



REPORTE DE INFLACIÓN

Enero 2007

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas**



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas

Enero 2007

Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Antonio Miró Quesada 441-445, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 311-1400
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas
ISSN 1728-5739

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

CONTENIDO

PRÓLOGO	5
RESUMEN	7
I. Política monetaria.....	13
II. Mercados financieros	20
III. Entorno internacional	32
IV. Balanza de pagos	47
V. Finanzas públicas	51
VI. Actividad económica	59
VII. Inflación	70
VIII. Balance de riesgos	79

RECUADROS

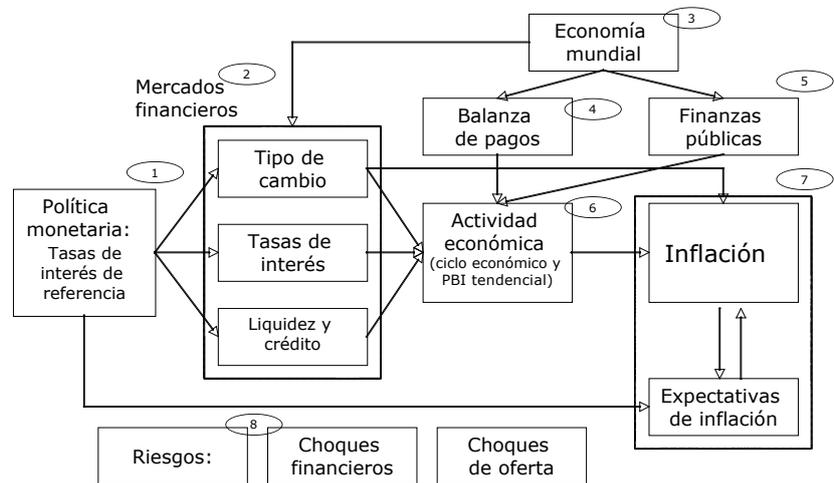
• Autonomía del Banco Central y esquema de metas de inflación	18
• Criterios para la intervención cambiaria	29
• Evolución del dólar y desequilibrios globales	39
• Procesos de inversión 2007-2011	62
• Producción de la minería metálica	66
• Nivel de inflación y su incertidumbre	78

El presente Reporte de Inflación se ha elaborado con información a noviembre de 2006 del producto bruto interno, a diciembre de 2006 de la balanza comercial, las operaciones del sector público no financiero y de las cuentas monetarias; y al mes de enero de 2007, en el caso de la inflación y del 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 afianzar el logro de este objetivo, el Banco a partir del año 2007 diseñará y ejecutará su política monetaria para que la tasa de inflación sea 2,0 por ciento anual, aceptando un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba (3,0 por ciento) y hacia abajo de dicha tasa (1,0 por ciento).
- La reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento permite que el Nuevo Sol cumpla mejor sus funciones de medio de transacción, unidad de cuenta y depósito de valor al mantenerse un mayor poder adquisitivo de nuestra moneda. Con ello, se fortalece la confianza en la moneda nacional y se reduce la vulnerabilidad de la economía asociada a la dolarización, lo que permite que la economía opere con una mayor flexibilidad para enfrentar choques macroeconómicos adversos, reduciendo la magnitud y duración de sus impactos recesivos. Asimismo, una meta inflacionaria de 2 por ciento iguala el ritmo de incremento de precios del país con el de las principales economías desarrolladas, evitándose la desvalorización relativa del Nuevo Sol.
- A principios de cada mes, dentro de un cronograma anunciado en enero, el Directorio del BCRP decide sobre 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 su Reporte de Inflación desde el año 2002.
- El presente Reporte sustenta la racionalidad de la modificación de la meta de inflación y contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en el año 2006. Asimismo, se ha decidido ampliar el horizonte de análisis del Reporte a 2 años con el fin de que el escenario de proyección sea consistente con los rezagos de la política monetaria. Por ello se presentan las proyecciones macroeconómicas para los años 2007 y 2008.



Resumen

- i. Tras haberse cumplido cinco años desde la adopción del Esquema de Metas Explícitas de Inflación, el Directorio del Banco Central ha decidido que a partir de 2007 el diseño y la conducción de la política monetaria se orienten a que la inflación últimos 12 meses converja a un nivel meta de 2,0 por ciento anual con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba (3,0 por ciento) y hacia abajo de dicha tasa (1,0 por ciento).

Con la reducción de la meta, el Banco Central refuerza su compromiso de mantener el poder adquisitivo de la moneda en el largo plazo fortaleciendo la confianza en el Nuevo Sol y reduciendo la vulnerabilidad asociada a la dolarización financiera de la economía. Asimismo, una meta de tasa de inflación de 2 por ciento es más próxima a las tasas de inflación de nuestros principales socios comerciales.

- ii. Durante 2006 la tasa de inflación anual se ubicó hasta el mes de noviembre en el rango de la meta (de 1,5 a 3,5 por ciento). Sin embargo, la presencia de mejores condiciones de oferta de alimentos y la reducción de precios de combustibles y de servicios públicos hizo que la inflación anual en diciembre (1,14 por ciento) se ubique por debajo de la meta.
- iii. Esta evolución de los precios, con tasas particularmente bajas en los últimos meses, ocurre además en un contexto caracterizado por un fuerte dinamismo de la actividad económica, aumento de la capacidad productiva por mayor inversión e incrementos de productividad, apreciación del Nuevo Sol, mayor competencia reflejada en menores márgenes y bajas expectativas de inflación. El esquema de Metas Explícitas de Inflación se orienta a que las expectativas de inflación estén ancladas en la tasa de inflación meta. En todo el periodo del esquema de Metas Explícitas de Inflación, los agentes económicos han mantenido expectativas de inflación en línea con el rango meta del Banco.
- iv. Consistente con estos desarrollos se ha revisado a la baja la proyección de inflación respecto al escenario contemplado en el Reporte de setiembre de 2006. Se prevé que en la primera

parte del año 2007 la tasa de inflación de los últimos 12 meses se mantendrá por debajo del límite inferior debido a la reversión de las alzas de precios de alimentos que se registraron en los primeros cuatro meses de 2006. Estos factores tienen un impacto de una sola vez sobre la tasa de inflación, por lo que se estima que estos desvíos sean transitorios. Posteriormente la inflación convergería a la meta de inflación impulsada por el dinamismo de la actividad económica y expectativas de inflación alineadas con la meta de inflación. A diferencia de años anteriores, el escenario base de proyección no contempla presiones de alza en la tasa de inflación por factores de oferta o inflación importada.

- v. La **actividad económica** habría crecido 7,9 por ciento en 2006, la mayor tasa de crecimiento de los últimos 11 años, con un aumento generalizado de todos los componentes de la demanda interna. Este ritmo de expansión económica ocurre en un entorno internacional extraordinariamente favorable, altos niveles de confianza de los consumidores y de los empresarios, con una aceleración del crecimiento de la inversión privada, de la productividad y del empleo, a lo cual habría que agregar un mayor financiamiento del sistema financiero.

En los años 2007 y 2008, la inversión privada continuaría mostrando un alto dinamismo con tasas que duplicarían el crecimiento del PBI y consistentes con un crecimiento del PBI potencial del orden del 6 por ciento. Para 2007 y 2008, se proyecta una moderación del ciclo expansivo económico (en particular el 2008) en línea con un entorno internacional menos favorable y con un crecimiento en línea con el del PBI potencial.

- vi. El **escenario internacional** del año 2006 fue uno de los mejores para la economía peruana desde la década de los 50, caracterizado por un incremento de 26 por ciento en los términos de intercambio, lo cual ha significado que se produzcan impulsos positivos en el crecimiento del producto acompañado de mejoras en las cuentas fiscales y de la balanza de pagos. Para los siguientes años se prevé una corrección moderada hacia la baja en los precios de las principales materias primas ante el menor ritmo de crecimiento previsto para la economía mundial. Se espera también que se mantenga la alta volatilidad de estas cotizaciones dada la incertidumbre sobre algunas restricciones por el lado de la oferta en algunos metales y la mayor importancia que vienen adquiriendo los movimientos especulativos en algunos mercados de *commodities*.
- vii. El resultado de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** en 2006 habría sido de 2,3 por ciento del producto, el tercer episodio de mayor superávit desde 1950. Para los años siguientes se espera una reversión de los términos

de intercambio y una desaceleración del crecimiento del producto de nuestros principales socios comerciales. En este contexto, se proyecta un superávit en la cuenta corriente para 2007 equivalente a 0,7 por ciento del PBI, favorecido principalmente por el crecimiento de las exportaciones, que se recuperaría en el caso de la minería metálica con la entrada de producción de cobre de Cerro Verde. Para 2008 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos registraría un déficit equivalente a 0,6 puntos porcentuales del PBI, manteniendo la tendencia de crecimiento de los volúmenes de comercio exterior.

- viii. Para el año 2006 se estima un **superávit fiscal** equivalente a 1,9 por ciento del PBI, explicado por el dinamismo de la actividad económica, los altos precios de los minerales de exportación y la menor ejecución del gasto público con respecto a lo programado. Este resultado económico implica una posición fiscal anticíclica que contribuye a un crecimiento más estable de la economía. Tomando en consideración que para los próximos años se contempla un escenario internacional menos favorable, se proyecta que para el año 2007, el fisco tendría un déficit fiscal nulo mientras que en 2008, el resultado económico registraría un déficit de 0,5 por ciento del producto.

La posición fiscal proyectada para 2007 sería procíclica con un incremento del gasto del gobierno central de 10 por ciento en términos reales. En tanto, la economía peruana continúe beneficiándose de la fase expansiva del ciclo económico, la posibilidad de mantener como en 2006 un superávit fiscal permitiría estabilizar las fluctuaciones económicas, consolidar la sostenibilidad fiscal de largo plazo y generar ahorros importantes para afrontar situaciones en las que las condiciones económicas dejen de ser favorables.

- ix. El Directorio del BCRP decidió mantener la **tasa de interés de referencia** en 4,5 por ciento desde mayo, luego de seis alzas consecutivas entre diciembre de 2005 y mayo de 2006 (1,5 puntos porcentuales en total). Esta tasa se mantuvo estable en un contexto de tendencia decreciente de la inflación, relativa estabilidad de la inflación subyacente (entre 1,3 y 1,5 por ciento) y tendencia apreciatoria del Nuevo Sol. La comunicación del Banco enfatizó el carácter transitorio de la reducción de la inflación y la ausencia de señales claras de presiones inflacionarias actuales en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna. Por ello, el Banco realiza permanentemente un monitoreo de distintos indicadores de presiones inflacionarias de demanda.
- x. A partir de julio se observaron nuevamente presiones a la baja en el **tipo de cambio** nominal, causadas por los resultados excepcionalmente favorables de las cuentas externas y por movimientos de portafolio de los agentes hacia activos en

nuevos soles ante la mejora de los indicadores de riesgo país y la percepción de menores expectativas depreciatorias. En este contexto, el Banco Central reanudó sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la excesiva volatilidad en este mercado y lograr una acumulación preventiva de reservas internacionales. Entre agosto y diciembre de 2006 se realizaron compras de moneda extranjera por US\$ 3 577 millones y ventas al sector público por US\$ 813 millones, registrándose un monto sin precedentes de acumulación anual de posición de cambio (US\$ 3 636 millones) y de nivel de reservas internacionales (US\$ 17 275 millones).

xi. En este Reporte se considera que los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones del escenario central son los siguientes:

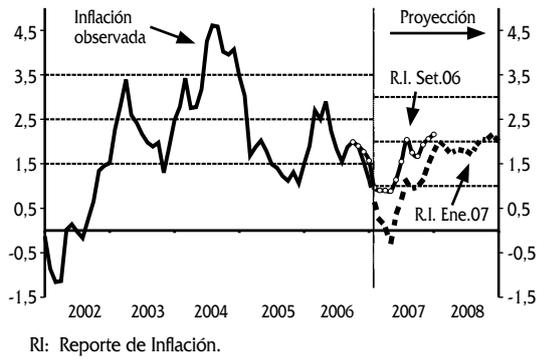
- **Choque de demanda:** En el escenario base, la actividad económica tiene un nivel de crecimiento sostenido en un ritmo entre 5,5 y 7 por ciento para 2007 y 2008. Sin embargo, si se presenta una expansión del gasto interno que cree presiones inflacionarias, el BCRP adoptará una posición de política monetaria menos expansiva o contractiva.
- **Choque de oferta:** El presente Reporte contempla la presencia de un leve Fenómeno El Niño y un año agrícola normal para 2007. Hacia 2008, la probabilidad de ocurrencia de un Niño “fuerte” es reducida pero su aparición sería altamente perniciosa sobre las condiciones de oferta agrícola y por ende sobre los precios de los alimentos.

Las presiones inflacionarias provocadas ante la eventualidad del Fenómeno El Niño de mayor magnitud, o de cualquier otro evento climático inesperado, sólo alterarían el comportamiento previsto de la política monetaria en la medida que estos choques de oferta afecten las expectativas de inflación y la formación del resto de precios de la economía. El BCRP no reaccionaría frente a choques transitorios de este tipo.

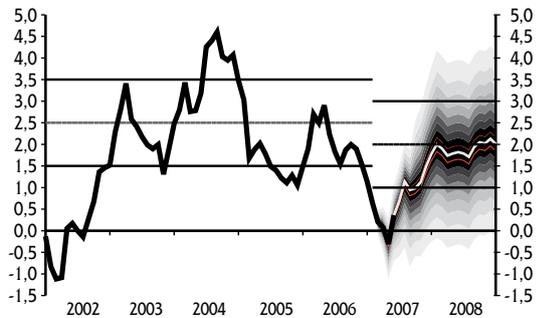
- **Choque externo:** El entorno internacional observado en el año 2006 fue extraordinariamente favorable. Este desarrollo fue sustentado por el mayor crecimiento de los términos de intercambio y un alto crecimiento de los socios comerciales del Perú. En la proyección del presente Reporte, se considera una débil reversión hacia la baja tanto para los términos de intercambio como para el crecimiento de nuestros socios comerciales.

Sin embargo, cabe la posibilidad de una corrección severa de los precios de las materias primas. Este escenario de riesgo configuraría una presión inicial hacia la depreciación

INFLACIÓN 12 MESES PROYECTADA



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.

del Nuevo Sol y posteriormente hacia una presión a la baja sobre la demanda. En el corto plazo, el efecto de un tipo de cambio más elevado afectaría la inflación hacia el alza, pero luego empezaría a primar el efecto contractivo de demanda.

En estas circunstancias, la política monetaria reaccionaría de manera contractiva en el corto plazo para neutralizar efectos inflacionarios iniciales en la medida en que estos sean severos. Sin embargo, en el mediano plazo se requeriría una posición de estímulo monetario para contrarrestar las presiones negativas sobre la inflación provenientes de la menor demanda agregada.

- **Mayores presiones apreciatorias en el Nuevo Sol:** El balance de los determinantes fundamentales del tipo de cambio hace prever que, de existir desviaciones al escenario central planteado, éstas tengan mayor probabilidad de apuntar hacia apreciaciones, con lo cual, el impacto sobre la proyección de inflación sería hacia la baja.

Frente a este escenario de riesgo, si la consecución de la meta en el horizonte relevante de política monetaria se pusiera en peligro, el BCRP mantendría por un mayor tiempo su postura monetaria actual y acumularía reservas internacionales.

La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto al escenario base da como resultado un balance neutral sobre la proyección de inflación y una asimetría al alza en el caso del PBI.

**ANEXO ESTADÍSTICO
PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2005	2006 ^{1/}		2007 ^{1/}		2008 ^{1/}
		RI	RI	RI	RI	RI
		Set.06	Ene.07	Set.06	Ene.07	Ene.07
Var.% real						
1. Producto bruto interno	6,4	6,6	7,9	5,7	6,8	5,8
2. Demanda interna	5,5	9,3	10,0	6,4	8,1	6,4
<i>a. Consumo privado</i>	4,4	5,4	6,0	4,6	5,7	5,4
<i>b. Consumo público</i>	9,8	8,3	8,8	8,3	8,8	4,9
<i>c. Inversión privada fija</i>	13,9	19,4	19,9	12,0	16,3	12,2
<i>d. Inversión pública</i>	12,2	29,9	14,6	21,1	34,7	8,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	14,9	1,0	1,6	6,8	6,8	7,2
4. Importaciones de bienes y servicios	10,6	14,0	11,8	10,0	13,3	9,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,4	4,6	4,6	3,5	3,9	4,0
Var.%						
6. Índice de precios al consumidor a diciembre	1,5	1,5-2,5	1,1	1,5-2,5	1,5-2,0	1,5-2,0
7. Inflación subyacente	1,2	1,3	1,4	2,3	1,5-2,0	1,5-2,0
8. Tipo de cambio nominal ^{2/}	4,4	-5,0	-6,4	1,2	-0,2	1,6
9. Tipo de cambio real multilateral ^{2/}	3,8	-1,0	-1,2	0,7	0,6	2,1
10. Términos de intercambio	5,2	23,8	26,2	-5,3	-3,7	-6,3
<i>a. Índice de precios de exportación</i>	16,3	33,5	35,7	-1,2	-1,6	-3,7
<i>b. Índice de precios de importación</i>	10,6	7,8	7,5	4,4	2,2	2,8
% del PBI						
11. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,4	1,3	2,3	0,2	0,7	-0,6
12. Balanza comercial	6,6	8,9	9,5	7,2	7,1	5,0
13. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{3/}	4,0	4,3	4,4	2,8	3,6	4,2
14. Gastos no financieros del gobierno central	14,7	14,8	14,2	15,4	14,9	14,9
15. Resultado primario del sector público no financiero	1,6	2,8	3,9	1,3	2,0	1,4
16. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	0,8	1,9	-0,8	0,0	-0,5
17. Ingresos tributarios del gobierno central	13,6	15,0	14,9	14,3	14,6	14,1
18. Saldo de deuda pública total	37,7	33,1	32,2	31,3	29,7	27,5
19. Saldo de deuda pública externa	28,1	24,2	23,5	22,5	21,2	19,3
Var.% nominal						
20. Emisión primaria promedio anual	28,3	16,5	17,2	10,0	13,0	11,0
21. Crédito al sector privado	17,8	8,5	7,9	8,5	9,5	8,7
22. Liquidez	22,5	6,5	11,9	9,6	11,4	10,2

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

2/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio a los agentes económicos.

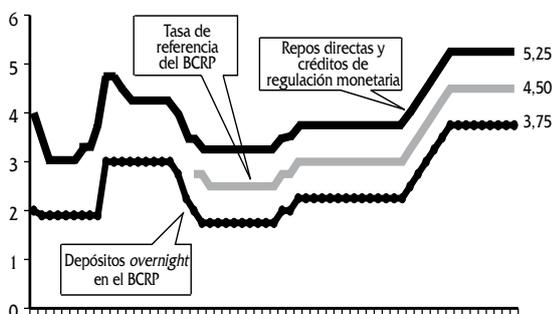
3/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.

I. Política monetaria

Desde el último Reporte de Inflación, publicado en setiembre de 2006, el Banco Central ha mantenido la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,5 por ciento, tasa fijada desde mayo de 2006, luego de una sucesión de seis alzas mensuales de 25 puntos básicos cada una entre diciembre de 2005 y mayo de 2006. La decisión de mantener la tasa de interés de referencia se sustentó en la ausencia de presiones inflacionarias, a pesar del incremento de la demanda interna, situación que se explica por el sostenimiento de bajas expectativas de inflación, la elevación de la productividad de la economía y por la apreciación del Nuevo Sol.

