



# Síntesis

# Reporte de Inflación

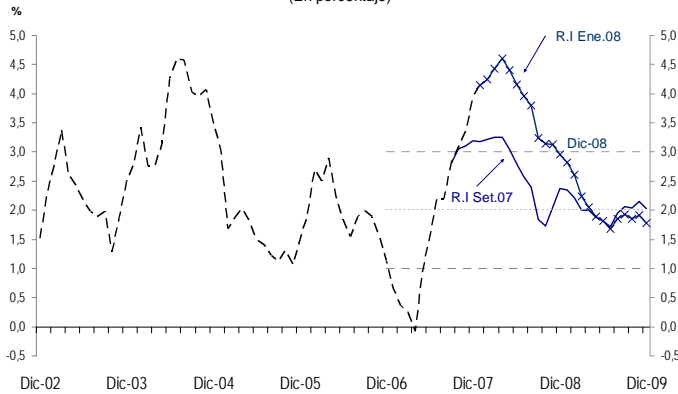
Enero 2008

El presente reporte informa sobre la evolución de los principales desarrollos económicos de 2007 y contiene el escenario de proyección que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria para el periodo comprendido entre los años 2008 y 2009.

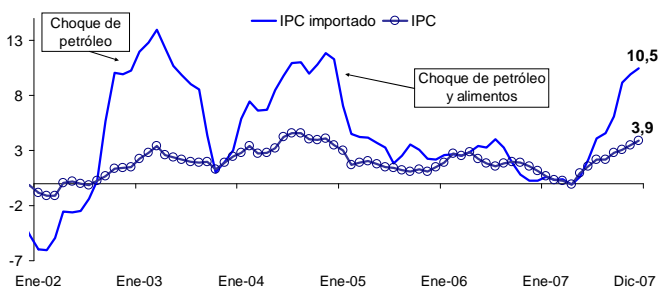
Durante el año 2007 se registraron en el mundo mayores tasas de inflación con niveles no vistos en muchos países en los últimos 10 años. Esta evolución responde principalmente a la secuela de varios años de alzas significativas de las cotizaciones internacionales de los combustibles y, más recientemente, de los precios de los alimentos en magnitudes no registradas desde la década de los setenta.

En este contexto la **tasa de inflación de los últimos doce meses** en Perú continuó ubicándose por encima de lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre, aunque dentro de lo previsto en las contingencias del balance de riesgos (mayor inflación importada). Desde octubre, la tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses se viene ubicando por encima del rango meta (4,15 por ciento en enero de 2008) debido principalmente al impacto del aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles. Los incrementos de precios de estos bienes importados impactaron en la inflación de forma directa a través del rubro alimentos de la canasta del consumidor y de forma indirecta a través de los costos de producción e insumos de las empresas. La inflación importada aumentó de 0,3 por ciento en 2006 a 10,5 por ciento en 2007.

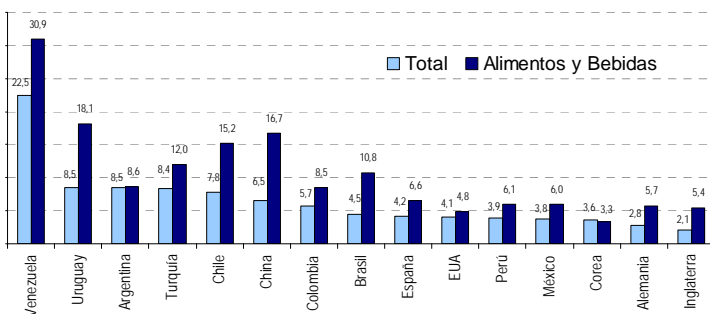
INFLACIÓN 12 MESES PROYECTADA (En porcentaje)



INFLACIÓN Y COMPONENTE IMPORTADO (Variación porcentual últimos 12 meses)



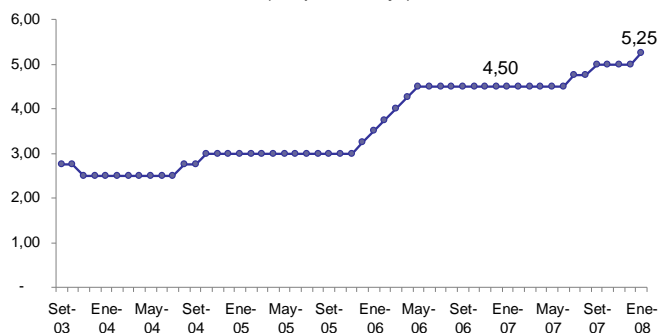
2007: Inflación Diciembre (Var.% 12 meses) Total y Alimentos y Bebidas



\*En el caso de China y Alemania, la inflación alimentos y bebidas corresponde a alimentos. Fuente: Bloomberg.

