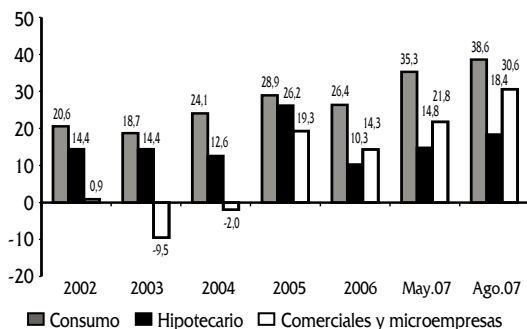
Asimismo, el **crédito total del sistema financiero al sector privado** mantuvo el ritmo de crecimiento anual observado desde abril de este año (19,4 por ciento en agosto equivalente a un flujo de S/. 13 410 millones). Al segundo trimestre el flujo del crédito representa el 4,2 por ciento del PBI, 2,1 puntos por encima al alcanzado al cierre de 2006 (2,1 por ciento del PBI).

**Gráfico 87**  
**CRÉDITOS DE CONSUMO POR DEUDOR DEL SISTEMA FINANCIERO <sup>1/</sup>**  
(Nuevos soles)



Fuente: SBS.  
1/ Corresponde a la suma de deudores de cada empresa. Por lo tanto, el deudor tiene obligaciones con más de una empresa, éste se considera tantas veces como el número de empresas con las que mantiene deuda.

**Gráfico 88**  
**CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Utilizando una clasificación por destino se observa un crecimiento en todos los componentes del crédito, en particular en los créditos de consumo, el cual creció 38,6 por ciento entre agosto de 2006 y agosto de 2007. El crecimiento del **crédito de consumo** es acompañado tanto por un incremento en el nivel de endeudamiento promedio por persona como por la incorporación de nuevos agentes económicos a este mercado. El componente más dinámico sigue siendo el sistema de tarjetas de crédito.

De otro lado, el **crédito hipotecario** se incrementó en 18,4 por ciento en el mismo periodo, liderado por la recuperación de los créditos hipotecarios en soles otorgados por las empresas bancarias (134,5 por ciento) y las empresas financieras. En mayo de 2006 las empresas financieras ingresaron por primera vez al segmento de crédito hipotecarios en moneda nacional. Actualmente los flujos de crédito hipotecario corresponden principalmente a recursos propios de las entidades bancarias (95,6 por ciento del monto total colocado en moneda nacional).

El crédito hipotecario otorgado por las entidades del sistema financiero, a pesar que en los últimos meses se ha registrado una ligera tendencia a la desdolarización, presenta un alto grado de dolarización (84 por ciento del saldo de las colocaciones al cierre de agosto de 2007). El crédito hipotecario en dólares trae importantes riesgos que deben ser tomados en cuenta, como son el del efecto de “hoja de balance” (riesgo cambiario - crediticio), que se genera por el descalce de monedas en el balance del prestatario. Es decir, mientras éste percibe sus ingresos en Nuevos Soles, sus principales pagos por obligaciones financieras del mes se encuentran denominados mayormente en dólares.

Por ello, es necesario crear los incentivos pertinentes para que los agentes económicos internalicen los efectos de la dolarización y opten por endeudarse en moneda local. En el caso peruano, un elemento clave para el inicio del proceso de desdolarización ha sido la emisión de bonos del Tesoro Público en soles nominales a 20 y 30 años dado que ha favorecido el surgimiento de préstamos para vivienda en soles a los mismos plazos de los que se otorgan en dólares.

En agosto, el **crédito en moneda nacional** mantuvo su mayor dinamismo relativo con un ritmo de crecimiento últimos doce meses de 35,8 por ciento (S/. 9 104 millones), con relación al incremento de los créditos en dólares (12,5 por ciento equivalente a un flujo de US\$ 1 666 millones). Con información a agosto, los componentes más dinámicos del crédito en moneda nacional fueron las colocaciones de empresas bancarias (45,3 por ciento), Banco de la Nación (52,7 por ciento), Edpymes (60,5 por ciento) y de los fondos mutuos (62,5 por ciento).