1. A inicios de cada mes el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú evalúa las proyecciones macroeconómicas para tomar una decisión sobre la tasa de interés de referencia que permita que la tasa de inflación converja a la meta de inflación. El indicador empleado para definir la meta de inflación es la variación acumulada en los últimos doce meses del índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana. Por su parte, la meta de inflación empleada desde la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación desde el año 2002 ha sido de 2,5 por ciento, a la cual se le incluye una tolerancia de un punto hacia arriba y hacia abajo con la finalidad de asimilar los impactos de alzas o bajas de precios generadas por factores que escapan de la influencia de la política monetaria y cuyo impacto en la tasa inflacionaria es transitorio.

Gráfico 1
TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL ^{1/}
(En porcentajes)

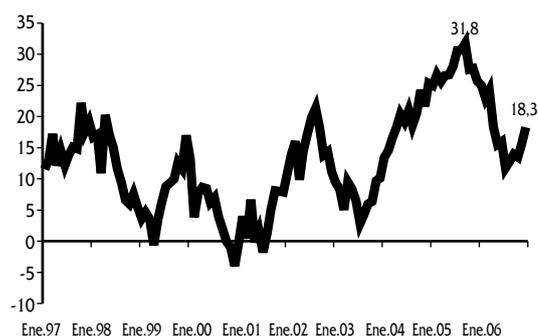


^{1/} Previa a setiembre de 2003, se indicaba como tasas de interés de referencia de la política monetaria a la de repos directos y créditos de regulación monetaria, y a la de depósitos *overnight* en el BCRP.

2. Con posterioridad al Reporte de Inflación de setiembre, los programas monetarios de los meses de octubre de 2006 a enero de 2007 han mantenido la tasa de interés de referencia en 4,5 por ciento debido a la ausencia de presiones inflacionarias. En efecto, la tasa de inflación acumulada en el año 2006 fue 1,1 por ciento, menor al rango meta de 1,5 a 3,5 por ciento debido al impacto de las disminuciones de precios de combustibles, de tarifas de electricidad y telefonía y de precios de algunos alimentos. Estos factores tienen un impacto temporal en la tasa de inflación por lo que no requerirían de una acción compensatoria de la política monetaria.

3. Las operaciones monetarias del BCRP se conducen para lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique en el nivel de la tasa de interés de referencia anunciada en el Programa Monetario de cada mes. Para ello los excesos de liquidez 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, operación denominada REPO. Adicionalmente, el Tesoro Público y el Banco de la Nación depositan recursos en el BCRP, lo cual cambia el volumen de liquidez disponible en el sistema financiero. Finalmente, el Banco Central interviene en el mercado cambiario con la finalidad de acumular reservas internacionales y para enfrentar situaciones de volatilidad excesiva en la evolución del tipo de cambio, contribuyendo de esta manera al logro de una posición internacional sólida y a la estabilidad del sistema financiero.

Gráfico 2
EMISIÓN PRIMARIA
(Variación porcentual últimos 12 meses)



4. El saldo de la emisión de billetes y monedas aumentó 18,3 por ciento en 2006, tasa menor a la del año anterior (25,7 por ciento) debido en parte al impacto del incremento en 150 puntos básicos (de 3 a 4,5 por ciento) de la tasa de interés de referencia entre diciembre de 2005 y mayo de 2006. El flujo de emisión primaria fue de S/. 2 140 millones durante 2006, teniendo como principal fuente de expansión a las operaciones cambiarias del BCRP (S/. 9 140 millones o US\$ 2 861 millones), en tanto que los principales factores contractivos de la emisión fueron el aumento de depósitos del sector público, la reversión de las operaciones REPO con la banca y las colocaciones de CDBCRP.

Cuadro 1

EMISIÓN PRIMARIA
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004	2005	2006
1. Flujo de Emisión Primaria (Variación %)	672 11,0	682 10,1	1 886 25,3	2 397 25,7	2 140 18,3
2. Operaciones Cambiarias (En millones de US\$)	436 128	3 465 998	6 239 1 854	2 360 767	9 140 2 861
3. Operaciones Monetarias	236	-2 783	-4 353	37	-7 000
a. Colocaciones de CDBCRP	205	-2 462	-4 158	579	-390
b. REPOS	170	-170	0	2 850	-2 850
c. Depósitos del sector público	-81	-921	-721	-2 821	-5 434
d. Colocaciones de CDRBCRP	-319	319	0	-1 201	1 201
e. Otros	261	450	526	631	473
Nota: Saldos fin de período					
- CDBCRP	1 635	4 097	8 255	7 676	8 066
- Depósitos del sector público	275	1 196	1 918	4 738	10 172

Meta de Inflación

5. La finalidad constitucional del BCRP es preservar la estabilidad monetaria, para lo cual cuenta con autonomía en el marco de su Ley Orgánica. Para el logro de este objetivo se requiere tener una tasa de inflación baja y estable, que permita a la moneda nacional desempeñar adecuadamente sus funciones de medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor.

Entre 1990 y 2001, la política monetaria del Banco Central se condujo empleando metas de expansión de la emisión primaria, con lo cual no sólo se consiguió eliminar la hiperinflación, sino además alcanzar tasas de inflación bajas. Sin embargo, con la reducción de la inflación el esquema comenzó a tener dificultades para comunicar las decisiones de política monetaria debido a la pérdida de asociación sistemática entre la inflación y el crecimiento de la emisión primaria. Por ello, desde el año 2002 la política monetaria se dirige siguiendo un esquema de metas explícitas de inflación por el cual el Banco Central difunde sus proyecciones macroeconómicas para lograr que las expectativas inflacionarias del público se asocien con la meta de inflación, con la seguridad de que el BCRP actuará anticipadamente para revertir cualquier desviación permanente de la inflación con respecto a la meta.

6. En los cinco años de aplicación del esquema de Metas Explícitas de Inflación la tasa de inflación anual promedio ha sido de 2,02 por ciento y su desviación estándar de 1,3 puntos porcentuales, lo cual muestra que se ha logrado mantener la tasa de inflación dentro del rango meta de 1,5 a 3,5 por ciento. Adicionalmente, el control inflacionario queda demostrado porque en un 62 por ciento de los 60 meses de vigencia del esquema de metas de inflación la tasa inflacionaria ha estado dentro del rango mencionado. Dado que al inicio del esquema la tasa de inflación últimos doce meses era nula y hubo un periodo de convergencia inicial hacia el rango meta (enero-octubre 2002), se puede excluir este periodo y se obtiene una desviación estándar de 1,0 punto porcentual y que un 73 por ciento de las veces se ubicó dentro del rango meta.
7. Con el objetivo de reforzar el compromiso de preservar la estabilidad monetaria, el Directorio del BCRP ha aprobado que, desde el presente Reporte de Inflación, se baje de 2,5 a 2,0 por ciento la meta de inflación, medida como el incremento a 12 meses del IPC, manteniendo la tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. De esta forma, las acciones de la política monetaria se orientan a lograr que la tasa de inflación a 12 meses tienda a 2 por ciento, reconociéndose que en el corto plazo se presentarán eventos que transitoriamente desvíen a la medición oficial de la meta de 2 por ciento, como puede ser el caso de alteraciones de precios de productos importados o de productos sujetos a cambios bruscos en su oferta local, por lo cual se mantiene una tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

Las razones para adoptar esta nueva meta son:

- a. Una tasa de inflación más baja contribuye a la desdolarización de las transacciones y del ahorro al contarse con una moneda más sólida.
- b. Se iguala la inflación en el país con las tasas de inflación que guían las políticas monetarias de nuestros principales socios comerciales, con lo cual el valor del Nuevo Sol con respecto a otras monedas no se depreciará en el largo plazo para compensar a la mayor inflación en el país.

Los grandes bloques económicos con los cuales nuestro país comercia -y que representan más del 60 por ciento de nuestro intercambio comercial- cuentan con tasas de inflación menores o iguales a 2,0 por ciento. En particular, el nivel de inflación de 2,0 por ciento es utilizado (explícita o implícitamente) por bancos centrales exitosos en mantener expectativas de inflación bajo control como la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, etc.

Cuadro 2

SOCIOS COMERCIALES Y NIVELES DE REFERENCIA DE INFLACIÓN

País	Niveles de referencia	Comentarios
Estados Unidos	Rango de 1-2 % para el deflator subyacente del consumo personal.	Declaraciones de la FED señalan este rango como una "zona comfortable".
Eurozona	Meta de inflación por debajo, pero cerca, de 2%.	El BCE tiene como objetivo la estabilidad de precios.
Japón	Reputación de baja inflación (inflación promedio anual de 0,6% en los últimos 20 años).	El BoJ tiene como objetivo la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero.
China	No tiene una meta explícita. La inflación promedio anual, en los últimos 10 años, es 0,9 por ciento.	El Banco Popular de China señala como único objetivo mantener la estabilidad de la moneda.

Fuente: Bancos Centrales.

Cuadro 3

COMERCIO CON PAÍSES CON INFLACIÓN MENOR A 2%

(En porcentaje)

	X + M 2005
Estados Unidos	25,5
China	9,9
Canadá	4,2
Japón	3,5
Eurozona	14,6
Suiza	3,0
TOTAL	60,7

X:Exportaciones.

M:Importaciones.

-
- c. La credibilidad generada por el BCRP en el control de la inflación permite una meta de inflación de 2,0 por ciento. La tasa de inflación anual promedio de los últimos 60 meses ha sido de 2,02 por ciento, con un nivel máximo de 4,6 por ciento y uno mínimo de -1,1 por ciento, así como con una desviación estándar de 1,3 puntos porcentuales.
- d. El desarrollo del mercado de capitales y el fomento del ahorro requieren de una moneda más sólida que evite la desvalorización de inversiones de largo plazo. Por esta razón, a pesar de que el ajuste de 2,5 a 2,0 por ciento aparenta ser un cambio menor, el efecto en un periodo largo como 20 años significa que se estaría evitando una pérdida de valor de la moneda de alrededor de 10 por ciento.
8. La meta de inflación de 2,0 por ciento, con una desviación posible de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo, no deja de lado la posibilidad de que un choque exógeno a la política monetaria desvíe el registro oficial de la inflación fuera del rango. La evidencia muestra que en los últimos cinco años, el 38 por ciento de los resultados mensuales presentó una tasa fuera del rango meta. Si la desviación se produjo por efecto de choque de oferta nacional o importada que tiene un impacto transitorio en los precios del consumidor, resultaría costoso que la política monetaria buscara contrarrestar este efecto transitorio. La inflación se entiende como un fenómeno de alza continua y generalizada de los distintos precios en la economía, por lo cual es ineficaz tratar de combatir alzas de una sola vez o que sean transitorias debido a que no se sostienen ni se expanden al resto de la economía.
9. La política monetaria en un esquema de Metas Explícitas de Inflación busca que las expectativas inflacionarias del público se asocien a la tasa de inflación meta. Las decisiones de política se traducen en cambios en la tasa de interés de referencia para que de manera adelantada se eviten desviaciones de inflación alrededor de la meta. El lapso que toma en efectivizarse el impacto de la acción del Banco Central sobre la inflación se denomina rezago de política y el cual el BCRP estima dure entre 12 y 18 meses¹. En consecuencia el BCRP busca anticiparse a cualquier desviación de la inflación para lo cual elabora y difunde proyecciones y estudios que permitan anclar las expectativas inflacionarias y brindar un conocimiento sobre las iteraciones de la variables que determinan la inflación.

1 Esto ha sido documentado en trabajos de investigación realizados por: Bigio, S. y Salas, J. (2006) "Efectos no lineales de choques de política monetaria y de tipo de cambio real en economías parcialmente dolarizadas", BCRP; Castillo, Pérez y Tuesta (2006) "Identificando el mecanismo de transmisión de política monetaria en el Perú", BCRP; y Salas, J. (2006) "Transmisión de la política monetaria" BCRP.

RECUADRO 1 AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL Y ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN

El BCRP, según el Artículo 84 de la Constitución, tiene como única finalidad preservar la estabilidad monetaria. Para cumplir con este mandato la Constitución le otorga al Banco Central autonomía dentro de su Ley Orgánica. En este contexto, el Banco Central ha venido diseñando su política monetaria primero a través del control de agregados monetarios y en los últimos 5 años por medio del esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI), anunciando como meta una tasa de 2,5 por ciento anual con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba o hacia abajo.

La estabilidad monetaria alcanzada y la garantía de su permanencia en el largo plazo, ha tenido como factor crucial la reputación, credibilidad y autonomía de la política monetaria del Banco Central, mostrando una tasa de inflación promedio de los últimos 5 años de 2,0 por ciento. Estos factores tienen un rol primordial en preservar la capacidad adquisitiva de la moneda y son elementos fundamentales de la estabilidad macroeconómica. Por ello, el mismo Artículo 84 de la Constitución le otorga al Banco Central autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica, en tanto que el Artículo 86 dispone que el Banco Central se encuentra gobernado por un Directorio, con miembros que no representan entidad ni interés alguno y que sólo el Congreso puede removerlos por falta grave.

Walsh (2005) afirma que: *“La independencia del banco central se refiere a la libertad de los encargados del diseño y la implementación de la política monetaria, de la influencia directa del gobierno o de los políticos”*. La literatura referente a política monetaria enfoca el tema de la autonomía del Banco Central indicando que ésta es necesaria para el cumplimiento de objetivos explícitos. Así, desde el trabajo de Cukierman (1992) se señala que un nivel bajo de independencia del banco central está asociado a una mayor volatilidad de la inflación y a una inflación promedio más elevada².

Jácome y Vázquez (2005) complementan las consideraciones de Cukierman y amplían los indicadores que permiten medir el grado de independencia del Banco Central. Uno de los elementos principales de dicha modificación se refiere a la independencia financiera del Banco Central de tal forma que no haya limitaciones tanto de re-capitalización, en caso de pérdidas operativas, y de retención de utilidades, en caso de ganancias netas operativas; así como de índole presupuestal que puedan perjudicar su independencia operacional.

A su vez, la autonomía presupuestal tiene dos dimensiones importantes: la parte del presupuesto utilizada para la ejecución de la política monetaria y la parte asignada a los costos operativos y pago de remuneraciones. Ambas dimensiones deben ser autónomamente establecidas por el banco central para garantizar y hacer sostenible el logro del objetivo de estabilidad

Grado de independencia del Banco Central ^{1/}							
Países	Autonomía Política ^{2/}			Autonomía económica ^{3/}		Rendición de cuentas (Accountability) (c)	Índice modificado Cukierman (a + b + c)
	Administrativa	Objetivos	Total	Financiera	Total		
	(a)			(b)			
Perú	0,766	1,000	0,303	1,000	0,490	0,069	0,862
Chile	0,934	0,750	0,299	1,000	0,447	0,100	0,846
México	0,866	1,000	0,323	0,670	0,382	0,100	0,805
Brasil	0,600	0,250	0,158	0,500	0,270	0,069	0,496

1/ El valor de 1 corresponde al nivel óptimo o adecuado de autonomía.

2/ Las autonomías administrativa y de objetivos son componentes principales de la autonomía política. La cifra total de la autonomía política incorpora el peso relativo con el que ingresa al índice total.

3/ La autonomía financiera es uno de los componentes principales de la autonomía económica. La cifra total de la autonomía económica incorpora el peso relativo con el que ingresa al índice total.

Fuente: Jácome, L. y Vázquez, F. (2005)

2 Cukierman incluye en la medición del grado de independencia del banco central si éste es autónomo en la determinación de su presupuesto y el establecimiento de las remuneraciones de sus funcionarios (grado 1), si es una determinación coordinada entre el banco central y el tesoro (grado 0,5), o si es determinada principalmente por el tesoro o un ente del poder legislativo (grado 0).

monetaria.

Beblaby (2003) resume la importancia de la autonomía presupuestal en los siguientes términos: *“Si el presupuesto del banco central es determinado por el gobierno o el congreso entonces habrá un alto riesgo de que ellos puedan influir sobre la ejecución de la política monetaria. ... Del mismo modo, si el gobierno o el parlamento determinan el presupuesto asignado al personal y a los costos operativos del banco central entonces habrá un riesgo significativo para que ellos influyan sobre los funcionarios del banco”*.

Moser-Boehm (2006) enfatiza que la coordinación de políticas, el intercambio de información y las comunicaciones entre el Banco Central y el Ministerio de Economía contribuirán a un mejor desempeño económico, si se efectúan con conocimiento y respeto pleno de sus objetivos y de su autonomía institucional. Asimismo, señala entre los tres aspectos más importantes de la autonomía financiera de un banco central que busca la estabilidad de precios, la capacidad de cubrir sus costos operativos en general y establecer los salarios de sus funcionarios en particular, de tal manera que permita al banco central atraer y retener profesionales con la calificación requerida. Adicionalmente encuentra que en la gran mayoría de los 30 países de su estudio, los bancos centrales tienen autonomía en la determinación de su presupuesto y del salario de sus funcionarios y que sólo en aproximadamente el 20 por ciento de los países encuestados el Ministerio de Finanzas puede opinar con relación al presupuesto operativo del banco central.

Referencias

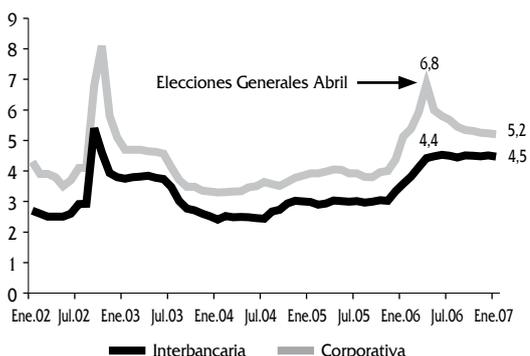
- * Beblaby, M. (2003) “Central bankers and central bank independence”. *Scotish Journal of Political Economy*. Vol. 50 No. 1.
- * Cukierman, A. (1992). *Central bank strategy, credibility and independence*. MIT Press p. 387.
- * Jácome, L. y Vázquez, F. (2005) “Any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”. *IMF WP/05/75*.
- * Lybek, T. (2004). “Central bank autonomy, accountability, and governance: conceptual framework”. *Impreso del FMI*.
- * Martínez, J. (2004). “Central bank financial independence”. Banco de España, documento ocasional No. 0401.
- * Moser-Boehm, P. (2006): “The relationship between the central bank and the government”, tomado de BIS events: “Central banks and the challenge of development”, Basilea, 14-15 de marzo de 2006.
- * Stella, P. (2002) “Central bank financial strength, transparency, and policy credibility”. *IMF WP/02/137*.
- * Walsh, C. (2005): “Central bank independence” Prepared for the *New Palgrave Dictionary*.

II. Mercados financieros

Las tasas de interés en nuevos soles se han estabilizado desde el segundo semestre de 2006, en particular las tasas a menor riesgo y plazo. Por su parte las tasas de plazos más largos del mercado de capitales continuaron reduciéndose como reflejo de las mejores perspectivas de la economía.

10. La tasa de referencia del BCRP para las operaciones del mercado interbancario sirve de guía para la formación del resto de las tasas en nuevos soles, con mayor incidencia sobre las operaciones a menor riesgo y a plazos más cortos. Ello debido a que este tipo de operaciones depende menos de otros componentes de las tasas de interés como el riesgo crediticio o las expectativas de inflación de largo plazo.