Estas alzas no tendrían 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 a la evolución de la inflación y de sus determinantes, distinguiendo los factores temporales de aquellos permanentes, y efectuará los ajustes a la política monetaria que sean necesarios para asegurar la convergencia de la inflación al rango meta y el control de las expectativas inflacionarias.

**Tasa de interés de referencia**  
(En porcentaje)



**Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera y creación de una nueva facilidad de depósitos para entidades financieras**

a	Aumento de la tasa marginal de encaje de 30 a 40 por ciento para nuevas obligaciones en moneda extranjera y a 15 por ciento para nuevas obligaciones en soles.
b	El monto promedio diario de las cuentas corrientes de los bancos en el BCRP deberá ser 2 por ciento de las obligaciones de los bancos, en lugar de 1 por ciento.
c	La tasa de encaje mínima legal aumenta de 6 a 7 por ciento de las obligaciones sujetas a encaje.
d	Se aceptan depósitos a plazo en el Banco Central, de las empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y AFPs, como alternativa a la colocación de CDBCRPs. Además se colocan certificados con negociación restringida (CDBCRP-NR).
e	Las transferencias de propiedad de los CDBCRP y CDRBCRP deberán ser registradas en el BCRP. El Banco Central podrá cobrar comisiones por el registro de las transferencias.

**Efecto equivalente estimado en tasa de referencia**

Medida	Nuevos Soles (pbs)
1° Efecto del encaje mínimo legal	25
2° Efecto de los encajes mínimo legal y marginal <sup>1/</sup>	59
3° Efecto Largo Plazo <sup>2/</sup>	210

<sup>1/</sup> A diciembre 2008.

<sup>2/</sup> En el largo plazo el encaje medio converge al marginal.

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

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set 07	RI Ene 08	RI Set 07	RI Ene 08	RI Set 07	RI Ene 08
<b>1. Demanda interna</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>
a. Consumo privado	6,2	7,2	7,6	5,7	5,8	5,3	5,3
b. Consumo público	8,7	6,0	4,3	3,8	5,0	3,8	5,4
c. Inversión privada	20,1	23,7	23,2	15,0	20,0	12,1	12,1
d. Inversión pública	12,7	25,0	19,8	25,0	33,0	15,0	16,6
<b>2. Exportaciones</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>12,4</b>	<b>17,4</b>	<b>19,0</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>
<b>4. Producto Bruto Interno</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>

RI: Reporte de Inflación

\* Proyección

El Directorio del Banco Central decidió aumentar en tres oportunidades la **tasa de interés de referencia** para el mercado interbancario –julio y setiembre de 2007 y enero de 2008- pasando ésta de un nivel de 4,5 por ciento en junio de 2007 a 5,25 por ciento en enero del presente año. Estas medidas constituyen 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.

Asimismo, desde febrero del presente año se han elevado las **tasas de encaje** para las obligaciones en moneda nacional y extranjera de las entidades financieras, medidas que constituyeron un ajuste monetario necesario en un contexto de un influjo significativo de capitales de corto plazo registrado a principios de enero.

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

La **demanda interna** creció en 2007 por encima del producto. En particular, el consumo privado y la inversión privada mantienen altas tasas de crecimiento, las que reflejan el optimismo de los consumidores y de los empresarios, el mayor ingreso nacional disponible, el incremento del empleo, los altos precios de las principales materias primas que Perú exporta y la expansión del crédito. Así, en 2007 se estima que la demanda interna creció 11,0 por ciento (mientras que el PBI lo habría hecho en 8,5 por ciento) superando las tasas de crecimiento estimadas en setiembre de 2007.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES <sup>1/</sup>  
(En porcentaje)