## Cuadro 35

CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO  
EN MONEDA NACIONAL

	Saldos en millones Nuevos Soles			Tasas de crecimiento	
	31Ago.06	31Dic.06	31Ago.07	Ago.07/ Ago.06	Ago.07/ Dic.06
Empresas bancarias	15 376	17 669	22 343	45,3	26,5
Banco de la Nación	1 361	1 330	2 078	52,7	56,2
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>4 983</b>	<b>5 638</b>	<b>5 552</b>	<b>11,4</b>	<b>-1,5</b>
Cajas municipales	2 136	2 400	2 679	25,4	11,6
Cajas rurales	414	462	545	31,5	17,9
Cooperativas	682	758	817	19,8	7,8
Edpymes	450	580	723	60,5	24,5
Empresas financieras	1 301	1 437	789	-39,3	-45,1
<b>Inversionistas institucionales 1/</b>	<b>3 528</b>	<b>3 649</b>	<b>4 476</b>	<b>26,8</b>	<b>22,6</b>
AFPs	2 477	2 568	3 141	26,8	22,3
Empresas de seguros	687	637	742	8,1	16,5
Fondos mutuos	364	444	592	62,5	33,4
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>432</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>-22,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>25 680</b>	<b>28 621</b>	<b>34 783</b>	<b>35,8</b>	<b>21,5</b>

1/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

## Cuadro 36

CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO  
EN MONEDA EXTRANJERA

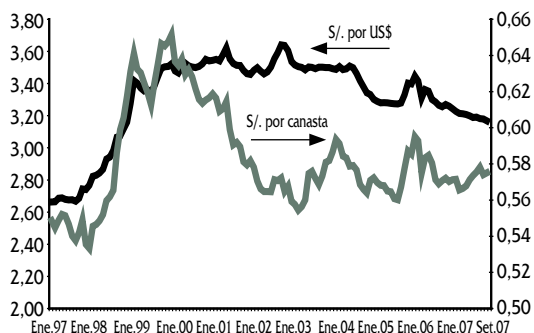
	Saldos en millones dólares			Tasas de crecimiento	
	31Ago.06	31Dic.06	31Ago.07	Ago.07/ Ago.06	Ago.07/ Dic.06
Empresas bancarias	10 392	10 370	11 755	13,1	13,4
Banco de la Nación	22	14	12	-46,4	-15,0
<b>Instituciones de microfinanzas</b>	<b>654</b>	<b>741</b>	<b>775</b>	<b>18,5</b>	<b>4,5</b>
Cajas municipales	318	349	378	18,9	8,4
Cajas rurales	54	55	55	1,9	0,1
Cooperativas	181	224	237	31,0	6,1
Edpymes	57	68	80	38,5	16,6
Empresas financieras	43	46	25	-42,4	-45,4
<b>Inversionistas institucionales 1/</b>	<b>1 693</b>	<b>1 919</b>	<b>1 783</b>	<b>5,4</b>	<b>-7,1</b>
AFPS	853	1 025	908	6,4	-11,4
Empresas de seguros	169	182	152	-10,2	-16,6
Fondos mutuos	670	712	723	7,9	1,6
<b>Empresas de leasing y otros</b>	<b>597</b>	<b>653</b>	<b>698</b>	<b>17,0</b>	<b>7,0</b>
<b>Total Sistema Financiero</b>	<b>13 357</b>	<b>13 697</b>	<b>15 023</b>	<b>12,5</b>	<b>9,7</b>

1/ Corresponde principalmente a títulos valores emitidos por el sector privado.

## Tipo de cambio

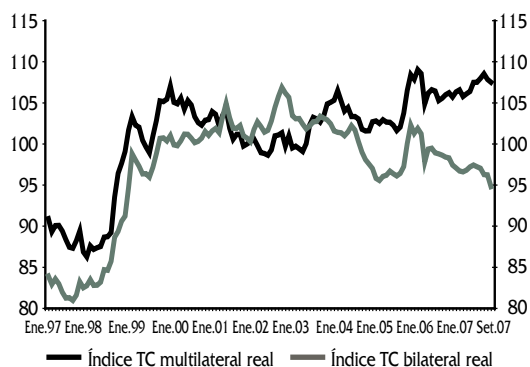
89. Entre diciembre de 2006 y setiembre de 2007, el nuevo sol se ha apreciado en 2,2 por ciento, manteniendo la tendencia observada en los últimos años como reflejo de mejores fundamentos macroeconómicos domésticos, de la evolución favorable de las cuentas externas y de movimientos de portafolio hacia la moneda local, en un contexto de debilidad del dólar en el mercado financiero internacional.

**Gráfico 89**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL**  
(S/. por Unidad Monetaria)



De otro lado, el tipo de cambio nominal del Nuevo Sol con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales pasó de S/. 0,570 en diciembre de 2006 a S/. 0,573 en setiembre de 2007. Este resultado responde a una desvalorización más acelerada del dólar con respecto a las monedas de nuestros otros socios comerciales, como es el caso del real brasileño (9,8 por ciento), el peso colombiano (9,3 por ciento), el euro (5,7 por ciento), y el dólar canadiense (5,0 por ciento).