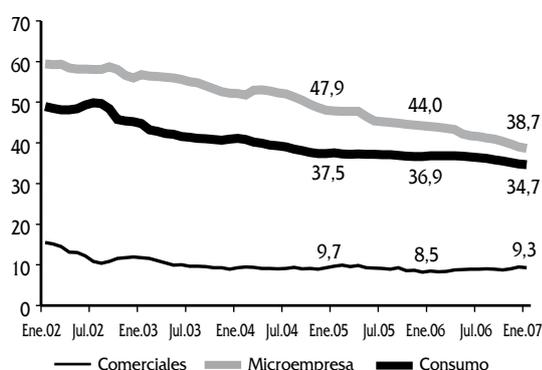
Gráfico 3
TASAS DE INTERÉS EN SOLES:
INTERBANCARIA Y CORPORATIVA
(En porcentajes)



11. La tasa preferencial corporativa a 3 meses siguió su tendencia decreciente, iniciada en mayo de 2006, alcanzando una tasa de 5,2 por ciento anual en enero de 2007. Con ello, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles se ubicó en alrededor de 73 puntos básicos, nivel incluso por debajo al registrado hasta antes de abril (hasta esa fecha el diferencial se ubicaba alrededor de 1 punto porcentual), mes en el que se alcanzó el diferencial más alto desde setiembre de 2002, debido a la situación de estrechez de liquidez causada por las operaciones de cobertura cambiaria contra el riesgo de depreciación por el periodo electoral y por el pago del impuesto a la renta. Esta reducción del diferencial entre ambas tasas refleja una mayor conexión entre la tasa de referencia y las tasas de corto plazo en nuevos soles del mercado monetario.

12. Para otras operaciones, la transmisión de la tasa de referencia tiene una menor respuesta. La tasa de interés promedio para los préstamos comerciales en nuevos soles se incrementó de 8,9 a 9,3 por ciento entre setiembre de 2006 y enero de 2007, con lo cual con respecto a diciembre de 2005 aumentó en 1,0 punto porcentual, reflejando principalmente el incremento de la tasa de referencia en el primer semestre del año.

Gráfico 4
TASAS DE INTERÉS EN SOLES DE LOS CRÉDITOS
COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO
(En porcentajes)



13. La tasa activa promedio de las operaciones de crédito bancario (FTAMN³) efectuadas en este periodo, que incluye operaciones con diferentes niveles de riesgo, bajó de 22,8 por ciento en setiembre a 21,5 por ciento en enero de 2007. Esta reducción se debe a la disminución en las tasas en nuevos soles para los créditos de microempresas, de consumo e hipotecarios; favorecida por una mejor situación de los deudores debido al dinamismo de la actividad económica y la mayor competencia entre las entidades financieras para estos segmentos.

Cuadro 4

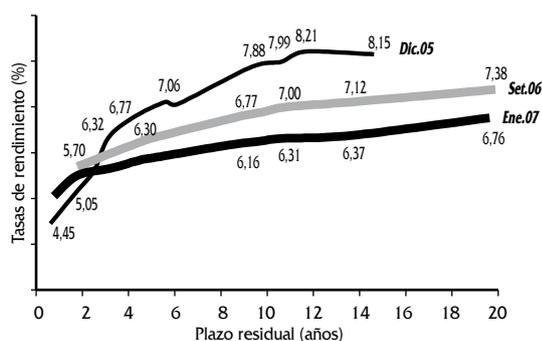
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES: 2005 - 2006
(En porcentajes)

	(A) Soles					(B) Dólares					Diferencial (A) - (B)				
	Dic. 2005	Abr. 2006	Set. 2006	Dic. 2006	Ene. 2007	Dic. 2005	Abr. 2006	Set. 2006	Dic. 2006	Ene. 2007	Dic. 2005	Abr. 2006	Set. 2006	Dic. 2006	Ene. 2007
1. Tasa de referencia BCRP y tasa FED funds	3,3	4,3	4,5	4,5	4,5	4,3	4,8	5,3	5,3	5,3	-1,0	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8
2. Depósitos hasta 30 días	3,6	5,5	4,6	4,6	4,5	3,6	4,0	4,2	4,3	4,4	-0,1	1,5	0,5	0,3	0,2
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,6	5,0	4,9	4,8	4,8	2,9	3,1	3,5	3,4	3,4	0,7	1,9	1,5	1,3	1,3
2. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,6	5,2	5,8	5,7	5,7	2,9	3,2	3,5	3,6	3,7	1,7	2,0	2,3	2,1	2,1
4. Activa preferencial corporativa	4,4	6,8	5,3	5,2	5,2	5,5	6,1	6,1	6,1	6,1	-1,1	0,8	-0,8	-0,9	-0,9
5. Activa promedio hasta 360 días	13,9	14,5	14,7	13,8	14,0	9,4	9,7	9,9	10,1	10,0	4,6	4,9	4,7	3,7	4,0
6. Activa promedio estructura constante	17,0	17,3	17,1	17,1	16,9	10,3	10,4	10,5	10,6	10,5	6,8	7,0	6,6	6,5	6,4

14. En enero de 2007, las tasas de interés en dólares para la mayoría de los plazos se incrementaron ligeramente con respecto a los niveles registrados en setiembre. En consecuencia, el diferencial entre las tasas de interés en nuevos soles y en dólares se redujo para todos los plazos con excepción de la tasa activa preferencial corporativa a 90 días.

Mercado de renta fija

Gráfico 5
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS
DEL TESORO PÚBLICO 1/



1/ Promedio de las tasas de rendimiento registradas en las transacciones en el mercado secundario durante el periodo.

15. Desde mayo de 2006, fecha en la que se emitió por primera vez, el rendimiento del Bono del Tesoro Público a 20 años se ha reducido de 8,25 por ciento a un promedio de 7,38 por ciento en setiembre y a 6,76 por ciento en enero de 2007. En forma similar, la tasa de rendimiento promedio del bono a 15 años pasó de 7,12 por ciento en setiembre a 6,37 por ciento en enero. La reducción sostenida en los rendimientos de los bonos de mayor plazo estaría asociada a mejoras en las perspectivas económicas reflejadas, por ejemplo, en una menor prima por riesgo país.

3 Tasa activa promedio ponderado del mercado de las operaciones en moneda nacional realizadas en los últimos 30 días.

16. Las mejores perspectivas estarían en línea con las menores expectativas de inflación de largo plazo ancladas dentro del rango de la meta de inflación. Utilizando información basada en los rendimientos de bonos soberanos en nuevos soles y dólares con vencimiento en el año 2015, se extrae una tasa de depreciación esperada anual que se ha reducido de 1,2 a 0,5 por ciento entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006. Asumiendo un tipo de cambio real constante en el largo plazo y una tasa de inflación externa en torno a 2 por ciento, las cifras son consistentes con tasas de inflación esperada anual de 3,2 por ciento en diciembre de 2005 y de 2,4 en diciembre de 2006.

Cuadro 5

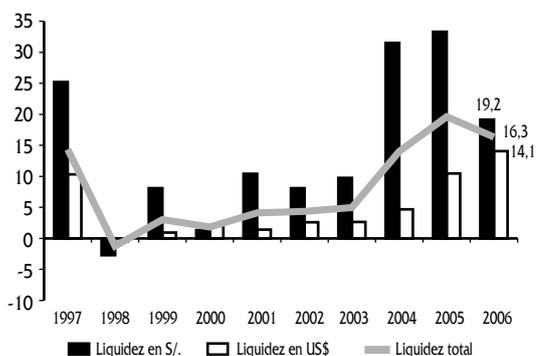
EXPECTATIVAS DE DEPRECIACIÓN E INFLACIÓN A PARTIR DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS BONOS SOBERANOS
(Datos promedio del mes, en porcentajes)

	BTP soles nominales Mayo 2015 (a)	Bonos Globales dólares Febrero 2015 (b)	Depreciación esperada (a) - (b)	Inflación esperada ^{1/}
Dic-05	7,88	6,66	1,22	3,20
Dic-06	6,09	5,64	0,45	2,40

^{1/} Asume tipo de cambio real constante y una tasa de inflación externa de 2 por ciento.

Gráfico 6
LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO

(Variación de los últimos 12 meses, a un tipo de cambio constante^{1/})



^{1/} Se consideró el tipo de cambio venta promedio del mes de diciembre para el período de análisis.

Liquidez y crédito

17. La liquidez del sector privado mostró en 2006 una desaceleración en su ritmo de crecimiento al pasar de una tasa de crecimiento de 19,6 por ciento en 2005, a 16,3 por ciento en 2006. Por un lado, el circulante se desaceleró al pasar de 25,6 por ciento en 2005 a 16,6 por ciento en 2006 y los depósitos en moneda nacional de 37,6 por ciento a 20,5 por ciento en igual lapso.
18. El proceso de desdolarización continuó por sexto año consecutivo. El grado de dolarización de la liquidez y crédito disminuyó en 3 y 7 puntos porcentuales, respectivamente.

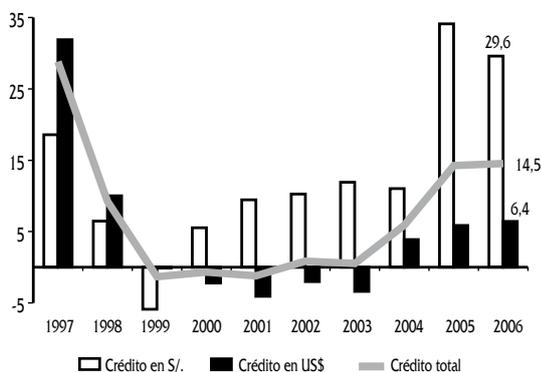
Cuadro 6

INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA
(En porcentajes del agregado monetario total)

Año	Liquidez del sector privado *	Crédito del sistema financiero al sector privado
1997	67	75
1998	71	79
1999	72	82
2000	72	81
2001	69	78
2002	69	76
2003	67	73
2004	60	71
2005	57	67
2006	54	60

* Incluye circulante.

Gráfico 7
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
 (Variación de los últimos 12 meses, a un tipo de cambio constante^{1/})



1/ Se consideró el tipo de cambio venta promedio del mes de diciembre para el período de análisis.

19. El crédito del sistema financiero al sector privado ha continuado acompañando a la mayor actividad económica. Si bien a finales del año la expansión del crédito muestra una ligera desaceleración, éste mostró un dinamismo similar con respecto al año anterior, creciendo en diciembre de 2006 a una tasa anual de 14,5 por ciento (medida a tipo de cambio constante). El flujo de crédito del sistema financiero al sector privado registrado durante el año pasado equivale a 3 puntos porcentuales del producto.

Cabe mencionar que parte de la expansión del crédito de la banca al sector privado ha tenido como fuente el incremento de depósitos de entidades del sector público. Es decir, el ahorro fiscal (principalmente empresas públicas y otras entidades públicas) ha tenido como contrapartida un mayor flujo de fondos hacia el sistema financiero.

El crédito en moneda nacional continuó siendo el componente más dinámico, aunque a fines de año se ha reducido levemente el dinamismo iniciado en diciembre de 2005. Así, el crédito en nuevos soles se incrementó 29,6 por ciento (S/. 6 532 millones) en 2006, frente al incremento de 6,4 por ciento de los créditos en dólares (US\$ 826 millones).

Cuadro 7

CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL

	Saldos en millones de nuevos soles				Tasas de crecimiento	
	Dic.04	Dic.05	Set.06	Dic.06	Dic.05/ Dic.04	Dic.06/ Dic.05
Empresas bancarias ^{1/}	8 464	11 690	14 022	15 690	38,1	34,2
Banco de la Nación	1 051	1 277	1 330	1 331	21,5	4,2
Instituciones de microfinanzas	4 329	5 882	6 863	7 563	35,9	28,6
Bancos (créditos de microfinanzas)	1 120	1 545	1 749	1 959	37,9	26,8
Cajas municipales	1 376	1 848	2 201	2 405	34,3	30,2
Cajas rurales	253	348	425	457	37,5	31,6
Cooperativas	511	634	723	723	24,1	14,1
Edpymes	229	351	473	581	53,2	65,3
Empresas financieras	840	1 156	1 292	1 437	37,7	24,3
Inversionistas institucionales ^{2/}	2 307	2 900	3 647	3 683	25,7	27,0
AFP	1 337	1 821	2 523	2 568	36,2	41,0
Empresas de seguros	812	751	697	671	-7,5	-10,7
Fondos mutuos	158	328	427	444	107,1	35,6
Empresas de leasing y otros	306	323	440	337	5,6	4,2
Total Sistema Financiero	16 457	22 072	26 302	28 604	34,1	29,6

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

Cuadro 8

CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA

	Saldos en millones de US\$				Tasas de crecimiento	
	Dic.04	Dic.05	Set.06	Dic.06	Dic.05/ Dic.04	Dic.06/ Dic.05
Empresas bancarias^{1/}	9 465	9 845	10 276	10 180	4,0	3,4
Banco de la Nación	22	22	22	14	-1,0	-37,4
Instituciones de microfinanzas	665	804	872	912	20,9	13,3
Bancos (créditos de microfinanzas)	126	177	193	211	40,1	19,2
Cajas municipales	250	292	327	341	16,9	16,8
Cajas rurales	55	56	54	54	0,7	-2,2
Cooperativas	154	188	193	193	22,5	2,3
Edpymes	49	55	61	67	12,4	22,9
Empresas financieras	32	37	44	46	16,0	22,5
Inversionistas institucionales^{2/}	1 333	1 497	1 714	1 910	12,3	27,6
AFP	729	733	871	1 025	0,5	39,9
Empresas de seguros	89	151	168	175	68,8	15,7
Fondos mutuos	515	613	674	711	19,2	15,9
Empresas de leasing y otros	639	669	621	647	4,7	-3,2
Total Sistema Financiero	12 125	12 836	13 505	13 662	5,9	6,4

1/ Excluye los créditos microfinanzas.

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

20. Si bien el ritmo de crecimiento del crédito es elevado, debe considerarse que los niveles son aún bajos en comparación con otros países de América Latina. Este crecimiento ha sido diversificado, tanto a nivel de sujetos de crédito a través de un mayor número de deudores como de intermediarios financieros. En este último caso se ha observado un crecimiento de la intermediación en las entidades de microfinanzas y de inversionistas institucionales, lo que refleja un mayor desarrollo del mercado de capitales.

21. El dinamismo de la actividad económica se reflejó también en los indicadores de solidez del sistema bancario que mostraron una evolución favorable durante 2006. El indicador de cartera atrasada como porcentaje del total de colocaciones de las empresas bancarias se ha reducido de 9,0 por ciento en diciembre de 2001 a 1,6 por ciento en diciembre de 2006. Del mismo modo, el retorno del capital (utilidad neta entre patrimonio promedio) se ha incrementado de 4,5 a 23,9 por ciento durante el mismo periodo. Estos indicadores, junto al cumplimiento de los requerimientos prudenciales de liquidez y cobertura, muestran que la actual evolución del crédito ocurre en un contexto de solvencia y solidez del sistema financiero peruano.

Cuadro 9

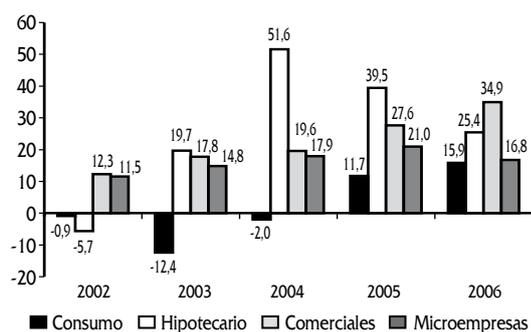
INDICADORES DE SOLIDEZ DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(En porcentajes)

	Dic.01	Dic.02	Dic.03	Dic.04	Dic.05	Dic.06
1. CALIDAD DE CARTERA						
Cartera Atrasada / Colocaciones Brutas	9,01	7,58	5,80	3,71	2,14	1,63
Provisiones / Cartera Atrasada	118,93	133,16	141,10	176,46	235,26	251,40
2. LIQUIDEZ						
Ratio de Liquidez en M.N.	22,55	23,47	32,85	44,76	38,58	43,08
Ratio de Liquidez en M.E.	45,96	49,26	43,63	43,92	49,23	44,99
3. CAPITALIZACIÓN						
Apalancamiento Global (Nº de veces)	7,84	7,98	7,53	7,15	8,35	8,01
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (R.O.E.)	4,46	8,43	10,85	11,26	22,16	23,86
4. EFICIENCIA OPERATIVA						
Gastos de Administración / Activo						
Rentable Promedio	4,71	4,86	4,93	4,66	4,56	3,44

Fuente: SBS.

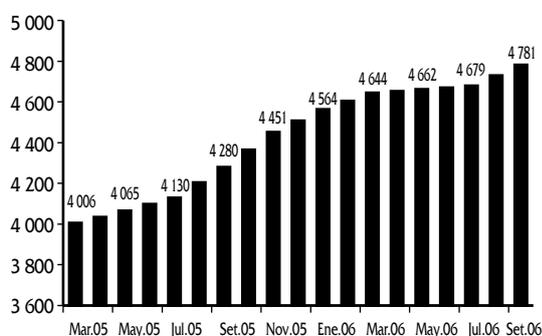
Gráfico 8
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS

(Variación de los últimos 12 meses a un tipo de cambio constante ^{1/})



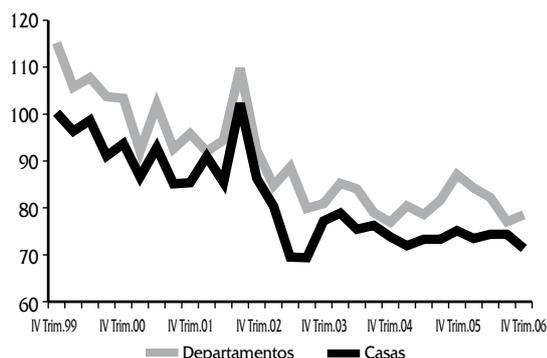
1/ Se consideró el tipo de cambio venta promedio del mes de diciembre para el periodo de análisis.

Gráfico 9
CRÉDITOS DE CONSUMO POR PERSONA DEL SISTEMA FINANCIERO CONSOLIDADO
(Nuevos soles)



Fuente: SBS.

Gráfico 10
PRECIO DE VENTA DE INMUEBLES EN DÓLARES CORRIENTES
(Índice II trimestre 1998 = 100)



22. Sin embargo, la dolarización del crédito hipotecario se encuentra en niveles elevados (89 por ciento en noviembre), por lo que son convenientes medidas orientadas a reducir la exposición al riesgo cambiario de este tipo de créditos dada la magnitud que viene alcanzando. Cabe mencionar que los créditos hipotecarios en nuevos soles empezaron a adquirir cierto dinamismo en 2006. Así, el crédito en nuevos soles ha pasado de S/. 275 millones en enero de 2006 a S/. 793 millones en diciembre de 2006, mientras que el denominado en dólares pasó de US\$ 1 807 a US\$ 1 962 millones en el mismo periodo. Un elemento clave para el inicio del proceso de desdolarización del crédito hipotecario ha sido la emisión de Bonos del Tesoro Público en nuevos soles nominales a 20 años ya que ha favorecido el surgimiento de créditos en nuevos soles a los mismos plazos que se ofrecen para los préstamos hipotecarios en dólares.

Un segundo comportamiento a monitorear ha sido el crecimiento de los créditos de consumo cuya expansión fue de 35 por ciento el año anterior. En el mismo sentido, los niveles de endeudamiento por persona han mantenido su tendencia creciente en el año 2006. Frente a ello, la Superintendencia de Banca y Seguros ha establecido recientemente modificaciones a las provisiones para tarjetas de crédito.