	Participación en el comercio 2006	2006	2007		2008		2009	
			RI Set.07	RI Ene.08	RI Set.07	RI Ene.08	RI Set.07	RI Ene.08
<b>Socios Comerciales <sup>2/</sup></b>	<b>100</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Norteamérica</b>	<b>29%</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
Estados Unidos	24%	2,9	2,0	2,2	2,2	1,5	3,0	2,5
Canadá	5%	2,8	2,5	2,6	2,6	2,1	3,0	2,5
<b>Europa</b>	<b>20%</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Alemania	4%	2,9	2,6	2,5	2,3	1,8	1,9	1,9
Reino Unido	1%	2,8	2,8	3,1	2,1	1,8	2,2	2,0
<b>Asia</b>	<b>21%</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>
China	11%	11,1	11,3	11,4	10,6	10,4	9,8	9,8
Japón	5%	2,2	2,3	1,9	2,1	1,5	1,5	2,0
<b>América Latina</b>	<b>30%</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>
Argentina	2%	8,5	7,6	8,5	5,4	6,5	4,7	4,5
Brasil	7%	3,7	4,8	5,3	4,5	4,7	4,3	4,5
Chile	7%	4,0	5,9	5,2	5,2	4,7	4,9	4,9
Colombia	4%	6,8	6,4	6,8	5,3	5,5	4,6	5,0
México	3%	4,8	2,9	3,1	3,4	2,9	3,8	3,7
Venezuela	3%	10,3	8,2	8,4	4,5	4,7	1,5	3,3
<b>Nota:</b>								
India		9,7	8,5	8,6	8,3	8,2	7,0	7,0
Perú		7,6	7,5	8,5	6,4	6,9	6,1	6,5
Economía Mundial: a) <sup>3/</sup>		4,0	3,6	3,7	3,5	3,2	3,3	3,3
b) <sup>4/</sup>		5,0	4,7	4,9	4,4	4,1	4,3	4,3

RI: Reporte de Inflación

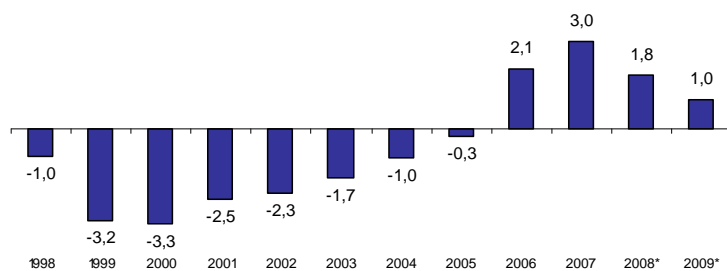
1/ Datos ejecutados del FMI (World Economic Outlook-WEO) y datos proyectados del Consensus Forecast.

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2006.

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

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

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



\* Proyección

## Balance de Riesgos

El balance de riesgos permite conocer la manera en que distintos factores podrían ocasionar desvíos respecto al escenario base. Distintos factores pueden impactar sobre la inflación en uno u otro sentido. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación del escenario central son los siguientes:

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

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

La evolución del **entorno internacional** indica una desaceleración del crecimiento de la economía mundial desde 4,9 por ciento en 2007 a 4,1 por ciento en 2008. El impacto de la evolución de los mercados mundiales se daría principalmente a través de una menor demanda externa -que se profundizará si se produce una recesión en Estados Unidos- así como a través de los menores precios relativos de los bienes que Perú exporta en términos de los que importa.

Se estima que el entorno internacional menos favorable influya sobre la desaceleración del crecimiento de la actividad económica y de la demanda interna para ubicarla en tasas más sostenibles en el largo plazo. Se proyecta así un crecimiento del PBI de 7,0 y 6,3 por ciento para 2008 y 2009, respectivamente.

El año 2007 cerró con un **superávit fiscal del Sector Público no Financiero (SPNF)** cercano al 3,0 por ciento del PBI y se espera que en 2008 y 2009 el sector público alcance resultados fiscales positivos de 1,8 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, contribuyendo así a la estabilidad macroeconómica. La disminución del resultado fiscal que se proyecta para los próximos años se sustenta en la previsión de mayores gastos no financieros del Gobierno General. Con respecto al Reporte de Inflación de setiembre último, el resultado económico de 2008 y 2009 implica menores requerimientos de financiamiento, con la consiguiente reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI a niveles cercanos al 23 por ciento hacia fines del horizonte de proyección.

Evaluación de los riesgos respecto al RI SETIEMBRE 2007

Riesgos	RI Set. 07		RI Ene.08
	Balance	Valoración expost	Balance
Presiones inflacionarias de demanda por mayor gasto interno	Al alza	Se materializó	Al alza
Precio de combustibles	Al alza	Se materializó	Al alza
Fundamentos sobre el Sol	Apreciatorios	Se materializó	Apreciatorios
Volatilidad financiera externa	Al alza	Se materializó levemente	Al alza
Cotización de <i>commodities</i> alimenticios	Al alza	Se materializó	Al alza
Restricciones en la oferta de energía eléctrica	Al alza		Al alza

**Mayor precio de combustibles.** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en la cotización internacional de combustibles (que llegó hasta cerca de 100 dólares por barril el 2 de enero de 2008). Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado de petróleo impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

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

**Mayores presiones de demanda interna.** El escenario de proyección considera un ambiente positivo de actividad económica sostenido principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado –impulsado en parte por un mayor crédito- y el gasto público se elevan significativamente más allá de lo proyectado, la política monetaria adoptará una posición más restrictiva para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenido.