**Gráfico 90**  
**TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL Y BILATERAL**  
(Dic. 2001 = 100)



90. En términos reales en lo que va del año, el índice de tipo de cambio multilateral se depreció en 0,86 por ciento, debido al efecto combinado de la depreciación nominal del Sol canasta (0,54 por ciento) y de la inflación externa (3,35 por ciento); efecto que fue parcialmente compensado por la inflación doméstica (3,02 por ciento).

**Cuadro 37**

**DESAGREGACIÓN DE COMPONENTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL**

(Variaciones porcentuales)

	Tipo de cambio real multilateral	Tipo de cambio nominal con canasta de monedas	Inflación de socios comerciales	Inflación Interna
1996	1,6	6,7	7,2	11,8
1997	-4,1	-3,0	5,2	6,5
1998	14,1	15,4	4,9	6,0
1999	6,4	4,9	5,3	3,7
2000	-2,3	-4,8	6,4	3,7
2001	-2,6	-5,7	3,1	-0,1
2002	-0,8	-3,9	4,8	1,5
2003	5,9	4,9	3,4	2,5
2004	-2,4	-2,4	3,5	3,5
2005	6,1	4,0	3,5	1,5
2006	-2,3	-4,0	3,0	1,1
20071/	0,9	0,5	3,3	3,0

1/ Variación acumulada a setiembre.

**Cuadro 38**

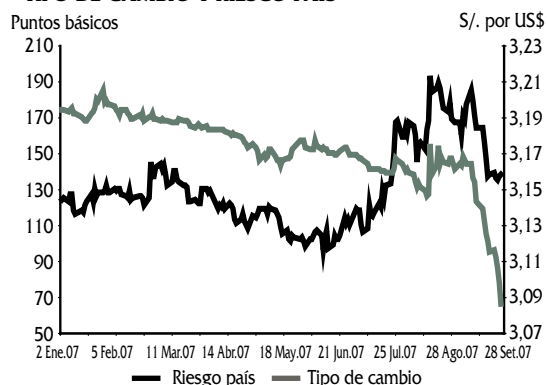
**TIPOS DE CAMBIO BILATERALES (S/. por U.M.): SETIEMBRE**

(Variaciones porcentuales)

	Peso *	Nominal respecto a:		Real respecto a:	
		Dic. 06	Set.06	Dic.06	Set.06
Estados Unidos	29,2%	-2,2%	-3,4%	-2,0%	-3,6%
Euro zona	12,3%	3,2%	5,7%	1,8%	4,8%
Japón	4,0%	0,2%	-1,2%	-2,9%	-4,7%
Brasil	5,5%	10,3%	9,8%	10,6%	11,6%
R. Unido	1,3%	1,1%	3,9%	-1,3%	2,6%
Chile	6,7%	0,5%	1,2%	2,7%	3,4%
China	11,4%	2,3%	2,4%	3,1%	4,1%
Colombia	4,2%	4,5%	9,3%	6,8%	12,3%
México	2,9%	-3,3%	-3,6%	-4,6%	-3,2%
Argentina	2,6%	-6,6%	-6,6%	-4,6%	-1,9%
Corea	2,2%	-2,3%	-0,7%	-2,8%	-1,6%
Taiwán	1,9%	-3,2%	-3,4%	-4,3%	-4,1%
Venezuela	3,1%	-1,6%	-2,9%	5,7%	8,7%
Canadá	4,8%	9,8%	5,0%	9,6%	5,1%
Ecuador	4,6%	-2,2%	-3,4%	-2,7%	-3,3%
Suiza	3,4%	0,1%	1,7%	-2,6%	-0,5%
<b>Canasta</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,2%</b>

\* Peso con respecto al comercio del año 2005.

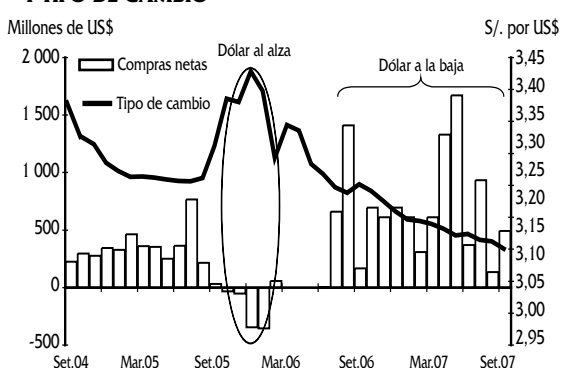
**Gráfico 91**  
**TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS**



91. La tendencia apreciatoria del Nuevo Sol con respecto al dólar se vió interrumpida temporalmente entre agosto y mediados de setiembre, en un contexto de mayor incertidumbre de los mercados financieros internacionales asociados a los problemas en el mercado hipotecario de Estados Unidos. Ello se reflejó en un incremento en los indicadores de riesgo de los países emergentes; así en el caso de Perú se elevó de 100 a fines de mayo a 192 el 16 de agosto.