23. La mayor actividad económica y los mayores precios de exportación se reflejan también en la evolución de la Bolsa de Valores. El Índice General creció durante el año 167 por ciento mientras que el Índice Selectivo aumentó 260 por ciento. Asimismo, la capitalización bursátil de las empresas que cotizan en Bolsa se incrementó 55 por ciento. Por el lado del mercado inmobiliario luego que los precios de inmuebles registraran una disminución durante el primer semestre de 2003, debido

Gráfico 11
MEDIOS DE PAGOS ELECTRÓNICOS
(Millones de nuevos soles)

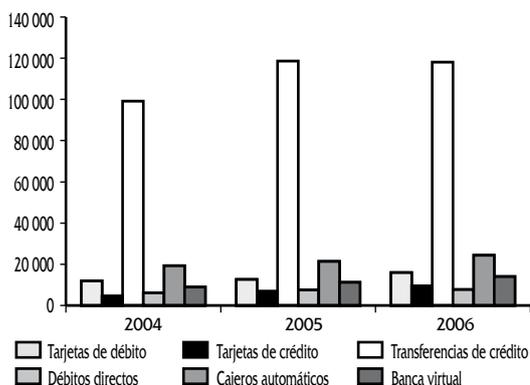


Gráfico 12
TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(S/. por US\$)

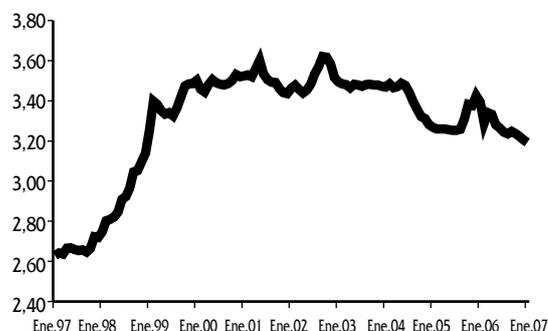
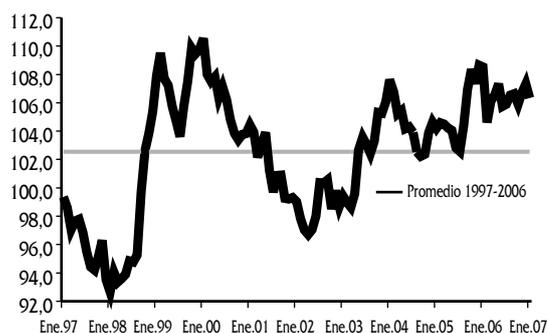


Gráfico 13
TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(Índice 1994=100)



a la mayor oferta asociada al programa MiVivienda, los precios han mostrado cierta estabilidad no observándose presiones de demanda por un posible efecto riqueza.

24. Durante 2006 se mantuvo la tendencia creciente en el uso de sistemas de pagos electrónicos, lo cual contribuye a la reducción de los costos de transacciones y los costos financieros, estimulando la eficiencia de la economía.

Tipo de cambio

25. El aumento de los términos de intercambio por 3 años consecutivos, la debilidad del dólar en los mercados internacionales, los mejores fundamentos macroeconómicos y la tasa de inflación doméstica por debajo de la de Estados Unidos en los últimos años han implicado una tendencia apreciatoria del Nuevo Sol, que fue interrumpida temporalmente por la incertidumbre del periodo electoral. Así, el tipo de cambio nominal pasó de S/. 3,28 en 2004 a S/. 3,43 a fines de 2005 (depreciación de 4,4 por ciento) para luego ubicarse en S/. 3,20 por dólar en diciembre de 2006 (apreciación de 6,4 por ciento).

26. El tipo de cambio real multilateral bajó 1,2 por ciento en 2006, aunque su nivel supera el promedio de los últimos diez años. Si bien en términos nominales el tipo de cambio registró una disminución de 6,4 por ciento durante 2006, el fortalecimiento de otras monedas con respecto al dólar y la menor tasa inflacionaria interna, compensaron dicha tendencia.

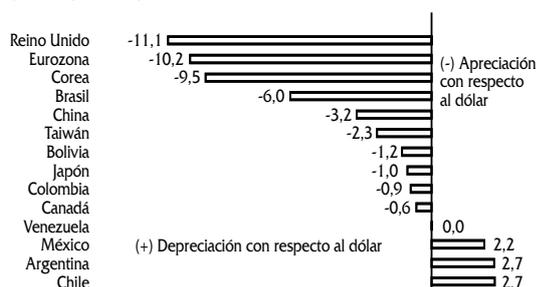
Cuadro 10

DESAGREGACIÓN POR COMPONENTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(Variaciones porcentuales)

	Tipo de cambio real multilateral	Tipo de cambio nominal S/. por US\$	Inflación externa multilateral			Inflación doméstica
			Efecto Monedas ^{1/}	Efecto Precio	Total	
1996	1,4	11,1	-4,4	6,6	2,1	11,8
1997	-5,4	5,1	-8,8	4,2	-4,2	6,5
1998	12,6	15,4	0,1	3,3	3,4	6,0
1999	4,1	11,0	-6,0	3,0	-2,9	3,7
2000	-5,3	1,0	-6,1	3,3	-2,7	3,7
2001	-4,3	-2,4	-4,3	2,1	-2,1	-0,1
2002	-0,7	2,3	-6,2	4,7	-1,4	1,5
2003	7,5	-1,2	7,6	3,1	11,5	2,5
2004	-1,5	-5,5	4,1	3,5	7,9	3,5
2005	3,8	4,4	-2,4	3,4	0,9	1,5
2006	-1,2	-6,4	3,6	2,9	6,7	1,1

^{1/} Signo positivo (negativo) indica depreciación (apreciación) del dólar con respecto a las monedas de nuestros socios comerciales.

Gráfico 14
VARIACIÓN % DE COTIZACIONES DE MONEDAS DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR
(Dic.06/Dic.05)



27. Durante el año 2006, el dólar se depreció respecto a otras monedas fuertes (euro, yen, dólar canadiense y libra). Sin embargo, el dólar se apreció respecto a las monedas de algunos países de la región como el peso mexicano, argentino y chileno.

Cuadro 11

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES: 2006
(Variaciones porcentuales)

	Peso *	Nominal respecto a:		Real respecto a:	
		Dic.04	Dic.05	Dic.04	Dic.05
Estados Unidos	25,1	-2,3	-6,4	0,9	-5,1
Eurozona	20,1	-3,6	4,2	-2,4	4,7
Japón	10,3	-13,6	-5,4	-15,7	-6,2
Brasil	6,4	23,5	-0,5	31,2	1,4
Reino Unido	5,8	-0,6	5,3	3,4	8,7
Chile	4,8	6,6	-8,8	10,4	-7,6
China	4,3	3,4	-3,4	5,2	-1,8
Colombia	4,0	4,6	-5,6	11,6	-2,4
México	3,4	0,9	-8,4	5,7	-5,7
Argentina	3,4	-6,2	-8,8	12,7	-1,0
Corea	3,3	10,9	3,5	13,3	4,5
Taiwán	2,5	-3,3	-4,2	-3,0	-4,6
Venezuela	2,5	-12,7	-6,4	13,7	8,2
Canadá	2,4	3,1	-5,8	4,3	-5,3
Bolivia	1,8	-1,1	-5,2	5,6	-2,1
Canasta	100,0	-1,1	-2,9	2,5	-1,2

* Peso con respecto al comercio del año 1994.

Gráfico 15
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO Y DEPRECIACIÓN IMPLÍCITA FORWARD (3 MESES)

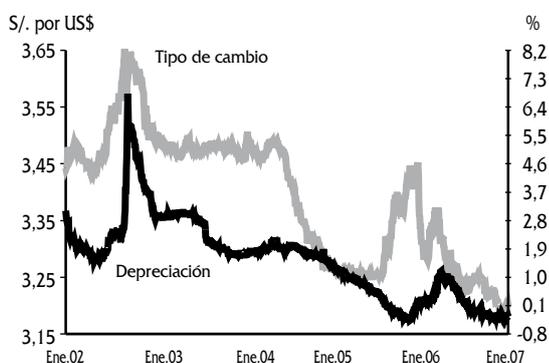
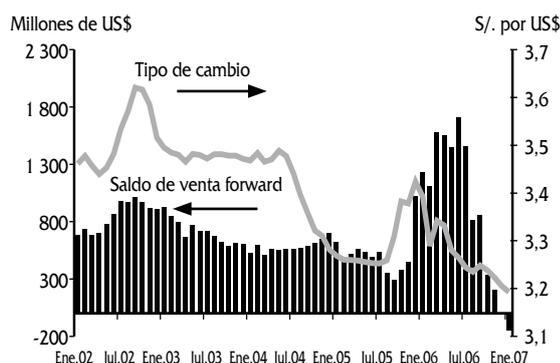


Gráfico 16
SALDO DE VENTAS NETAS DE FORWARDS Y TIPO DE CAMBIO



28. En la evolución del tipo de cambio nominal influyeron el continuo desarrollo favorable de las cuentas externas y los movimientos de portafolio hacia activos en nuevos soles, estos últimos por la mejora en los indicadores de riesgo país y las menores expectativas depreciatorias.

En línea con los resultados mencionados, se registró una tendencia hacia menores expectativas de depreciación del Nuevo Sol, sólo interrumpida durante el periodo electoral. Así, las expectativas de depreciación (implícitas en las operaciones *forward* a tres meses) fueron negativas (apreciatorias) a fines de año en 0,26 por ciento y se han mantenido estables en enero de 2007.

Esto se reflejó en la evolución de las operaciones de cobertura. El saldo de **ventas netas forward de moneda extranjera** de la banca al público pasó de US\$ 860 millones en setiembre de 2006 a US\$ -152 millones en enero de 2007 con un nuevo mínimo histórico de US\$ -344 millones el día 19 de enero de 2007. Cabe mencionar que el mercado *forward* se caracterizaba por una asimetría, en la medida que el saldo de ventas de los bancos (contratos contra riesgo de depreciación)

Gráfico 17
COMPRA-VENTA DE FORWARDS AL PÚBLICO
(Millones de US\$)

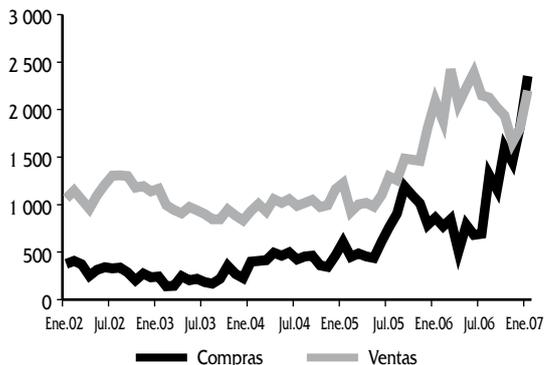
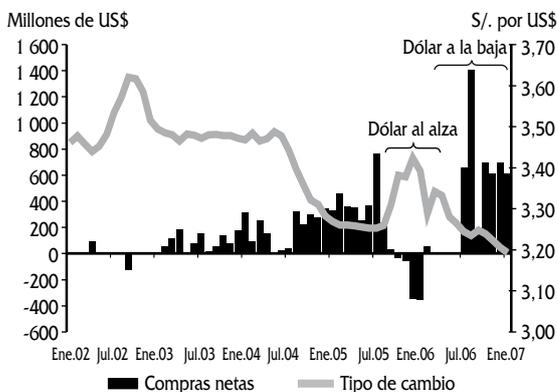


Gráfico 18
COMPRA NETAS DE DÓLARES Y TIPO DE CAMBIO



era significativamente superior al saldo de compras (contratos contra riesgo de apreciación). Tal asimetría ha ido reduciéndose hasta desaparecer a fines del año pasado (el saldo de ventas netas *forward* ha pasado a ser negativo) en un contexto de expectativas apreciatorias del Nuevo Sol.

El desarrollo de los mercados de coberturas cambiarias, como es el caso de los *forwards*, favorece la mitigación y desplazamiento de riesgos de apreciación y depreciación cambiaria, fortaleciendo de esta manera al sistema financiero y al balance de las empresas.

29. El BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 2 001 millones en el cuarto trimestre de 2006. Asimismo en enero de 2007, el BCRP compró dólares por US\$ 610 millones. Estas compras de dólares permiten una acumulación preventiva de reservas internacionales para afrontar eventuales choques externos negativos en el futuro.

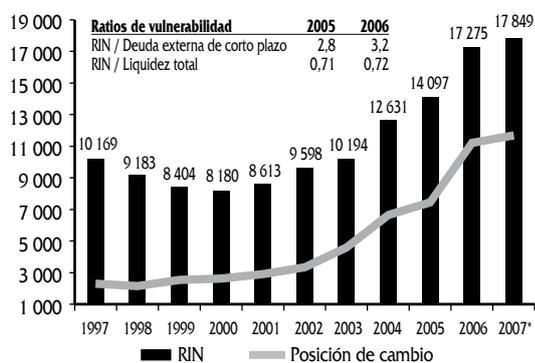
Parte de estas compras de dólares en el mercado cambiario han servido para atender la demanda de moneda extranjera del Tesoro Público para realizar pagos de deuda externa (US\$ 370 millones entre octubre de 2006 y enero de 2007). El resto ha pasado a formar parte de la posición de cambio del Banco Central, la que se ubica actualmente en US\$ 11,7 mil millones.

Cuadro 12

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

	2004	2005	2006		Año
			Ene.-Set.	IV-Trim.	
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	1 854	767	1 179	1 682	2 861
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	1 942	2 001	3 944
a. Compras	2 340	3 130	2 298	2 001	4 299
b. Ventas	0	-431	-355	0	-355
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-764	-320	-1 084
3. Otras operaciones (neto)	2	3	0	1	1
II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO	23	1 251	-491	-193	-684
III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO	359	-587	-125	369	245
IV. OTROS	201	35	512	244	756
V. TOTAL	2 437	1 466	1 075	2 102	3 178

Gráfico 19
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y POSICIÓN DE CAMBIO
(Millones de US\$)



* A enero.

30. Las reservas internacionales netas del BCRP, se incrementaron en US\$ 3 178 millones en el año 2006, alcanzando un saldo de US\$ 17 275 millones. Este resultado se explica principalmente por el incremento de la posición de cambio del BCRP en US\$ 3 636 millones y por el aumento de los depósitos del sector público en US\$ 245 millones, compensados por los menores depósitos del sistema financiero en US\$ 684 millones. La acumulación de reservas internacionales continuó en enero, alcanzando un saldo de US\$ 17 849 millones.

Con esta evolución continuó aumentando la porción de la liquidez del sector privado cubierta por las reservas internacionales al pasar de 71 por ciento en el año 2005 a 72 por ciento en 2006. Asimismo, la proporción de obligaciones externas con vencimiento en el corto plazo continuaron siendo cubiertas en exceso por las reservas internacionales.

RECUADRO 2

CRITERIOS PARA LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA

Un esquema de tipo de cambio flexible permite que la política monetaria esté orientada a mantener la estabilidad de precios y estabilizar la economía nacional, mientras que los efectos de choques externos sobre la economía se absorben con fluctuaciones del tipo de cambio.

Un régimen con pocas fluctuaciones del tipo de cambio puede crear incentivos al descalce de monedas en los balances de los agentes económicos, ya que las firmas no buscarán limitar la exposición de sus pasivos en dólares a dicho riesgo.

Si bien es beneficioso mantener un sistema de tipo de cambio flexible, la presencia de un alto grado de dolarización financiera genera riesgos de insolvencia e iliquidez en la economía. Por ello, como lo menciona Goldstein (2002), es necesario adaptar los beneficios obtenidos mediante un sistema de tipo de cambio flexible al hecho de que las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio podrían generar un deterioro en los balances de los agentes económicos con descalce de monedas. A medida que este descalce de monedas se reduzca, el tipo de cambio podrá fluctuar más.

Por ello, las medidas orientadas a desdolarizar la economía incluyen una mayor flexibilidad cambiaria ya que permiten reducir el descalce de monedas. El rendimiento real de los activos en soles se vuelve más estable respecto a aquellos en dólares ante una mayor fluctuación del tipo de cambio, lo cual incentiva la inversión en activos en moneda local. Así, se genera un círculo virtuoso que contribuye a la desdolarización de la economía y a la reducción del descalce de monedas en los balances de los agentes.

Sin embargo, mientras se mantenga un nivel elevado de dolarización financiera y ante la ausencia de un mercado desarrollado de cobertura cambiaria, es necesario que el Banco Central mantenga preventivamente un alto nivel de reservas internacionales y suavice las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio respetando su tendencia de mediano plazo para evitar su efecto negativo sobre los balances de los agentes económicos y, por consiguiente, sobre el nivel de actividad. Cabe mencionar que las intervenciones cambiarias no deben ser percibidas como un seguro cambiario, ya que ello evita que los agentes económicos interioricen la existencia del riesgo que genera la dolarización financiera.

Asimismo, las intervenciones cambiarias deben ser consistentes con el esquema de metas de inflación, privilegiando el cumplimiento de la meta inflacionaria en caso de que exista algún conflicto entre ambos. Las intervenciones cambiarias del Banco Central han sido consistentes con el esquema de metas de inflación. La credibilidad de los agentes económicos en la meta de inflación se mantiene sólida, como lo indican los resultados de las encuestas de expectativas macroeconómicas, al situar las expectativas inflacionarias dentro del rango de la meta de inflación.

La flexibilidad del tipo de cambio se ha incrementado gradualmente en los últimos años. En los episodios más recientes de alta volatilidad cambiaria, se ha dejado que el tipo de cambio absorba cada vez una mayor parte de los choques sobre el mercado

cambiarlo manteniendo estable la tasa de interés interbancaria, en tanto que ésta se fija en un nivel compatible con la meta de inflación. La variabilidad relativa del tipo de cambio respecto a la tasa de interés interbancaria ha aumentado, lo que favorece la desdolarización al hacer más estable y predecible el rendimiento de los activos en nuevos soles.

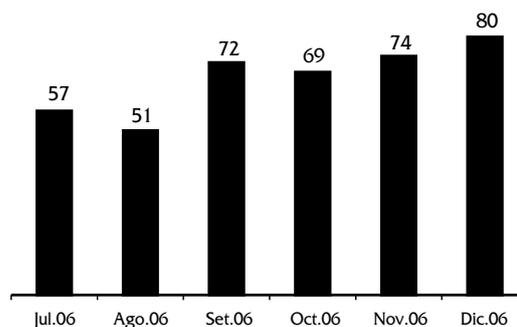
COEFICIENTE DE VARIABILIDAD DE LA TASA INTERBANCARIA Y DEL TIPO DE CAMBIO: 1999 - 2006 ^{1/}

Año	Tasa de interés interbancaria (a)	Tipo de cambio (b)	Coefficiente (%) (b) / (a)
1999	0,31	0,005	1,6
2000	0,21	0,003	1,7
2001	0,11	0,003	2,8
2002	0,15	0,004	2,8
2003	0,03	0,001	4,9
2004	0,03	0,003	12,2
2005	0,02	0,002	12,7
2006	0,02	0,004	22,2

^{1/} Definido como la desviación estándar dividida entre el nivel promedio de la variable.