**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 reduciría la tasa de referencia actual.

**Mayor cotización de *commodities* alimenticios.** El escenario central asume que no existirían significativos choques de oferta asociados a condiciones climáticas. Sin embargo, no se puede

descartar el riesgo que los precios altos persistan o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta o si continúa elevándose la demanda por biocombustibles, con lo cual los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

Ante este contexto la política monetaria mantendrá su posición mientras que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta.

**Restricciones en la oferta de energía eléctrica:** En este reporte se mantiene el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Se estima que ello impactaría sobre las tarifas de electricidad 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.

#### RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2006	2007		2008 1/		2009 1/	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
<b>Var.% real</b>							
1. Producto bruto interno	7,6	7,6	8,5	6,5	7,0	6,0	6,3
2. Demanda interna	10,1	10,0	11,0	7,2	8,2	6,9	7,2
<i>a. Consumo privado</i>	6,2	7,2	7,6	5,7	5,8	5,3	5,3
<i>b. Consumo público</i>	8,7	6,0	4,3	3,8	5,0	3,8	5,4
<i>c. Inversión privada fija</i>	20,1	23,7	23,2	15,0	20,0	12,1	12,1
<i>d. Inversión pública</i>	12,7	25,0	19,8	25,0	33,0	15,0	16,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	0,5	5,3	6,0	8,2	8,2	6,1	8,5
4. Importaciones de bienes y servicios	12,4	17,4	19,0	11,8	13,5	10,2	12,4
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,6	4,3	4,4	4,0	3,6	3,8	3,8
Nota:							
Brecha de producto <sup>2/</sup> (%)	0,35	1,38	1,66	1,36	1,5-2,0	1,01	0,75-1,25
<b>Var. %</b>							
6. Inflación proyectada	1,1	3,0-3,5	3,9	2,0-2,5	2,5-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Inflación subyacente proyectada	1,4	2,0-2,5	3,1	2,0-2,5	2,5-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
8. Inflación no subyacente proyectada	0,8	4,0-4,5	5,1	2,5-3,0	3,0-3,5	1,5-1,9	1,5-1,9
9. Precio promedio del petróleo	17,0	4,7	9,4	7,4	23,5	-4,4	-5,6
10. Precio promedio del trigo	30,4	33,3	36,7	10,0	44,0	-13,9	-7,4
11. Tipo de cambio nominal <sup>3/</sup>	-6,4	-1,7	-6,3	1,3	-3,2	0,3	0,0
12. Tipo de cambio real multilateral <sup>3/</sup>	-2,3	1,0	-3,3	0,7	0,0	0,2	-0,9
13. Términos de intercambio	27,4	3,0	3,6	-8,1	-10,7	-4,8	-2,6
<i>a. Índice de precios de exportación</i>	36,9	11,1	14,0	-4,2	-0,2	-4,4	-2,9
<i>b. Índice de precios de importación</i>	7,4	7,8	10,0	4,3	11,7	0,5	-0,3
<b>Var. % nominal</b>							
14. Emisión primaria	18,3	22,0	28,2	14,0	17,0	12,0	14,0
15. Crédito al sector privado	8,1	19,0	26,3	16,0	17,9	14,0	16,9
<b>% del PBI</b>							
16. Tasa de ahorro interno	22,7	23,5	23,9	23,3	23,0	24,4	23,8
17. Tasa de inversión interna	19,9	22,3	22,9	23,8	24,9	25,3	26,3
18. Cuenta corriente de la balanza de pagos	2,8	1,3	1,0	-0,4	-1,9	-0,9	-2,4
19. Balanza comercial	9,6	8,0	7,7	5,0	4,0	2,9	2,4
20. Financiamiento externo bruto del sector privado <sup>4/</sup>	4,4	7,1	9,2	3,9	6,3	3,5	5,6
21. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	20,5	20,5	20,4	20,5	20,0	20,0
22. Gastos no financieros del gobierno general	16,2	16,8	15,9	17,8	17,1	18,2	17,7
23. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	2,0	3,0	1,0	1,8	0,3	1,0
24. Saldo de deuda pública total	32,7	28,4	29,4	25,6	24,2	24,0	22,5
25. Saldo de deuda pública externa	23,6	18,6	18,5	16,3	14,4	14,7	13,1

RI: Reporte de Inflación

<sup>1/</sup> Proyección.

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

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

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