Ello impactó en el mercado cambiario local, a través de las operaciones de venta a futuro; así el saldo neto de compras (contra el riesgo de apreciación) se redujo desde US\$ 1 075 millones al cierre de mayo a US\$ 193 millones el 15 de agosto; para luego registrar un saldo de compras negativo durante el periodo 16 de agosto hasta el 21 de setiembre.

**Gráfico 92**  
**COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL BCRP Y TIPO DE CAMBIO**

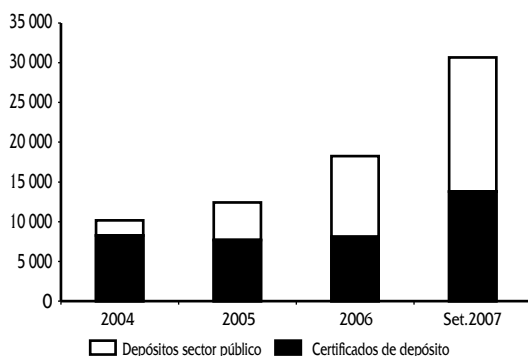


Conforme se fue reduciendo la percepción de riesgo en los mercados emergentes, luego de que la FED redujera su tasa de referencia, el saldo de compras netas *forward* volvió a incrementarse alcanzando US\$ 264 millones al cierre de setiembre.

92. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 2 206 millones entre junio y setiembre de 2007, habiéndose realizado ventas al Tesoro Público por US\$ 1 755 millones en el mismo periodo. Cabe mencionar que la mayor parte de estas operaciones se realizó en el mes de julio (compras por US\$ 933 y ventas por US\$ 1 091 millones) en el contexto de la operación de financiamiento para el prepago de la deuda externa con el Club de París a realizarse a fines del mes de setiembre.

**Gráfico 93**  
**OPERACIONES DE ESTERILIZACIÓN: DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO Y SALDO DE CDBCRP**

(Millones de nuevos soles)

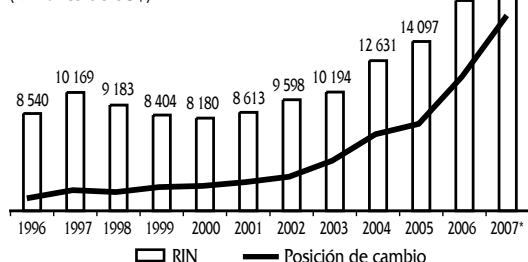


**Cuadro 39**

**FLUJO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRP**  
(Millones de US\$)

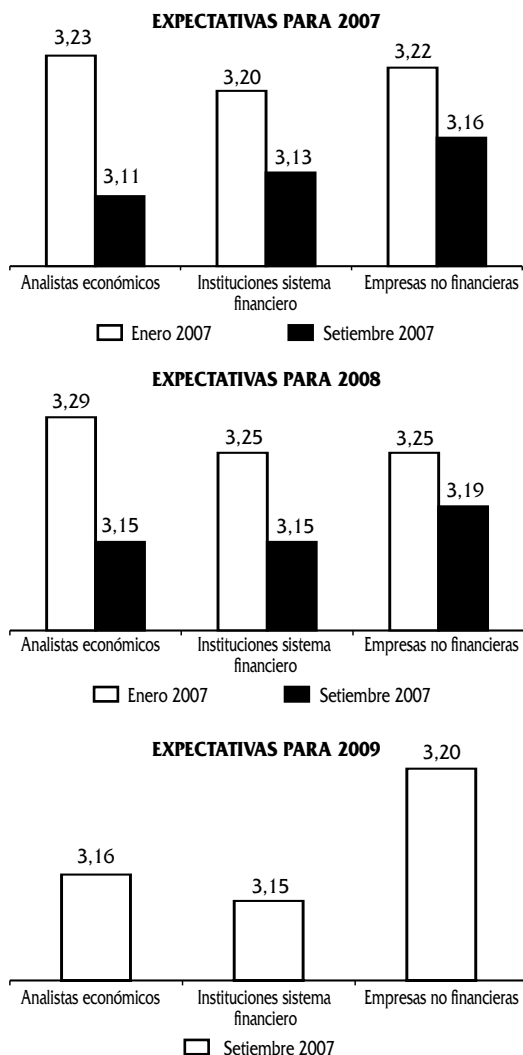
	2004	2005	2006	2007	
				I Sem.	Jul. - Set.
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>1 854</b>	<b>767</b>	<b>2 861</b>	<b>3 832</b>	<b>248</b>
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	3 944	4 902	1 835
a. Compras	2 340	3 130	4 299	4 902	1 835
b. Ventas	0	-431	-355	0	0
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-1 084	-1 087	-1 588
3. Otras operaciones (neto)	2	3	1	18	1
<b>II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO</b>	<b>23</b>	<b>1 251</b>	<b>-684</b>	<b>42</b>	<b>401</b>
<b>III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO</b>	<b>359</b>	<b>-587</b>	<b>245</b>	<b>77</b>	<b>190</b>
<b>IV. OTROS</b>	<b>201</b>	<b>35</b>	<b>756</b>	<b>302</b>	<b>461</b>
<b>V. TOTAL</b>	<b>2 437</b>	<b>1 466</b>	<b>3 178</b>	<b>4 253</b>	<b>1 299</b>