A partir del cuarto trimestre, la intervención del BCRP viene enfatizando en la necesidad de preservar la flexibilidad cambiaria con la finalidad de evitar que el mercado considere que existe un seguro cambiario implícito. Con esta estrategia se ha logrado que el mercado cambiario opere más fluidamente sin que concentre sus operaciones al cierre de la jornada.

OPERACIONES CAMBIARIAS EFECTUADAS ANTES DE LAS 13 HORAS (%) ^{1/}

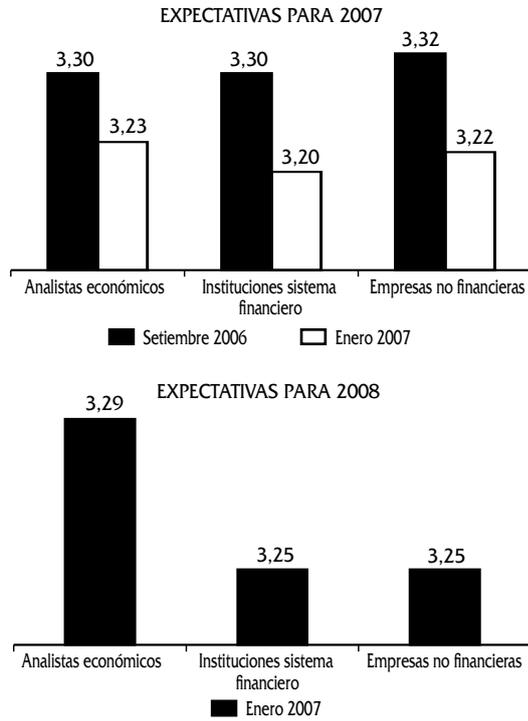


^{1/} El mercado cambiario opera hasta las 13:30 horas. Operaciones cerradas en DATATEC.

Referencias

- * Bailliu, J. y Murray, J. (2004). "Exchange rate regimes in emerging markets". Bank of Canada Review, Bank of Canada, vol. 127(Winter).
- * Berg, A. y Borensztein, E. (1999). "The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies", International Monetary Fund Working Paper 00/29 (February).
- * Bank for International Settlements (2005). "Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications". BIS Papers No 24.
- * Goldstein, M. (2002). "Managed floating plus: the great currency regime debate", Institute for International Economics.
- * Velasco, A. (2000). "Exchange rate policies for developing countries: What have we learned? What do we still not know?" G-24 Discussion Paper Series, No. 5. Geneva, UNCTAD, June.

Gráfico 20
EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (S/. por US\$)



Expectativas de Tipo de Cambio

31. Las expectativas de los agentes respecto a cuál será el tipo de cambio al cierre de 2007 se ha corregido a la baja, pasando de entre S/. 3,30 a S/. 3,32 por dólar en setiembre, a un rango entre S/. 3,20 y S/. 3,23 por dólar en enero de 2007. Para 2008, los agentes económicos esperan que el tipo de cambio se encuentre entre S/. 3,25 y S/. 3,29 por dólar.

III. Entorno internacional

Durante 2006, la economía mundial continuó mostrando un entorno favorable debido al dinamismo de algunas economías emergentes, como China, junto a una mayor actividad económica de países desarrollados como Alemania que registró un crecimiento por encima de lo esperado. Esta evolución se reflejó en una mayor demanda por materias primas, que contribuyó a que nuestros términos de intercambio tuvieran un aumento histórico de 26 por ciento con un crecimiento de los precios de exportación de 36 por ciento.

Para los años 2007 y 2008 se espera una desaceleración moderada en el crecimiento mundial, asociada principalmente a un enfriamiento de la actividad inmobiliaria de la economía norteamericana. El menor crecimiento mundial impactaría en las cotizaciones internacionales de las materias primas, con lo cual se proyecta una disminución de los términos de intercambio de 4 y 6 por ciento para los años 2007 y 2008.

Cuadro 13

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES ^{1/}
(En porcentaje)

	Participación en el comercio 2005	2004	2005	2006		2007		2008
				RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
Socios Comerciales ^{2/}	100%	5,3	4,4	4,6	4,6	3,8	3,9	4,0
Norteamérica	34%	3,8	3,2	3,4	3,2	2,6	2,4	3,0
Estados Unidos	29%	3,9	3,2	3,5	3,4	2,6	2,4	3,0
Canadá	5%	3,3	2,9	2,9	2,7	2,7	2,3	2,9
Europa	17%	2,1	1,6	2,6	2,8	2,0	2,2	2,2
Alemania	4%	1,2	0,9	2,2	2,5	1,2	1,5	2,0
Reino Unido	1%	3,3	1,9	2,6	2,7	2,4	2,5	2,4
Asia	19%	7,5	7,3	7,6	7,6	6,7	6,9	7,0
China	11%	10,1	10,2	10,4	10,7	9,1	9,6	9,4
Japón	4%	2,3	2,6	2,8	2,2	2,2	1,8	2,3
América Latina	30%	7,3	5,4	5,0	5,2	4,4	4,8	4,2
Argentina	3%	9,0	9,2	7,7	8,4	5,6	7,2	4,7
Brasil	6%	4,9	2,3	3,5	2,8	3,6	3,4	3,6
Chile	7%	6,2	6,3	5,3	4,3	5,2	5,2	5,0
México	3%	4,2	3,0	4,4	4,7	3,4	3,4	3,7
Venezuela	3%	17,9	9,3	8,5	9,8	6,2	6,9	5,0
Economía Mundial		3,9	3,3	3,8	3,8	3,2	3,2	3,3

Nota:

RI: Reporte de Inflación.

^{1/} Datos ejecutados del WEO y datos proyectados del Consensus Forecast del mes respectivo.

^{2/} Ponderado de acuerdo al comercio de 2005.

Situación económica mundial

32. En el año 2006 el crecimiento de nuestros principales socios comerciales sería de aproximadamente 4,6 por ciento, ligeramente superior al del año 2005 e igual al proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre. Destaca China con un crecimiento de más de 10 por ciento, por encima de las previsiones iniciales y a pesar de las medidas aplicadas para desacelerar la economía. Para los años 2007 y 2008, se espera una desaceleración moderada del crecimiento de la economía mundial, en particular en Estados Unidos, donde la economía se vería afectada por la desaceleración del mercado inmobiliario resultante de la corrección de tasas de interés de la Reserva Federal entre junio de 2004 y junio de 2006 (de 1,0 a 5,25 por ciento).
33. Luego de crecer 5,6 por ciento en el primer trimestre, la economía de **Estados Unidos** registró tasas de crecimiento de 2,6 y 2,0 por ciento en el segundo y tercer trimestre, respectivamente. El menor crecimiento se explica por el enfriamiento del mercado inmobiliario que ha impactado sobre el consumo y la inversión. Sin embargo, la evolución favorable del empleo y los bajos niveles de desempleo han contribuido a evitar una caída mayor en el consumo. En el cuarto trimestre la economía creció 3,5 por ciento, con lo que el crecimiento para el año 2006 sería de 3,4 por ciento. Para este año, las diversas fuentes de proyección estiman que la economía norteamericana reduciría su crecimiento a una tasa entre 2 y 3 por ciento.

Cuadro 14

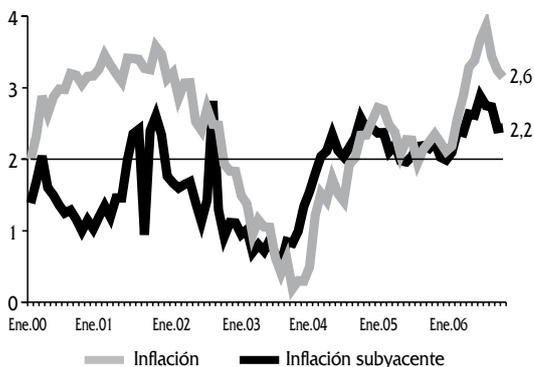
PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ ^{1/}

	2004	2005	2006*	2007*	2008*
PBI (Var.%)					
Estados Unidos	3,9	3,2	3,4	2,4	3,0
Canadá	3,3	2,9	2,7	2,3	2,9
Inflación					
Estados Unidos	3,3	3,4	2,5	2,3	2,3
Canadá	2,1	2,2	1,6	2,2	2,0
Cuenta Corriente (% del PBI)					
Estados Unidos	-5,7	-6,4	-6,6	-6,0	-5,6
Canadá	2,1	2,3	2,0	1,2	1,0
Deficit Fiscal Gobierno General (% del PBI)					
Estados Unidos	-4,6	-3,7	-3,1	-3,2	-2,9
Canadá	0,7	1,7	1,1	1,0	0,9

^{1/} Fuente: Consensus Forecast, FMI y BCRP.

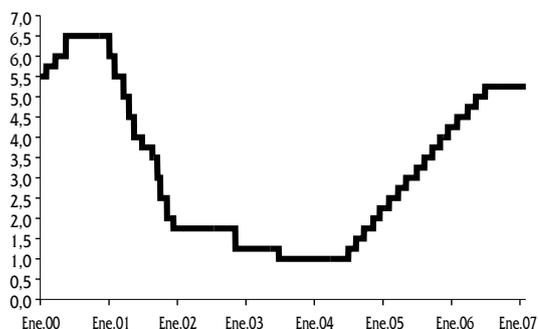
* Proyección.

Gráfico 21
ESTADOS UNIDOS: INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)



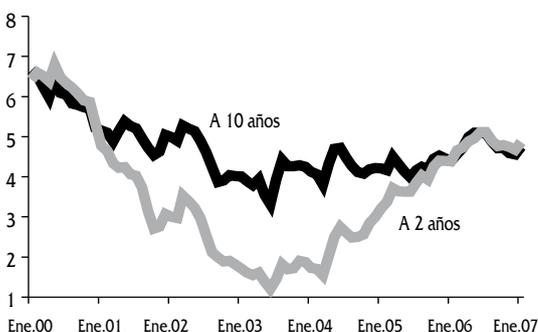
La inflación en Estados Unidos ha venido mostrando una desaceleración desde julio de 2006 debido principalmente a la reducción de los precios del petróleo y otros *commodities*; mientras que el componente subyacente -que excluye alimentos y energía- comenzó a mostrar un menor crecimiento recién desde el mes de octubre. Pese a esta evolución, la inflación subyacente aún se mantiene en niveles por encima de 2 por ciento, mayor a lo que la FED considera un nivel confortable.

Gráfico 22
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA DE LA FED
(En porcentajes)



En 2006, la FED continuó con su política de alzas moderadas con incrementos de 25 puntos básicos en cuatro oportunidades, hasta ubicarla en 5,25 por ciento en junio de 2006. En los últimos comunicados y Minutas del Comité de Política Monetaria, la FED mantenía su sesgo por las presiones inflacionarias aunque considera que éstas se reducirían gradualmente como consecuencia de la desaceleración económica prevista, por lo que la actual posición de política monetaria sería consistente con tasas de crecimiento moderadas. En este sentido, la proyección actual considera un recorte de la tasa de la FED para 2007, a 5 por ciento en el segundo semestre, tasa que se mantendría para 2008.

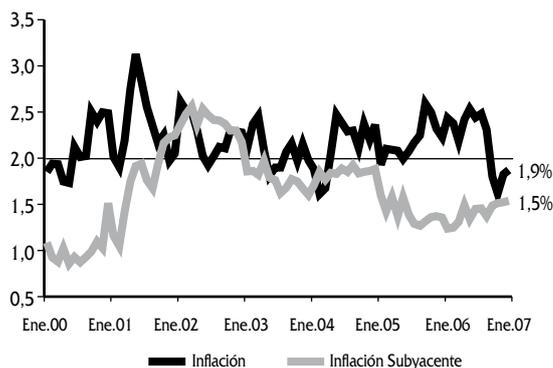
Gráfico 23
EUA: RENDIMIENTO DE LOS TÍTULOS DEL TESORO



Las **tasas de interés de largo plazo** han registrado una disminución, influidas por las perspectivas de menor crecimiento de Estados Unidos. En los últimos meses, las tasas de los bonos a dos años han disminuido en forma más acentuada que la de los bonos a 10 años, haciendo que desde junio la curva de rendimiento se mantenga invertida (tasas de corto plazo por encima de las de plazos mayores).

34. En **Europa**, se estima que el crecimiento habría sido 2,8 por ciento en 2006 y se prevé sea 2,2 por ciento para los años 2007 y 2008.

Gráfico 24
EUROZONA: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)



La **Eurozona** ha venido creciendo en 2006 a tasas no observadas desde el primer trimestre de 2001. Así, al tercer trimestre la Eurozona creció en 2,7 por ciento, luego de crecer 2,2 y 2,9 por ciento en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Dentro de la Eurozona, Alemania muestra una recuperación importante asociado al dinamismo de la manufactura exportadora y al repunte de la inversión. Del resto de economías de Europa, destacó el crecimiento de **Reino Unido**, impulsado por la demanda interna.

Para 2007 y 2008 las previsiones asumen un menor crecimiento asociado con el ciclo de alza de tasas de interés en Europa, los efectos de las medidas tributarias en Alemania y la desaceleración de la economía de Estados Unidos.

En el segundo semestre de 2006, la inflación en la Eurozona registró una desaceleración desde tasas de 2,5 por ciento en

Cuadro 15
PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA ^{1/}

	2004	2005	2006*	2007*	2008*
PBI (Var.%)					
Alemania	1,2	0,9	2,5	1,5	2,0
España	3,2	3,5	3,7	3,2	2,9
Reino Unido	3,3	1,9	2,7	2,5	2,4
Inflación					
Alemania	2,1	2,1	1,4	2,4	1,0
España	3,2	3,8	2,6	3,1	2,2
Reino Unido	1,6	1,9	3,0	1,5	2,0

1/ Fuente Consensus Forecast y BCRP.

* Proyección.

junio a 1,9 por ciento en diciembre, ubicándose por primera vez desde 1999, por debajo de la meta de 2 por ciento. La inflación subyacente se mantuvo en un nivel de 1,5 por ciento. Estos resultados son consistentes con lo señalado por el **Banco Central Europeo** (BCE), que espera que las tasas de inflación se mantengan cerca de la meta del 2 por ciento para 2007.

Durante el año 2006, el BCE elevó su tasa de interés en 5 oportunidades desde 2,25 por ciento en diciembre de 2005 hasta 3,5 por ciento en diciembre de 2006. El mercado prevé aumentos adicionales para 2007 de hasta 50 puntos básicos, sobre la base de reiteradas señales del BCE de que se dará una fuerte vigilancia a la inflación.

El **Banco de Inglaterra** (BoE) elevó la tasa de interés en 25 puntos básicos en dos ocasiones durante el año, hasta 5 por ciento. En enero de 2007, el BoE elevó su tasa en 25 puntos y el mercado espera que la tasa se ubique en 5,5 por ciento al cierre de 2007, con el fin de controlar la inflación que actualmente supera la meta de 2 por ciento.

35. **Japón** mostró una recuperación importante en el primer trimestre de 2006 (2,9 por ciento anual) para luego mostrar una desaceleración significativa en el segundo y tercer trimestre (1,6 por ciento), consistente con la evolución de indicadores que muestran una reducción en el crecimiento del gasto de capital. De acuerdo con estos resultados, la proyección de crecimiento para 2007 es de 1,8 por ciento.

El **Banco de Japón** (BoJ) ha señalado que la evidencia en torno al fin del proceso deflacionario no es categórica; en particular, ha señalado que la inflación, medida con una nueva metodología, habría aumentado menos de lo esperado⁴. Desde mayo de 2006, la inflación del Índice de Precios al Consumidor ha sido positiva y en noviembre fue 0,3 por ciento anual, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido negativa durante todo el año.

4 Los cambios en el método utilizado para la medición del IPC se dan en Japón cada 5 años, el cual incluye una reestructuración de los componentes de la canasta de productos y del peso asignado a cada uno de ellos. El nuevo método utiliza como año base el 2005, sustituyendo al año 2000.

Cuadro 16

PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA 1/

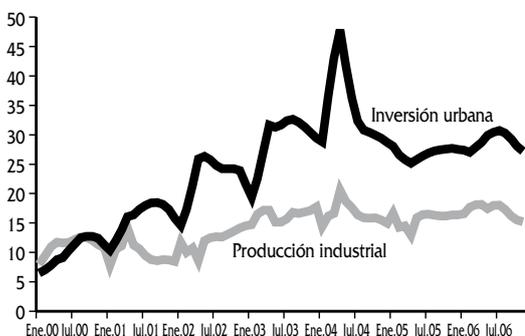
	2004	2005	2006*	2007*	2008*
PBI (Var.%)					
China	10,1	10,2	10,5	9,6	9,4
Corea del Sur	4,7	4,0	5,0	4,4	4,9
Japón	2,7	1,9	2,2	1,8	2,3
Inflación					
China	2,4	1,6	2,8	2,4	2,0
Corea del Sur	3,0	2,6	2,2	2,5	2,4
Japón	0,2	-0,4	0,3	0,3	1,0

1/ Fuente Consensus Forecast y BCRP.

* Proyección.

Gráfico 25

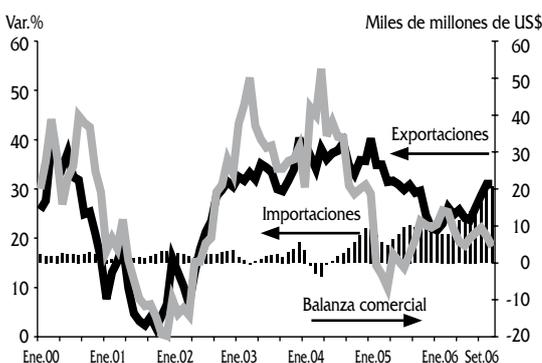
CHINA: ACTIVIDAD ECONÓMICA (VAR. %)
(Promedio móvil a 3 meses)



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

Gráfico 26

CHINA: BALANZA COMERCIAL
(Promedio móvil a 3 meses)



Fuente: General Administration of Customs of China.

El Boj, que desde marzo pasó de un esquema basado en agregados monetarios a uno de tasa de interés, anunció el retiro gradual de liquidez consistente con la elevación de la tasa de interés que se registró en julio cuando elevó la tasa a 0,25 por ciento. Sin embargo, evidencias recientes de desaceleración y la incertidumbre respecto a la inflación, han conllevado a que el Boj postergue incrementos adicionales hasta el año 2007.

36. Dentro de las economías emergentes destaca el significativo dinamismo de **China**, cuyo producto creció 10,7 por ciento en el año 2006, la tasa más alta desde mediados de la década de los 90. El significativo dinamismo de la economía china continúa sustentándose por el crecimiento de la inversión y las exportaciones.

Las medidas para impulsar una mayor flexibilización cambiaria del yuan, así como otras de política monetaria orientadas a moderar el crecimiento hacia tasas más sostenibles tendrían efecto a partir de 2007, lo que podría reflejarse en los menores precios de materias primas.

37. En **América Latina**, el dinamismo de la actividad económica continuó durante el año 2006 explicado por el fuerte incremento en la demanda interna, en un contexto externo caracterizado por elevados precios de materias primas y abundante liquidez internacional. Ello ha llevado a continuas correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento de la región para los años 2006 y 2007. Para 2008, se estima que el crecimiento se desaceleraría ligeramente.