**Gráfico 94**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y POSICIÓN DE CAMBIO**  
(Millones de US\$)



\* A setiembre.

**Gráfico 95**  
**EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO**  
(Nuevos soles por dólar)



El 16 de agosto el BCRP colocó Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio por S/. 500 millones, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Así, en dicha fecha se registró una reversión en el saldo de operaciones forward (desde US\$ -193 a US\$ 196 millones).

93. Las reservas internacionales netas del BCRP han aumentado en US\$ 5 552 millones en lo que va del año, alcanzando un saldo de US\$ 22 827 millones al cierre de setiembre de 2007. Este resultado se explica principalmente por el incremento de la posición de cambio del BCRP en US\$ 4 938 millones, por el aumento de los depósitos del sector público en US\$ 267 millones, y por los mayores depósitos del sistema financiero en US\$ 443 millones.

Con esta evolución continuó aumentando la porción de la liquidez del sector privado cubierta por las reservas internacionales al pasar de 72 por ciento en 2006 a 87 por ciento en agosto de 2007.

### Expectativas de Tipo de Cambio

94. Las expectativas de los agentes económicos respecto a cuál será el tipo de cambio al cierre de 2007 se ha corregido a la baja, pasando de entre S/. 3,20 y S/. 3,23 por dólar en enero de este año, a un rango entre S/. 3,11 y S/. 3,16 por dólar en setiembre de 2007. Para 2008, los agentes económicos también han corregido sus expectativas a la baja, de un rango de S/. 3,25 y S/. 3,29 por dólar a uno entre S/. 3,15 y S/. 3,19 por dólar. Para 2009, los agentes económicos esperan que el tipo de cambio se encuentre entre S/. 3,15 y S/. 3,22 por dólar.

### RECUADRO 9 PERÚ EN LOS ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD

Los últimos reportes de índices de competitividad publicados recientemente muestran que todavía se deben hacer avances importantes para atraer mayor inversión privada, aumentar el empleo y mejorar la productividad.

#### Índices de Competitividad

	Índice de Competitividad Global	Doing Business	Índice de Libertad Económica
Institución	World Economic Forum	Banco Mundial	Heritage Foundation
Año	2006 / 2007	2008	2007
Posición global de Perú	74 de 125 países	58 de 178 países	63 de 161 países
Posición en la región *	12 de 20 países	7 de 31 países	15 de 29 países

\* América Latina y El Caribe.

El Índice de Competitividad Global elaborado por el *World Economic Forum* se basa en la evaluación de nueve pilares de la competitividad de los países. Los nueve pilares son: instituciones, infraestructura, macroeconomía, salud y educación, entrenamiento, eficiencia de los mercados, acceso a tecnología, sofisticación de los negocios e innovación. De acuerdo con este índice, la competitividad relativa de la economía peruana se apoya principalmente en la estabilidad macroeconómica que se refleja en altas tasas de crecimiento, niveles bajos de inflación, buenos balances macroeconómicos y reducción de la deuda pública.

Sin embargo, se requieren mejoras sustanciales en aspectos tales como la calidad y estabilidad de las instituciones, la infraestructura pública, la educación secundaria y el entrenamiento laboral.

Asimismo, de acuerdo con la clasificación del Banco Mundial contenida en el reporte *Doing Business 2008* (Facilidad de hacer negocios) los aspectos en los que destaca nuestra economía respecto a los 31 países de la región son la protección de inversiones, la facilidad de registrar la propiedad y la facilidad para obtener crédito. Perú ocupa la séptima posición en la región por debajo de Puerto Rico (28 en la posición general), Chile (33), Santa Lucía (34), Antigua & Barbuda (41), México (44) y San Vicente y los Granadinos (54).

### Doing Business 2008

Facilidad de ...	Posición global	Posición en la región*
<b>Hacer negocios</b>	<b>58</b>	<b>7</b>
Iniciar un negocio	102	18
Obtener licencias	109	23
Emplear trabajadores	159	26
Registrar propiedad	35	3
Obtener crédito	36	5
Proteger a los inversionistas	15	2
Pagar impuestos	77	11
Comerciar internacionalmente	71	10
Hacer cumplir contratos	119	22
Cerrar un negocio	94	15

\* América Latina y El Caribe.

Sin embargo, nos confiere una baja calificación en los aspectos relativos al contrato de trabajadores, en la rapidez para obtener licencias, en el cumplimiento de contratos y en la facilidad de iniciar y cerrar un negocio. En cuanto a la facilidad de emplear trabajadores, los costos de despido son ligeramente menores al promedio de la región (52 semanas de salario frente a 56 en promedio para la región) pero más del doble que los países de la OECD y se evidencia una mayor rigidez en todos los aspectos relativo al contrato y despido de un trabajador (el índice de rigidez en el empleo es 55 para Perú frente a 32 en promedio para la región). Asimismo, obtener una licencia para construir un almacén requiere 21 procedimientos y 210 días en el Perú frente a 17 procedimientos en 239 días en la región y 14 procedimientos en 153 días en promedio en los países de la OECD. Por otro lado, la apertura de un negocio toma 72 días y cerrarlo 3,1 años, en ambos casos similar al promedio de la región. Finalmente, en lo referente al cumplimiento de contratos, el costo de hacer cumplir los contratos duplica al de los países de la OECD y supera en 16 por ciento al promedio de países de la región.

Finalmente, el índice del *Heritage Foundation* está basado en una evaluación de diez libertades económicas<sup>8/</sup> y asegura que la economía peruana es libre en 62,1 por ciento, lo que nos sitúa en el promedio de la región. De acuerdo con este índice, el Perú destaca por tener tasas impositivas moderadas, gasto gubernamental relativamente bajo y bajas tasas de inflación. Coincide con el índice del Banco Mundial en que nuestra principal desventaja frente al resto de economías se encontraría en un mercado laboral que "opera bajo regulaciones altamente inflexibles que entorpecen el crecimiento general de la productividad"<sup>9/</sup>. Asimismo, destacan negativamente la lentitud y baja predictibilidad de los procesos y decisiones judiciales, así como una alta percepción de corrupción.

8/ Las libertades económicas evaluadas son: comercial, de comercio internacional, fiscal, frente al gasto gubernamental, monetaria, de inversión, financiera, de propiedad, frente a la corrupción y laboral.

9/ Tomado del informe que acompaña al Índice de Libertad Económica 2007.

---

## RECUADRO 10 LA COBERTURA CAMBIARIA: LOS *FORWARDS* DE DIVISAS

Una operación *forward* de moneda extranjera es un acuerdo entre dos partes, por el cual dos agentes económicos se obligan a intercambiar, en una fecha futura establecida, un monto determinado de una moneda a cambio de otra, a un tipo de cambio futuro acordado. Esta operación no implica ningún desembolso hasta el vencimiento del contrato.

El propósito del *forward* de divisas es administrar el riesgo en el que se incurre por los posibles efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio. La compra de moneda extranjera (dólares) en un contrato *forward* otorga al vendedor una cobertura frente a una disminución del tipo de cambio (apreciación del Nuevo Sol) y al comprador una cobertura ante una subida en el tipo de cambio (depreciación del Nuevo Sol).

Las monedas en su calidad de activo pueden subir o bajar de valor generando una exposición al riesgo cambiario en los agentes con posiciones en monedas extranjeras. Ante ello un exportador a través de un contrato *forward* puede reducir el riesgo cambiario de sus ingresos futuros en moneda extranjera. Igualmente en el caso de un inversionista que posee activos/pasivos denominados en moneda extranjera, una venta *forward* permite una mayor certeza al valor de su portafolio y por tanto a su rentabilidad.