Cuadro 17**PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA ^{1/}**

	2004	2005	2006*	2007*	2008*
PBI (Var. %)					
Argentina	9,0	9,2	8,4	7,2	4,7
Brasil	4,9	2,3	2,8	3,4	3,6
Chile	6,2	6,3	4,3	5,2	5,0
Colombia	4,9	5,2	5,8	5,0	4,2
México	4,2	3,0	4,7	3,4	3,7
Inflación					
Argentina	6,1	12,3	9,8	10,3	10,2
Brasil	7,6	5,7	3,1	4,0	4,1
Chile	2,4	3,7	2,6	2,9	2,9
Colombia	5,5	4,9	4,5	4,1	3,9
México	5,2	3,3	4,1	3,5	3,5

1/ Fuente Consensus Forecast.

* Proyección.

Los bancos centrales de América Latina tuvieron diferentes respuestas de política monetaria. En países con menores presiones inflacionarias y bajo crecimiento, como **Brasil** y **México**, las tasas de interés continuaron reduciéndose durante el 2006, aunque México la mantuvo en el segundo semestre. **Chile** y **Colombia** elevaron sus tasas de referencia, aunque en el caso chileno con mayor pausa en el segundo semestre de 2006.

Deuda de las economías emergentes

Los spreads de la deuda de las economías emergentes continuaron su tendencia a la baja. El mantenimiento de altos precios de commodities, las mejoras en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes y el cambio de expectativas en torno a la política de tasas de interés por parte de la FED llevaron a que los spreads alcanzaran sucesivos mínimos históricos.

38. Los *spreads* de la deuda de las economías emergentes mostraron una tendencia acentuada a la baja, brevemente interrumpida entre mayo y junio. Los índices EMBI+ de Brasil, Argentina y Perú alcanzaron sucesivos mínimos históricos en el año.

Esta tendencia a la baja en los *spreads* se explica en gran medida por la mejora en los fundamentos de las economías lo cual, a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias.

De acuerdo con *Emerging Portfolio Fund Research* los flujos netos de los fondos mutuos dedicados a los mercados

bursátiles emergentes alcanzaron los US\$ 22 mil millones al 20 de diciembre de 2006, mayor al máximo histórico alcanzado en 2005 (US\$ 20 mil millones). JP Morgan reportó que los flujos de capitales hacia los mercados de bonos fueron US\$ 24 mil millones, de los cuales US\$ 19 mil millones se dirigieron a los mercados de deuda externa y US\$ 5 mil millones a los de deuda local.

Cuadro 18

SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBI+)*

	2002	2003	2004	2005	2006	Var. en pbs 2006-2005
Economías Emergentes	765	418	356	245	169	-76
<u>América Latina</u>	<u>1 007</u>	<u>521</u>	<u>420</u>	<u>283</u>	<u>186</u>	<u>-97</u>
Brasil	1 446	463	382	311	192	-119
Colombia	645	431	332	238	161	-77
México	331	199	166	126	98	-28
Argentina	6 391	5 632	4 703	504	216	-288
Perú 1/	610	312	220	206	118	-88

* 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.

Gráfico 27
EL DÓLAR FRENTE A LAS PRINCIPALES DIVISAS

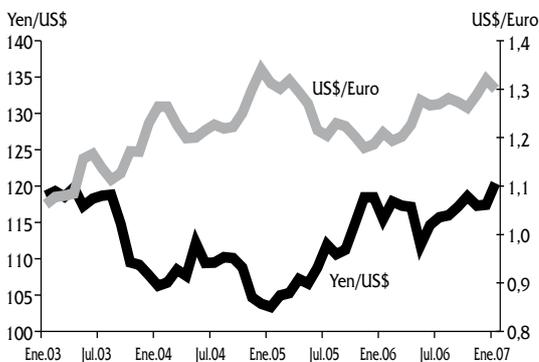
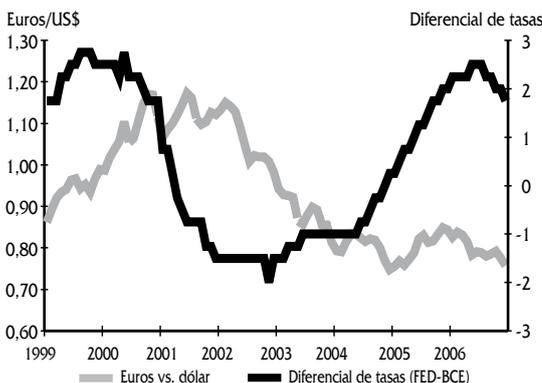


Gráfico 28
COTIZACIÓN DEL DÓLAR (EUROS POR US\$) Y DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Evolución del dólar en los mercados internacionales

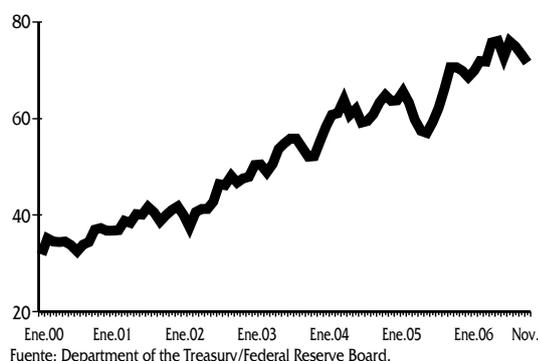
El dólar retomó su tendencia depreciatoria durante el año 2006 afectado por las expectativas de reducción en el diferencial de tasas que existe a favor de esta moneda. Estos desarrollos se dan en un contexto en que se mantienen los desequilibrios externos de Estados Unidos, lo que genera incertidumbre respecto a la evolución del dólar para 2007 y 2008. No obstante, el mercado no espera una corrección brusca en el corto plazo.

39. Desde junio de 2006, el **dólar** retomó una evolución depreciatoria que se había interrumpido en 2005. La reducción del diferencial de tasas de interés entre Estados Unidos y el resto del mundo y las expectativas de una mayor reducción para 2007 influyeron en la depreciación del dólar con respecto al euro y otras monedas como la libra, a ello se sumó la probabilidad de mayores alzas de tasas en el resto de economías y una eventual recomposición de los portafolios de los bancos centrales a favor del euro.

Con respecto al euro, el dólar se depreció en 10 por ciento durante 2006. Se espera que el diferencial de tasas de interés (actualmente en 175 pbs.) se reduzca por la expectativa de que el BCE incremente sus tasas en 2007. Con respecto al yen, el dólar se ha depreciado sólo en 1 por ciento.

Esta debilidad del dólar, además, ha sido casi generalizada frente a las monedas de las economías emergentes.

Gráfico 29
ESTADOS UNIDOS: COMPRAS NETAS DE ACTIVOS DE LARGO PLAZO DE NO RESIDENTES
 (Promedios móviles últimos 12 meses, miles de millones de US\$)



40. Cabe señalar que el ajuste del dólar se da en un contexto de fuertes desequilibrios de balanza de pagos en Estados Unidos. En el año 2006, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos sería equivalente a 6,6 por ciento del PBI y continuaría financiándose por las compras de activos en dólares, por parte de extranjeros.

El mercado proyecta una apreciación ligera del dólar para 2007 y 2008 con respecto al euro y otras monedas fuertes, mientras que considera una mayor depreciación con respecto a las monedas de las principales economías asiáticas (yen, yuan y otras). Ello reflejaría la expectativa de una corrección gradual de los desequilibrios en Estados Unidos y, en particular, que el ajuste del dólar se daría básicamente con respecto a las monedas de Asia.

RECUADRO 3
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR Y DESEQUILIBRIOS GLOBALES

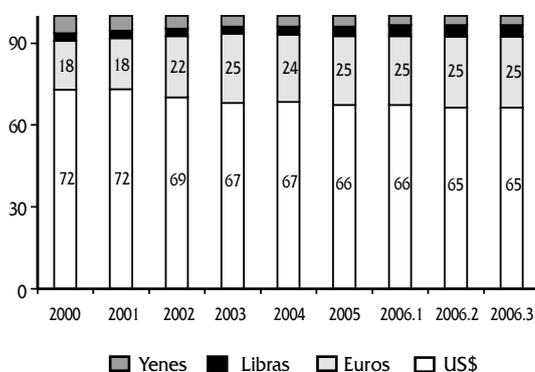
El término “desequilibrio global” hace referencia al mantenimiento sostenido de déficit en cuenta corriente de Estados Unidos que ha llevado a un incremento en su posición deudora. Se estima que, a diciembre de 2006, la posición deudora de Estados Unidos se acercaría a los US\$ 3 billones (equivalente a aproximadamente 25 por ciento del PBI). Como contrapartida, existen países (en particular, China, Japón, Alemania y los países exportadores de petróleo) que tienen superávit y que acumulan títulos norteamericanos.

No existe consenso sobre la magnitud de estos desequilibrios. Algunos autores señalan que la posición deudora se encuentra sobrestimada (Hausman and Sturzenegger, 2006^a), al no incorporar el mayor retorno que Estados Unidos recibe por sus inversiones en el exterior respecto a lo que rinden sus pasivos externos (como por ejemplo los bonos del Tesoro Americano). Otros autores (Caballero 2006^b, Dooley 2003^c) señalan que esta situación es sostenible en el mediano plazo debido a que la demanda por activos en dólares de los países que actualmente presentan alto crecimiento y no tienen

mercados financieros desarrollados se mantendría en el futuro. En contraposición, algunos economistas (Roubini y Setser, 2004^d y Obstfeld y Rogoff, 2005^e) señalan que una depreciación del dólar, junto con un menor gasto interno, sería necesaria para equilibrar la cuenta corriente de Estados Unidos y reducirla a niveles sostenibles. Rogoff y Obstfeld estiman que una depreciación real, de por lo menos 20 por ciento, sería necesaria para corregir los desequilibrios de cuenta corriente.

En la actualidad, alrededor de dos tercios de las reservas internacionales mundiales que se mantienen en monedas, están denominadas en dólares mientras que la participación de activos denominados en euros alcanza 25 por ciento. Por ello, cualquier recomposición significativa de portafolio de los bancos centrales podría afectar la cotización del dólar. Del mismo modo, el monto de bonos del Tesoro Americano en manos de extranjeros alcanza, a octubre de 2006, los US\$ 2 billones, representando aproximadamente la cuarta parte de la deuda pública.

RESERVAS INTERNACIONALES DE BANCOS CENTRALES: COMPOSICIÓN POR MONEDA
 (En porcentajes)



Fuente: FMI (COFER).

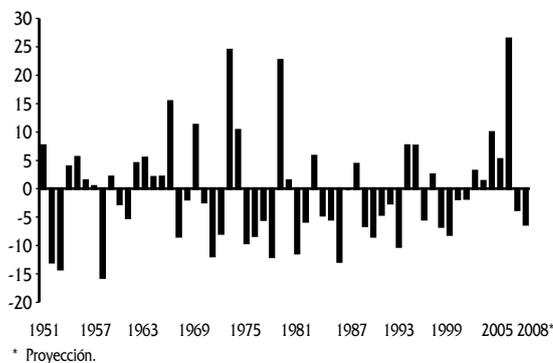
La reducción del déficit de Estados Unidos podría darse de diferentes maneras. Por un lado puede requerir una reducción del gasto (aumento del ahorro) en Estados Unidos y un incremento del gasto (disminución del ahorro) en países con elevado superávit. El ajuste del déficit en cuenta corriente también podría requerir de un ajuste de precios relativos a través de una depreciación del dólar.

Existen otras experiencias en las cuales el dólar se ha depreciado significativamente. En la década de los 80, en un contexto de desequilibrio externo de Estados Unidos, se coordinaron acciones para que Alemania y Japón permitiesen una apreciación de sus monedas. Esta apreciación superó incluso el 50 por ciento, llevando a un nuevo acuerdo (Acuerdo de Louvre) para evitar una apreciación mayor de esas monedas. Diversos analistas consideran que este fue un ajuste ordenado, y poco costoso en términos de producto. Sin embargo, en el caso particular de Japón, la apreciación del yen afectó fuertemente al sector exportador lo que llevó a la aplicación de políticas monetarias expansivas que causaron el desarrollo de una burbuja inmobiliaria y bursátil que se corrigió posteriormente, afectando el crecimiento de Japón en los años noventa.

Referencias:

- a. Hausmann, Ricardo y Sturzenegger, Federico. 2005. "Global imbalances or bad accounting? The missing dark matter in the wealth of nations", copia mimeografiada, Universidad de Harvard.
- b. Caballero, Ricardo; Farhi, Emmanuel y Gourinchas, Pierre-Olivier (2006). "An equilibrium model of global imbalances and low interest rates". MIT Department of Economics, Working Paper No. 06-02.
- c. Dooley, Michael; Folkerts-Landau y Garber, Peter. "An essay on the revived Bretton Woods System". Working Paper 9971, NBER, Setiembre 2003.
- d. Roubini, Nouriel y Setser, Brad. "The US as a net debtor: The sustainability of the US external imbalances". Noviembre 2004.
- e. Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth. "The unsustainable US current account position revisited". Junio 2005.

Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1951-2008
(Variaciones porcentuales)

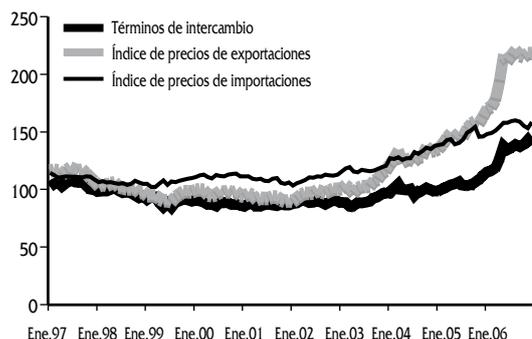


Términos de Intercambio

Luego de registrar el mayor incremento histórico en el año 2006, (26 por ciento) los términos de intercambio tendrían una corrección moderada en 2007 y 2008.

Los mayores precios de exportación en 2006 reflejaron tanto el aumento en la demanda mundial cuanto situaciones que restringieron la oferta de determinados productos, lo cual a su vez provocó una mayor volatilidad en los precios de este mercado. Esta alta volatilidad se presume se mantendrá en el horizonte de proyección 2007-2008. En una perspectiva de largo plazo, se prevé que la entrada en operación de nuevos proyectos incremente la oferta global de materias primas en un entorno de desaceleración gradual de la actividad económica mundial.

Gráfico 31
ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES, DE LAS IMPORTACIONES Y DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (1994=100)



Para 2007, los bajos inventarios generarían presiones al alza en algunos metales básicos (en particular, plomo y estaño), lo que compensaría el menor precio mundial del cobre. El oro, por su condición de activo de reserva, tendría una tendencia al alza debido a la incertidumbre en torno al dólar, mientras que el incremento en el precio del petróleo estaría determinado por el contexto de escasa capacidad instalada ociosa.

Cuadro 19**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**

(Variación porcentual anual)

	2004	2005	2006		2007 ^{1/}		2008 ^{1/}
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
Términos de intercambio	9.9	5.2	23.8	26.2	-5.3	-3.7	-6.3
1. Índice de precios de exportación del cual:	22,4	16,3	33,5	35,7	-1,2	-1,6	-3,7
- Oro (US\$ / Oz.Tr.)	410	445	605	605	627	637	661
- Cobre (US\$ / Lb)	1,30	1,67	3,11	3,05	3,01	2,57	2,32
- Zinc (US\$ / Lb)	0,48	0,63	1,38	1,49	1,37	1,65	1,31
- Harina de Pescado (US\$ / TM)	625	686	1 045	1 080	922	1 074	1 062
2. Índice de precios de importación del cual:	11,4	10,6	7,8	7,4	4,4	2,2	2,8
- Petróleo (US\$ / barril)	41	57	69	66	71	62	65
- Trigo (US\$ / TM)	134	130	167	169	172	183	175

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyectado.

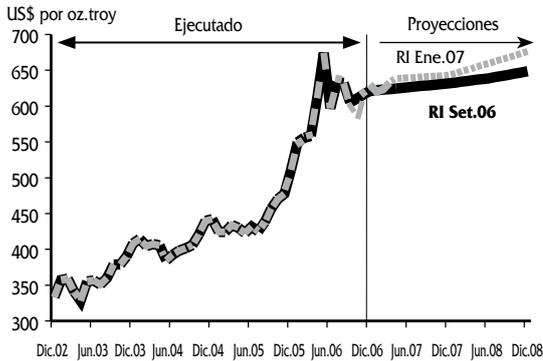
41. Las cotizaciones de los principales metales tuvieron un comportamiento al alza durante el primer semestre de 2006, alcanzando niveles históricos. Sin embargo, desde el segundo semestre se empezó a observar un comportamiento diferenciado por productos. Mientras las cotizaciones del oro y del cobre registraron disminuciones respecto a los niveles del primer semestre, los demás metales básicos (zinc, estaño y plomo) registraron significativas alzas durante los últimos meses de 2006.

Este comportamiento diferenciado entre productos muestra que la dinámica de los precios de las materias primas observada en los últimos meses de 2006, y la que posiblemente se registre para 2007, será explicada en gran medida por factores específicos y no por una tendencia común. Una observación de las correlaciones a partir de la segunda mitad de 2006 para los principales metales muestra que éstas han decrecido significativamente con respecto a las elevadas correlaciones registradas en los últimos cuatro años. Así, por ejemplo, la correlación existente entre los precios del oro y del cobre pasó de 0,97 en los últimos 4 años a -0,22 a partir del segundo semestre de 2006.

Oro

42. La cotización promedio del oro creció 36 por ciento en 2006, registrando un precio promedio de US\$ 605 por onza troy, alcanzando un máximo en 26 años el 11 de mayo cuando llegó a US\$ 721 por onza troy. Este resultado se explica por

Gráfico 32
PRECIO DEL ORO: PROYECCIÓN



Ri: Reporte de Inflación.

la mayor demanda por parte de inversionistas al considerar al oro como activo de reserva, ante presiones inflacionarias y debilitamiento del dólar. También influyó la incertidumbre geopolítica mundial (conflicto en el Medio Oriente, pruebas nucleares de Corea del Norte y tensiones en torno al programa nuclear de Irán) y las menores ventas de reservas de oro por parte de los bancos centrales.

Todos estos factores compensaron el debilitamiento de la demanda de la industria de joyas, en especial de India y Medio Oriente, y el retroceso del precio del petróleo durante los últimos meses de 2006.

Se espera que el precio promedio pase de US\$ 605 por onza troy en 2006 a US\$ 637 por onza troy en 2007. Se prevé un crecimiento moderado de la producción para 2007 (mayor producción en Australia, Estados Unidos y Latinoamérica compensarán la continua caída de Sudáfrica), consistente con una recuperación de la demanda, principalmente de la joyería, luego de la fuerte caída del año 2006. La demanda de inversionistas se mantendrá elevada por condiciones similares a las de 2006 y se espera que, nuevamente, las ventas de los bancos centrales no alcancen el límite de 500 toneladas en el año y que el FMI adopte una posición moderada en cuanto a ventas de oro para financiar su déficit operacional. Estos factores también podrían explicar un incremento moderado en la cotización para el año 2008.

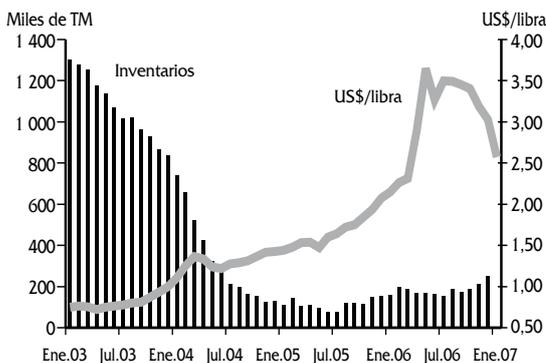
Cobre

43. Durante 2006 la cotización del cobre, metal cuyo principales demandantes son el sector eléctrico y el de construcción, fue en promedio US\$ 3,05 por libra, mayor en 84 por ciento a la de 2005. Desde mayo de 2006, mes en el que alcanzó un nivel máximo de US\$ 4 por libra, viene mostrando una tendencia a la baja.