### Determinación del tipo de cambio

Para la determinación de los tipos de cambio *forward* se toma en cuenta el tipo de cambio *spot* (por ejemplo, soles por dólar); el diferencial de tasas de interés (por ejemplo, el diferencial de tasas de interés entre soles y dólares) y el plazo de vigencia del contrato:

$$F_p = S_p \times \left[ \frac{(1 + R_{S/})}{(1 + R_{\$})} \right]^{n/360}$$

donde:

- F<sub>p</sub> = Tipo de Cambio *forward*
- S<sub>p</sub> = Tipo de Cambio *spot* (al contado)
- R<sub>S/</sub> = Tasa de interés en soles (efectiva anual)
- R<sub>\$</sub> = Tasa de interés en dólares (efectiva anual)
- n = Plazo

### Tipos de *forwards*

Existen dos tipos de operaciones *forward* de acuerdo a su modalidad de liquidación:

- **Con entrega física (Delivery *forward*):** al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado (tipo de cambio *forward*).
  - **Sin entrega física (Non delivery *forward*):** al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio *spot* o de mercado contra el tipo de cambio *forward* y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.
-

## VIII. Balance de riesgos

95. El balance de riesgos es una evaluación y ponderación de los diferentes escenarios de posibles desvíos de la proyección respecto al escenario base. Distintos factores pueden impactar sobre la inflación en uno u otro sentido.
96. Los riesgos planteados en el Reporte de Inflación de mayo se mantienen. La evolución de los últimos meses muestra que algunos de estos escenarios contingentes se han producido total o parcialmente, tales como mayores precios internacionales de petróleo, un debilitamiento del mercado inmobiliario de Estados Unidos con sus efectos sobre los mercados financieros internacionales y un mayor crecimiento de la demanda interna. A ello se añade los mayores precios de insumos importados de alimentos, en particular el trigo. La evolución reciente de la actividad económica doméstica y del entorno internacional hace necesario modificar el énfasis en cada uno de ellos. En particular, los riesgos de prolongación de los choques financieros externos, de un impulso de demanda más fuerte y de mayores cotizaciones de alimentos importados se han acrecentado.

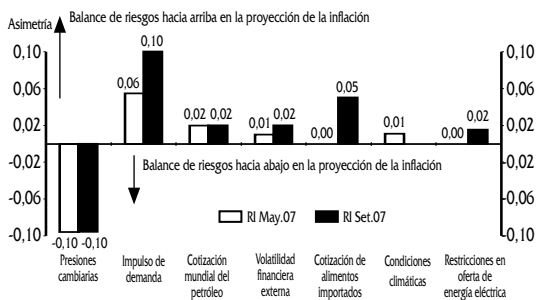
Los principales riesgos que podrían ocasionar desviaciones de la inflación respecto de su evolución proyectada durante los próximos trimestres son:

**Cuadro 40**

### EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS RESPECTO AL RI MAYO 2007

	Riesgos	Efecto inmediato posible	Efecto sobre inflación	Percepción del riesgo
A	Mayores cotizaciones de alimento importados	Mayor inflación no subyacente	Al alza	Sube
B	Mayor cotización internacional del petróleo por costos	Mayor inflación no subyacente e inflación por costos	Al alza	Se mantiene
C	Mayor volatilidad externa	Depreciación cambiaria	Al alza	Sube
D	Mayor impulso de la demanda	Mayor crecimiento	Al alza	Sube
E	Restricciones en la oferta de energía eléctrica	Mayor inflación no subyacente	Al alza	Nuevo riesgo
F	Mayores presiones apreciatorias del Nuevo Sol	Apreciación cambiaria	A la baja	Se mantiene

**Gráfico 96**  
**FACTORES DE RIESGO EN LA PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN<sup>1/</sup>**  
(Puntos porcentuales de desvío de la inflación dos años hacia adelante)



**Riesgos respecto al escenario base**

1/ Se muestra el cambio en la percepción de riesgo respecto al RI Mayo 07. 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 RI Mayo 07, la suma total de los efectos produce una asimetría de 0,1 puntos positivos en la proyección de inflación.

**A. Mayores cotizaciones de alimentos importados:** El escenario central asume que los desequilibrios entre oferta y demanda de los *commodities* alimenticios irán disminuyendo a lo largo del horizonte de proyección. Sin embargo, existe el riesgo de que los precios altos persistan a lo largo del tiempo o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta o se eleva aún más la demanda por bio-combustibles, con lo cual, los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

Ante esta situación la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta.