El aumento en la cotización del cobre se explica tanto por factores de oferta como de demanda. Dentro de los primeros se encuentran las huelgas por disputas salariales en las más importantes minas, interrupciones en la producción por derrumbes (Chuquicamata-Codelco), problemas técnicos (Grasberg, Indonesia) y el cierre temporal de la mina La Caridad (México). Todos estos factores habrían determinado una pérdida en la producción anual de 500 mil TM. (3 por ciento de la producción total).

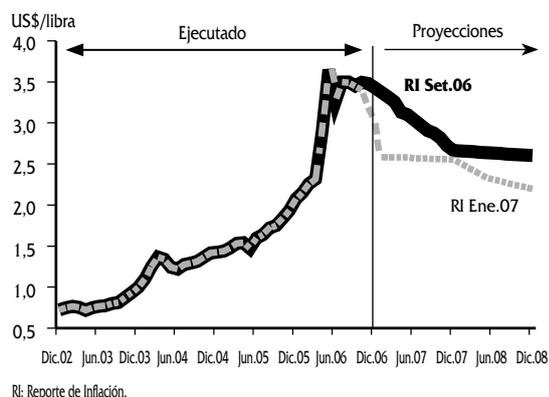
Por el lado de la demanda, los factores que propiciaron los altos precios estuvieron asociados al dinamismo de las principales economías consumidoras de cobre, principalmente China, en un contexto de bajos inventarios a nivel mundial. Estos últimos se han venido recuperando, pero aún están lejos de los 41 días de consumo que se podían cubrir a inicios de 2003.

Gráfico 33
PRECIO DEL COBRE E INVENTARIOS



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

Gráfico 34
PRECIO DEL COBRE: PROYECCIÓN



RI: Reporte de Inflación.

La cotización del cobre disminuyó a lo largo del segundo semestre de 2006, reflejando una leve recuperación de los inventarios, una demanda menor de la esperada por parte de China y la desaceleración de la economía de Estados Unidos.

De acuerdo con estos desarrollos, se espera una paulatina disminución del precio del metal rojo hasta niveles promedio de US\$ 2,57 por libra en 2007. Esta evolución respondería a la desaceleración de Estados Unidos por la menor actividad inmobiliaria, la cual explica alrededor de la mitad del consumo de cobre de este país, y de China, por las medidas que viene aplicando para moderar su crecimiento.

Asimismo, se prevé la recuperación de la producción mundial, particularmente en las minas afectadas en 2006, y la puesta en marcha de nuevos proyectos como la mina chilena Spence y la mina peruana Cerro Verde con 200 mil toneladas anuales cada una. Para 2008, se espera un menor precio, en un contexto de mejora en el balance oferta y demanda.

Cuadro 20

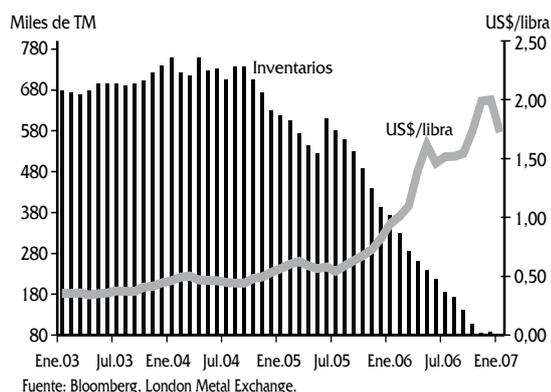
BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE LOS PRINCIPALES METALES
(Miles de TM)

	2004	2005	2006*	2007*
Cobre				
- Oferta	11 689	11 891	12 266	12 910
- Demanda	12 537	11 929	11 979	12 640
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-848</u>	<u>-38</u>	<u>287</u>	<u>270</u>
Inventarios	488	451	738	1 008
Semanas de Consumo	2,1	2,0	3,2	4,2
Zinc				
- Oferta	7 296	7 015	7 226	7 595
- Demanda	7 548	7 316	7 590	7 792
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-252</u>	<u>-301</u>	<u>-364</u>	<u>-197</u>
Inventarios	1 039	811	447	250
Semanas de Consumo	7,3	6,0	3,2	1,7
Oro				
- Oferta	3 361	3 983	2 467	
- Demanda	3 497	3 734	2 512	
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-136</u>	<u>249</u>	<u>-46</u>	

* Proyección. Para el caso del Oro, datos del período enero-setiembre de 2006.

Fuente: World Gold Council, Metal Bulletin Research (Base Metals Monthly, Dic. 2006).

Gráfico 35
PRECIO DEL ZINC E INVENTARIOS

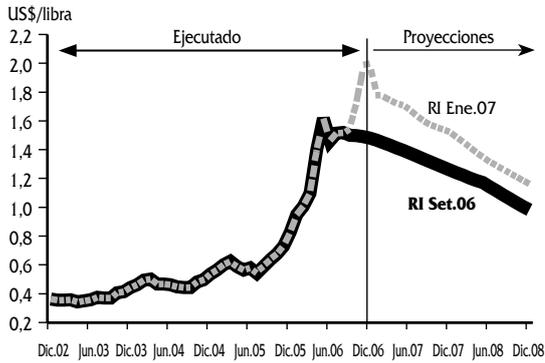


Fuente: Bloomberg, London Metal Exchange.

Zinc

44. La cotización del zinc, cuyo principal demandante es la industria del galvanizado de acero en los sectores automotriz y construcción, mantuvo una tendencia alcista durante todo 2006, registrando un alza promedio de 137 por ciento y alcanzando un máximo histórico de US\$ 2,1 por libra el 24 de noviembre. La evolución de los precios reflejó la incertidumbre

Gráfico 36
PRECIO DEL ZINC: PROYECCIÓN



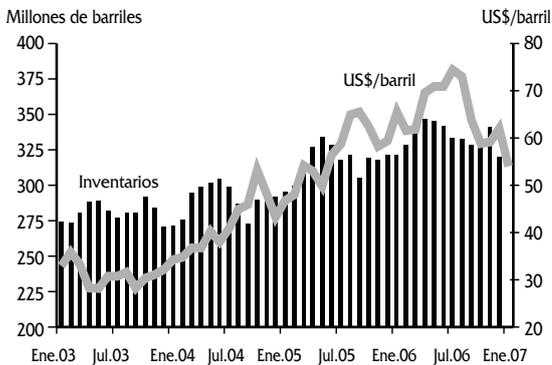
Rl: Reporte de Inflación.

acerca de una posible brecha entre demanda y oferta para los siguientes dos años, en un contexto en donde no hubo nuevas inversiones y en donde los inventarios han llegado a mínimos históricos, equivalente a 2,8 días de consumo global, frente a los 18 días a inicios de 2002.

Para 2007, las perspectivas indican que el mercado cerraría en déficit por cuarto año consecutivo, debido a que se espera que el consumo de zinc se mantenga fuerte en el largo plazo ante el incremento en la demanda de los países en desarrollo. Asimismo, no hay muchos proyectos identificados que puedan satisfacer la demanda futura, particularmente de refinados. Existen además temores de posibles interrupciones en la producción en minas originados por problemas técnicos, disputas laborales y nuevas regulaciones sectoriales. Por tal motivo se espera que en 2007 el precio alcance un promedio de US\$ 1,65 por libra. Para 2008 se espera que el mercado registre un mejor balance, con lo que la cotización registraría una reducción de 2 por ciento.

Petróleo

Gráfico 37
PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN ESTADOS UNIDOS



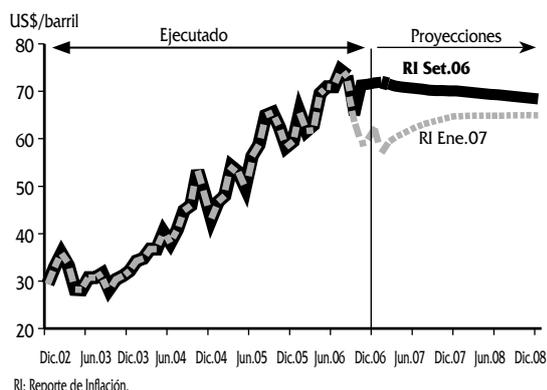
Fuente: Bloomberg, Departamento de Energía de Estados Unidos.

45. En el año 2006 el precio promedio del petróleo WTI tuvo un crecimiento de 17 por ciento (US\$ 66 por barril). La cotización mantuvo una tendencia al alza durante la primera mitad del año, llegando a alcanzar un máximo histórico el 14 de julio (US\$ 77 por barril). A partir de allí, la cotización ha registrado una disminución significativa, llegándose a cotizar por debajo de los US\$ 60 por barril.

El alza en el precio del petróleo en el primer semestre de 2006 estuvo asociada a: (i) tensiones geopolíticas provenientes de conflictos en Medio Oriente, Irán y Corea del Norte (ii) una menor producción de petróleo en Nigeria ante los conflictos internos, (iii) la suspensión temporal de un oleoducto en Rusia ante un derrame de petróleo y la paralización del mayor yacimiento petrolífero (Prudhoe Bay, Alaska) para reparar la corrosión de sus oleoductos. Todos estos factores se dieron en un contexto de incertidumbre sobre si serán suficientes los niveles de inventarios de gasolina en Estados Unidos para la temporada de verano.

La reducción de la cotización desde la segunda mitad del año pasado estuvo asociada a: (i) los menores temores de interrupciones en las exportaciones de países del Medio Oriente (ii) una temporada de huracanes menos fuerte que lo esperado (iii) temperaturas más cálidas que han generado la expectativa de una menor demanda de combustible durante el invierno en Estados Unidos, y (iv) una menor demanda mundial para 2007, ante las señales de desaceleración de la economía mundial.

Gráfico 38
PRECIO DEL PETRÓLEO: PROYECCIÓN



Respecto al **balance de oferta y demanda**, la Agencia Internacional de Energía estima un crecimiento de la demanda de 1,5 millones de barriles diarios para 2007 (a 86,3 millones de barriles diarios), siendo la mitad del crecimiento explicado por Estados Unidos y China. Por el lado de la oferta, la producción mundial se incrementaría en 1,1 millones de barriles diarios (a 85,8 millones de barriles diarios), proyectándose que Rusia y Arabia Saudita, único país con exceso de capacidad, incrementen su producción.

Teniendo como contexto un escaso nivel de exceso de capacidad instalada, cualquier problema potencial en la oferta de crudo podría afectar considerablemente los precios, siendo el mayor riesgo la interrupción de las exportaciones en Irán. Asimismo, la OPEP ha dado señales de tomar acciones para evitar una caída significativa en la cotización. En este contexto, se proyecta un precio promedio de US\$ 62 por barril para 2007 y un incremento moderado para 2008.

Trigo

46. El precio del trigo aumentó 30 por ciento en el año 2006, con una cotización promedio de US\$ 169 por TM. Este comportamiento al alza en la cotización se asocia a problemas en las cosechas de la mayoría de productores en el Hemisferio Sur, por sequías en Australia y en Argentina así como restricciones financieras en Brasil, y al anuncio de Ucrania de limitar sus exportaciones por malas condiciones climáticas.

El **balance de oferta y demanda mundial de trigo** del Departamento de Agricultura de Estados Unidos muestra que la producción mundial habría disminuido 9 millones de TM. en el período 2005-2006, proyectándose una caída de 31 millones de TM. para 2007, lo que causaría una reducción de los inventarios en la misma magnitud en los dos últimos años agrícolas.

Cuadro 21

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

	2005	2006	2007*
Producción Mundial	629	620	589
Inventarios Iniciales	133	151	147
Oferta Total	762	771	736
Demanda Mundial	610	624	615
Inventarios Finales	151	147	121

* Proyección.

Se espera un incremento del precio del trigo en el primer semestre de 2007, el que se revertiría hacia el segundo semestre. El alza del precio del trigo en el mercado de futuros se debería no sólo a sus propios fundamentos, sino también a la continua alza en el precio del maíz asociado a su uso como combustible que genera expectativas por una posible sustitución de cultivos en las tierras dedicadas al trigo, así como a las fuertes compras de los fondos de cobertura. Sin embargo, esta alza en el precio se corregiría en el año 2008.

Harina de Pescado

47. En el caso de la harina de pescado, el aumento de la cotización promedio en 2006 (58 por ciento) se explica por menor oferta y mayor demanda. Entre los factores de demanda destaca el mayor consumo de China, en particular para la industria acuícola. Por el lado de la oferta, los principales productores, Perú y Chile, han registrado reducciones en la producción debido principalmente a la menor disponibilidad del recurso marino.

Para 2007, se estima una ligera caída del precio promedio, en un contexto de paulatina normalización en las condiciones de oferta que asumen la presencia de un Fenómeno El Niño débil. Las condiciones de demanda se mantendrían al igual que en el mercado de soya, que constituye uno de los principales sustitutos⁵. Los precios de la harina de pescado se mantendrían elevados en 2008, pero con tendencia a decaer.

5 Aunque con un menor precio, la cotización internacional de la soya es paralela a la de la harina de pescado. La soya viene empleándose de manera creciente en la fabricación de combustibles.

IV. Balanza de pagos

El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos habría sido equivalente a 2,3 por ciento del producto en 2006, el tercer mayor superávit desde 1950.

Para el año 2007 se proyecta un superávit en la cuenta corriente equivalente a 0,7 por ciento del PBI impulsado en gran medida por el crecimiento de las exportaciones y de las remesas provenientes del exterior. Para 2008 se espera un contexto internacional menos favorable caracterizado por una reversión de los términos de intercambio y una desaceleración del crecimiento del producto de nuestros principales socios comerciales. En este contexto, se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos registraría un déficit equivalente a 0,6 por ciento del PBI.

48. En el año **2006** la cuenta corriente de la balanza de pagos habría registrado un superávit equivalente a 2,3 por ciento del PBI con lo cual se convierte en el tercer mayor superávit desde la década de los 50, luego que en 1979 se registrara un resultado positivo de 6,9 por ciento del producto y en 1970 se obtuviera uno de 2,6 por ciento del PBI.

El resultado de 2006 fue reflejo de un superávit sin precedentes de la balanza comercial y de las mayores remesas provenientes del exterior. Las exportaciones aumentaron 37 por ciento, impulsadas tanto por el crecimiento de las exportaciones tradicionales (42 por ciento) como por el de las no tradicionales (23 por ciento). Por su parte, las importaciones crecieron 23 por ciento, destacando el aumento de las importaciones de bienes de capital (36 por ciento) y de insumos (21 por ciento).

La cuenta financiera del sector privado tuvo un flujo positivo de US\$ 1,9 mil millones, explicado por el incremento de la Inversión Directa Extranjera en US\$ 3,4 mil millones, en un contexto favorable nacional e internacional, lo cual propició el proceso de reinversión de una proporción de las utilidades generadas por las empresas extranjeras. Asimismo, destacó el aporte de capital por parte de SAB Miller, Scotiabank

Gráfico 39
CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje del PBI)

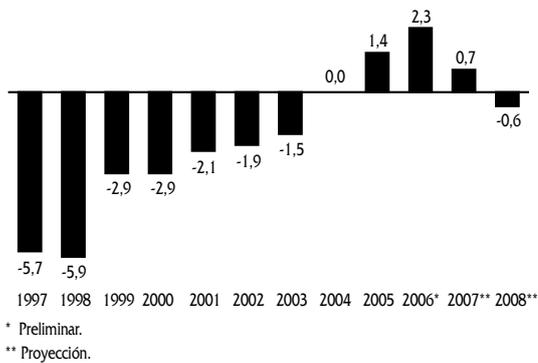
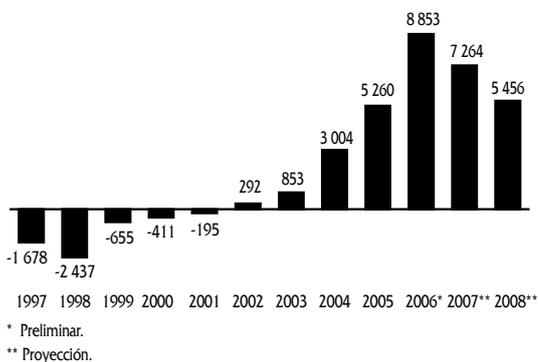


Gráfico 40
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



y BHP Billiton Tintaya. El resultado de la cuenta financiera privada refleja también un monto importante de adquisición de activos en el exterior por parte las AFP, compañías de seguros y fondos mutuos del orden de los US\$ 1,6 mil millones.

49. Para el presente año se proyecta un superávit en la cuenta corriente equivalente a 0,7 por ciento del PBI, menor al registrado en 2006 (2,3 por ciento), lo que obedecería a un contexto macroeconómico en el que la demanda interna continuaría creciendo por encima del PBI y a las mayores utilidades generadas por no residentes en el país. Sin embargo, este superávit es mayor en 0,5 puntos porcentuales del PBI a la tasa estimada en el Reporte de Inflación de setiembre debido a una mejora en la balanza comercial favorecida por mejores términos de intercambio a los esperados en setiembre. Se estima un saldo comercial positivo de US\$ 7,3 mil millones debido principalmente al crecimiento de las exportaciones. Asimismo, se contempla un aumento de las remesas provenientes del exterior, las cuales alcanzarían los US\$ 2,4 mil millones.

50. Las **exportaciones** alcanzarían US\$ 24,8 mil millones en 2007 (aumento de 4 por ciento), destacando las mayores exportaciones no tradicionales (16 por ciento) en tanto que las tradicionales crecerían 0,9 por ciento. El aumento de las exportaciones tradicionales respondería a la entrada en operación de varios proyectos mineros, como sulfuros primarios de Cerro Verde (cobre) y Cerro Lindo (zinc).

Cuadro 22

BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2004	2005	2006*		2007**		2008**
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
EXPORTACIONES	12 809	17 336	23 262	23 750	24 705	24 771	25 481
De los cuales:							
Productos tradicionales	9 199	12 919	18 109	18 332	18 867	18 497	18 216
Productos no tradicionales	3 479	4 277	4 992	5 262	5 664	6 101	7 078
IMPORTACIONES	9 805	12 076	15 176	14 897	17 625	17 507	20 026
De los cuales:							
Bienes de consumo	1 995	2 318	2 664	2 613	3 072	2 926	3 405
Insumos	5 364	6 603	8 080	7 989	8 834	8 945	9 936
Bienes de capital	2 361	3 060	4 319	4 145	5 599	5 479	6 520
BALANZA COMERCIAL	3 004	5 260	8 086	8 853	7 080	7 264	5 456

RI: Reporte de Inflación.
* Preliminar.
** Proyección.

El crecimiento en 4,3 por ciento de las exportaciones de bienes en 2007 se descompone utilizando el índice de precios de exportaciones de bienes en un aumento del volumen de 6 por ciento y en una disminución de los precios de 1,6 por ciento.

51. Las **importaciones** crecerían 17,5 por ciento en 2007, acorde con el dinamismo de la actividad económica y el desarrollo de proyectos de inversión. Por componentes, los principales incrementos se registrarían en los bienes de capital (32 por ciento) y en las materias primas para la industria (26 por ciento). Con ello, las importaciones del año se estiman en US\$ 17,5 mil millones.