**B. Mayor cotización internacional del petróleo:** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en el precio internacional de combustibles. Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado del petróleo impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

Ante un choque de oferta como éste, el BCRP sólo reaccionaría si se produjera una elevación de los precios generalizada y sostenida, y si las expectativas de inflación de los agentes se modificara hacia niveles inconsistentes con la meta de inflación.

**C. Mayor volatilidad financiera externa:** El entorno internacional se mantiene favorable en el horizonte de proyección con una reversión gradual del alza de los términos de intercambio y una desaceleración transitoria de la economía de Estados Unidos y con el resto del mundo, en particular Asia, creciendo a tasas elevadas. Una situación de recesión en Estados Unidos con una corrección severa de los precios de las materias primas de exportación podría implicar, dependiendo del movimiento de capitales externos en las economías emergentes, una depreciación del Nuevo Sol y posteriormente un impulso a la baja en el dinamismo de nuestra economía.

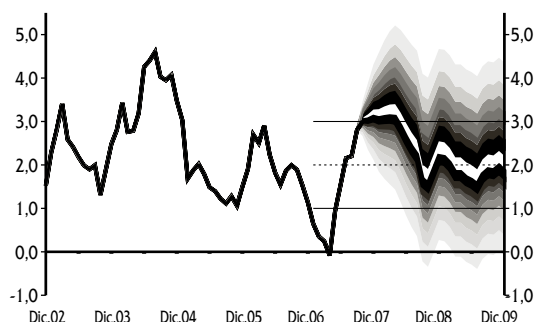
**D. Mayor impulso de demanda:** Un mayor crecimiento de la demanda interna se traduciría en un impulso sobre los componentes de la inflación más sensibles a movimientos en la demanda. En estas circunstancias, el Banco Central elevaría adicionalmente la tasa de referencia para mantener la inflación bajo control.

**E. Restricciones en la oferta de energía eléctrica:** Para este reporte se incluye el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Esto impactaría adversamente sobre las tarifas y los costos de las empresas.

Si esto ocurriera, la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan alineadas a la meta.

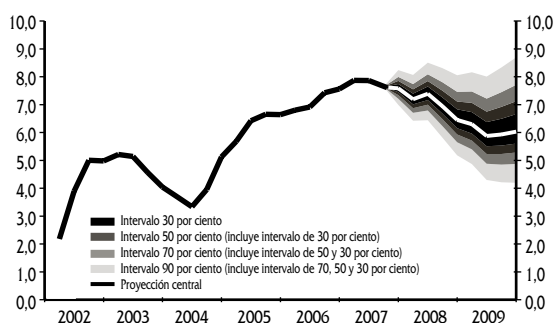


**Gráfico 97**  
**DENSIDAD DE LA PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN**  
(Variación porcentual 12 meses)



**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 98**  
**DENSIDAD DE LA 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.

**F. Mayores presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol:** En un escenario de mayor apreciación significativa del Nuevo Sol, presionando a la baja la inflación por debajo de la meta, el Banco mantendría por más tiempo o reduciría la tasa de referencia actual.

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 ligeramente al alza. Esto se puede observar en el Gráfico 96, donde los factores al alza superan a los factores a la baja respecto al RI de mayo de 2007.

97. Esto implica una proyección de densidad con una leve asimetría al alza en el corto y mediano plazos. En particular el riesgo de mayores presiones sobre la inflación que aquellas consideradas en el escenario base es el que configura el patrón de riesgos mostrados del presente reporte.

98. En cuanto al crecimiento del PBI, se mantiene también un balance de riesgos global al alza.

## CONCLUSIÓN

99. Se prevé que la inflación a doce meses empiece a converger a la meta de 2 por ciento a lo largo de 2008 para estabilizarse alrededor de esta meta durante el resto del horizonte de proyección. Este contexto de estabilidad de precios se mantendrá acompañado por un crecimiento sostenido del PBI en niveles cercanos al nivel potencial. Los diversos factores de riesgo apuntan a un leve balance de riesgos al alza en la proyección de inflación.

100. El Banco Central de Reserva del Perú tiene por objetivo preservar la estabilidad monetaria, para lo cual ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de metas explícitas de inflación. Desde el presente año, la meta de inflación se ha reducido de 2,5 a 2,0 por ciento y su cumplimiento se evalúa de forma continua. Esta reducción en la meta de inflación del Banco Central muestra un mayor compromiso con la estabilidad monetaria.

Ante cualquier desviación de la meta, el Banco Central toma las acciones necesarias para retornar a la meta tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria.