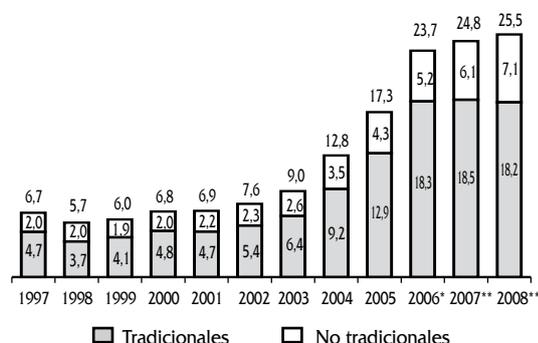
El crecimiento de 17,5 por ciento en las importaciones en 2007 se descompone en un aumento de volumen en 15 por ciento y en los precios en 2,2 por ciento.

52. En 2007 la **cuenta financiera** del sector privado registraría un flujo positivo de US\$ 1 601 millones, explicado principalmente por los proyectos de inversión como Yanacocha (planta de sulfuros) y Camisea II (Proyecto de Exportación de Gas Natural), por lo que el flujo por Inversión Directa Extranjera alcanzaría US\$ 3,3 mil millones. Los flujos de capitales públicos dependerán de las operaciones de manejo de pasivos que se ejecuten en el año. Cabe precisar que entre los años 2005 y 2006 se ha logrado disminuir el peso de la deuda pública denominada en moneda extranjera gracias a operaciones de swap y recompra de deuda externa.

53. Para **2008** se espera un contexto internacional menos favorable, con lo cual el superávit comercial se reduciría a US\$ 5,5 mil millones y la cuenta corriente registraría un déficit de 0,6 por ciento del PBI. Las **exportaciones** crecerían a una tasa de 3 por ciento, explicada principalmente por mayores ventas de productos no tradicionales (16 por ciento) bajo el escenario de vigencia del TLC con los Estados Unidos mientras que las exportaciones de los productos tradicionales mostrarían una caída de 1,5 por ciento, debido a la disminución del precio de los principales metales exportados (8 por ciento). Por otro lado, las **importaciones** crecerían 14 por ciento, lideradas por las importaciones de bienes de capital (19 por ciento), teniendo en cuenta el inicio de la fase de construcción de proyectos mineros como Cerro Corona, Toromocho, Minas Conga y Río Blanco; mientras que las adquisiciones de bienes de consumo se verían impulsadas (16 por ciento) por el incremento de las compras de productos procedentes de Estados Unidos.

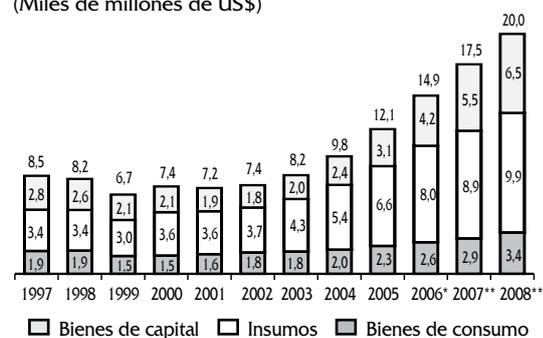
54. Para 2008 la **cuenta financiera** del sector privado sería de US\$ 1,4 mil millones, considerando el incremento de la Inversión Directa Extranjera en los sectores minero, hidrocarburos y telecomunicaciones (US\$ 3,9 mil millones). La proyección de balanza de pagos considera un aumento de reservas internacionales de US\$ 1,8 mil millones en 2007 y de US\$ 500 millones en 2008.

Gráfico 41
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



* Preliminar.
** Proyección.

Gráfico 42
IMPORTACIÓN DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



* Preliminar.
** Proyección.

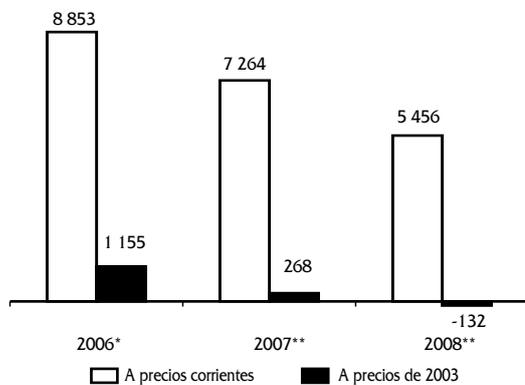
Nota: El total de importaciones incluye el rubro otras importaciones.

Cuadro 23

BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

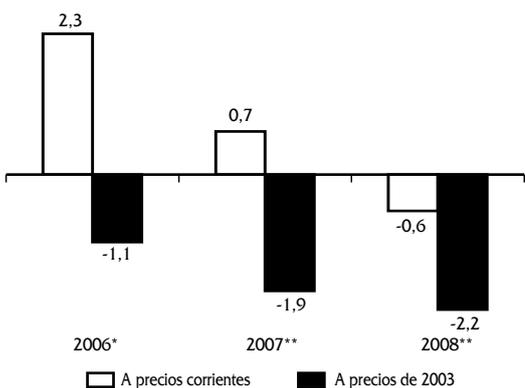
	2004	2005	2006*		2007**		2008**
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	19	1 105	1 219	2 136	151	752	-617
Porcentaje del PBI	0,0	1,4	1,3	2,3	0,2	0,7	-0,6
1. Balanza comercial	3 004	5 260	8 086	8 853	7 080	7 264	5 456
a. Exportaciones	12 809	17 336	23 262	23 750	24 705	24 771	25 481
b. Importaciones	-9 805	-12 076	-15 176	-14 897	-17 625	-17 507	-20 026
2. Servicios	-732	-834	-1 038	-950	-1 233	-1 248	-1 400
3. Renta de factores	-3 686	-5 076	-7 894	-7 916	-7 934	-7 628	-7 320
4. Transferencias corrientes	1 433	1 755	2 065	2 149	2 239	2 364	2 648
II. CUENTA FINANCIERA	2 418	361	281	1 042	1 049	1 048	1 117
III. FLUJO DE RIN	2 437	1 466	1 500	3 178	1 200	1 800	500
Memo:							
Saldo de reservas internacionales (Millones de US\$)	12 631	14 097	15 597	17 275	16 797	19 075	19 575
RIN/Obligaciones externas corto plazo	1,6	2,8	3,1	3,2	3,3	3,3	3,6
RIN/Liquidez total (%)	73%	72%	70%	78%	69%	73%	68%
RIN/PBI (%)	18%	18%	17%	19%	17%	19%	18%

Gráfico 43
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



* Preliminar.
** Proyección.

Gráfico 44
CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje del PBI)



* Preliminar.
** Proyección.

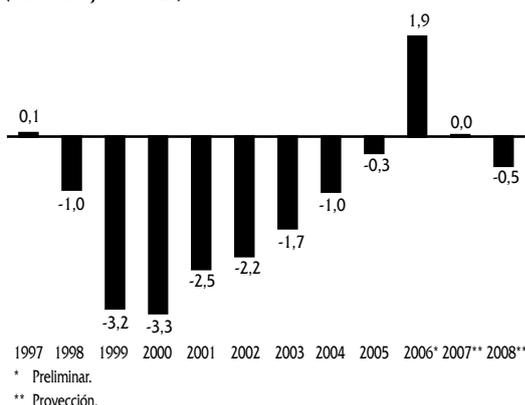
55. Para medir el efecto que podría tener una reversión de los precios, se ha estimado el valor de la balanza comercial y del saldo de la cuenta corriente a precios del año 2003, periodo en el cual se registró un aumento de precios de exportación de 93 por ciento. Los resultados indican que la balanza comercial sería inferior en promedio en más de US\$ 7 mil millones entre el 2006 y 2007, pero se mantendría en niveles superavitarios. Por su parte, la cuenta corriente ajustada también con precios de minerales e hidrocarburos de 2003, pasaría a ser negativa en 1,1 y 1,9 por ciento del PIB en los años 2006 y 2007, respectivamente, en tanto que para 2008 el déficit sería de 2,2 por ciento del PIB. Estos niveles de déficit en cuenta corriente con términos de intercambio de 2003 son moderados y muestran que parte de la mejora en las cuentas externas proviene del crecimiento del volumen exportado. Se estima que el crecimiento del volumen de exportación desde 2004 es de 35 por ciento.

V. Finanzas públicas

El mayor dinamismo de la actividad económica, los altos precios de las exportaciones de los minerales y el menor ritmo en la ejecución del gasto público fueron los factores determinantes para que el Sector Público No Financiero (SPNF) alcance un superávit de 1,9 por ciento del PBI en su resultado económico de 2006. Este resultado es consistente con una posición anticíclica de la política fiscal en la medida que el déficit estructural se habría reducido de 1,0 por ciento en 2005 a 0,3 por ciento del PBI en 2006.

Para los próximos años el escenario de proyección contempla un contexto internacional menos favorable con términos de intercambio ajustándose gradualmente hacia abajo. Se proyecta que para el año 2007 el fisco tendría un resultado económico equilibrado mientras que en 2008, tendría un déficit de 0,5 por ciento del producto. En la medida que los términos de intercambio se encuentren por encima de su nivel tendencial, este escenario de posición fiscal implicaría un impulso adicional sobre la demanda interna en un contexto de ciclo económico expansivo.

Gráfico 45
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



Resultado económico

56. El resultado económico del sector público pasó de un déficit de 0,3 por ciento del PBI en 2005 a un superávit de 1,9 por ciento del PBI en **2006**. Ello fue reflejo principalmente del fuerte aumento de la recaudación, la cual creció en alrededor de 25 por ciento en términos reales por los mayores pagos del impuesto a la renta y del impuesto general a las ventas, mientras que el gasto no financiero creció a un ritmo menor al previsto.

Este resultado económico es mayor a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre (0,8 por ciento del PBI), principalmente por un mejor resultado primario del resto del gobierno general (mayor en 0,5 puntos del PBI respecto a setiembre, asociado a menores gastos de las empresas estatales) y por un menor gasto de capital del gobierno central (menor en 0,3 puntos del PBI).

En general, una posición fiscal anticíclica tiene la propiedad de estabilizar las fluctuaciones del ciclo económico, brindando una mayor certidumbre a la evolución de la actividad económica y a las decisiones de inversión. Permite, asimismo, una mejor combinación de política fiscal y monetaria lo que redundaría en menores tasas de interés. En el mismo sentido, el mayor ahorro

fiscal registrado durante el año permitió un aumento de los depósitos del gobierno central y los gobiernos subnacionales, lo cual contribuyó indirectamente a esterilizar recursos en moneda nacional en un contexto de intervención del Banco Central en el mercado cambiario para reducir la volatilidad a la baja del tipo de cambio. Finalmente, una mayor prudencia fiscal durante los periodos de auge económico, contribuye a fortalecer las finanzas públicas y enfrentar los periodos de menores ingresos fiscales sin tener que cortar abruptamente el gasto público.

57. Se ha revisado la proyección del resultado económico del año 2007, de un déficit de 0,8 por ciento del PBI a un resultado nulo. Esta nueva proyección se sustenta en una menor caída de los términos de intercambio con respecto a lo contemplado previamente y a un menor costo fiscal por la postergación en la firma del Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos de América (TLC).

58. Para el año **2008** se espera que el Sector Público No Financiero tenga un **déficit fiscal** de 0,5 por ciento del PBI. Este resultado se explica principalmente por una caída de los ingresos públicos en 0,5 puntos del PBI con respecto al año previo, debido a la caída de los términos de intercambio y al costo fiscal producto de la firma del TLC, aunado a un mayor ritmo del gasto en inversión pública.

Cuadro 24

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de nuevos soles)

	2004	2005	2006*		2007**		2008**
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
1. Ingresos corrientes	35 381	41 046	51 384	52 409	52 142	53 864	55 406
(% del PBI)	14,9	15,7	17,2	17,2	16,4	16,7	16,2
Variación % real	8,1	14,2	22,7	25,2	-0,2	2,0	0,9
2. Gastos no financieros	-34 165	-38 468	-44 156	-43 320	-48 746	-48 052	-50 925
(% del PBI)	-14,4	-14,7	-14,8	-14,2	-15,4	-14,9	-14,9
Variación % real	4,8	10,8	12,5	10,4	8,6	10,1	4,0
Corriente	-29 870	-33 577	-37 352	-37 270	-40 303	-39 621	-41 589
(% del PBI)	-12,6	-12,8	-12,5	-12,2	-12,7	-12,3	-12,2
Variación % real	5,3	10,6	9,0	8,8	6,1	5,5	3,0
Capital	-4 295	-4 891	-6 805	-6 050	-8 443	-8 431	-9 337
(% del PBI)	-1,8	-1,9	-2,3	-2,0	-2,7	-2,6	-2,7
Variación % real	1,5	12,1	36,3	21,3	22,0	38,3	8,7
3. Otros	1 193	1 699	1 102	2 658	575	613	288
(% del PBI)	0,5	0,6	0,4	0,9	0,2	0,2	0,1
4. Resultado Primario	2 409	4 277	8 330	11 747	3 971	6 425	4 769
(% del PBI)	1,0	1,6	2,8	3,9	1,3	2,0	1,4
5. Intereses	-4 867	-5 066	-5 916	-5 814	-6 401	-6 304	-6 430
(% del PBI)	-2,0	-1,9	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9
6. Resultado Económico	-2 458	-789	2 413	5 932	-2 430	121	-1 662
(% del PBI)	-1,0	-0,3	0,8	1,9	-0,8	0,0	-0,5
Mill. US\$	-\$ 752	-\$ 196	\$ 701	\$ 1 781	-\$ 749	\$ 38	-\$ 531
Ingresos corrientes del Gobierno General	17,5	18,3	19,5	19,7	18,7	19,2	18,8
Gastos no financieros del Gobierno General	16,7	17,0	16,9	16,1	17,6	17,2	17,3

* Preliminar.

** Proyección.

Resultado económico estructural

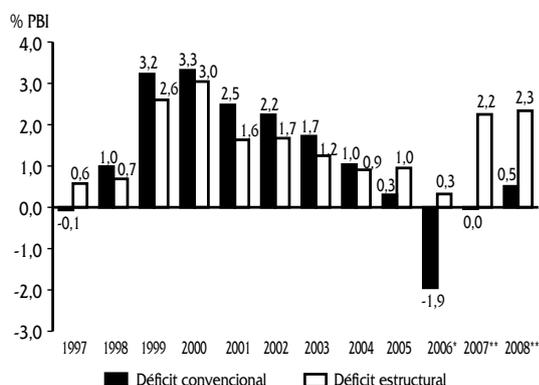
59. La medición convencional del déficit fiscal, que resulta de la diferencia entre ingresos y gastos del sector público no financiero, puede llevar a conclusiones sesgadas sobre el impacto de la política fiscal en la demanda interna y en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Así por ejemplo, una reducción del déficit fiscal no necesariamente es un indicador de una política fiscal contractiva porque puede estar influenciado por diversas partidas de ingresos y gastos que responden en forma automática a cambios en el entorno macroeconómico. Así, un mayor nivel de producción aumenta la recaudación tributaria por un mayor nivel de consumo y ventas, de la misma forma que un incremento sustancial en precios internacionales de productos de exportación puede aumentar las utilidades gravadas y los ingresos del fisco. En ninguno de estos casos la reducción del déficit como consecuencia de estos factores habría generado necesariamente un impacto negativo sobre la demanda agregada.

60. Con el fin de aislar el efecto de estos cambios temporales en la actividad económica o en el entorno internacional sobre las cuentas del gobierno se usa el concepto de **resultado económico estructural**. Este indicador es el más utilizado en organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

61. En la estimación del resultado estructural se ajustan los ingresos del gobierno general por el impacto del ciclo económico y de los precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos. Los gastos del gobierno general y el resultado de las empresas estatales no son ajustados, en el supuesto que no responden en forma automática al entorno económico en el que opera el fisco, de modo que sus cambios reflejan decisiones de las autoridades fiscales.

Gráfico 46
DÉFICIT CONVENCIONAL Y ESTRUCTURA DEL SPNF:
1997-2008



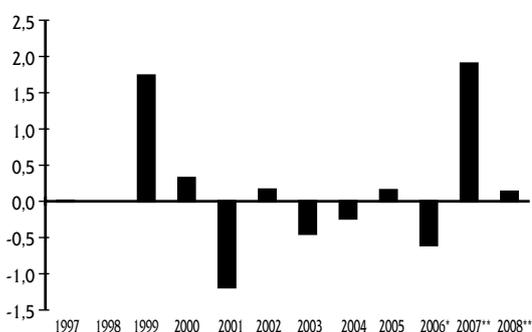
* Preliminar.

** Proyección.

El ciclo económico se estima como la diferencia entre el PBI observado y el PBI potencial. El ciclo de los precios de los minerales se estima como la diferencia entre el índice de precios de los productos de exportación minera (basado en la canasta de exportación del año 2005) y el promedio de dicho índice de los años 1987-2006. El ciclo de los precios de hidrocarburos se estima como la diferencia entre el precio WTI observado y el promedio del periodo 1987-2006.

Al aplicar esta metodología a los datos ejecutados de las operaciones del Sector Público No Financiero (SPNF) al periodo entre 2000 y 2006 y la proyección 2007-2008 se obtuvo que el déficit estructural se redujo de 3,0 por ciento del PBI en 2000 a 0,3 por ciento del producto en 2006. Para 2006, en

Gráfico 47
IMPULSO FISCAL: 1997-2008
(Porcentajes del PBI)



* Preliminar.
** Proyección.

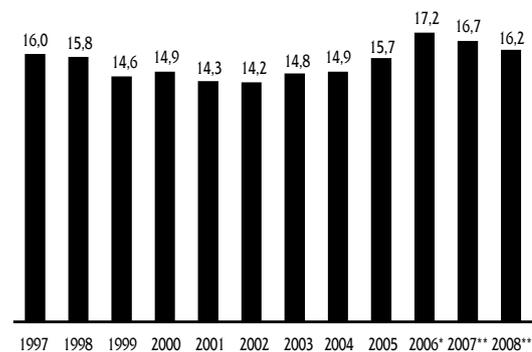
particular, si bien se pasó de un déficit convencional de 0,3 a un superávit de 1,9 por ciento del PBI, ello en términos de déficit estructural implicó una reducción de 0,7 puntos porcentuales, puesto que gran parte de la reducción del déficit se debió al aumento de 36 por ciento en los precios de exportación que generó una mayor recaudación por impuesto a la renta. Para los años 2007 y 2008 se observa que el déficit estructural excedería la medición convencional, indicando una posición fiscal expansiva en un periodo de ciclo expansivo de la actividad económica.

62. Para medir la postura expansiva o contractiva de la política fiscal se emplea como indicador al cambio en el déficit primario estructural, el cual se obtiene de la diferencia entre el déficit estructural y los gastos por intereses. La exclusión de los intereses busca eliminar el efecto de decisiones anteriores de política sobre las cuentas del gobierno, que se reflejan en el saldo de la deuda pública y su correspondiente flujo de servicio.

Este indicador muestra que en 2006 la política fiscal habría sido contracíclica, en la medida que se observó un impulso fiscal negativo en un escenario de alto crecimiento en el que la brecha del PBI es positiva. De acuerdo a las proyecciones, para 2007 y 2008, la política fiscal sería procíclica lo cual impulsaría la demanda interna. En este sentido, es importante mencionar que una política fiscal contracíclica permite moderar las contracciones de gasto en las fases contractivas de los ciclos económicos, generar menores tasas de interés y apoyar la competitividad de la economía.

Evolución de los ingresos fiscales

Gráfico 48
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
(Porcentaje del PBI)

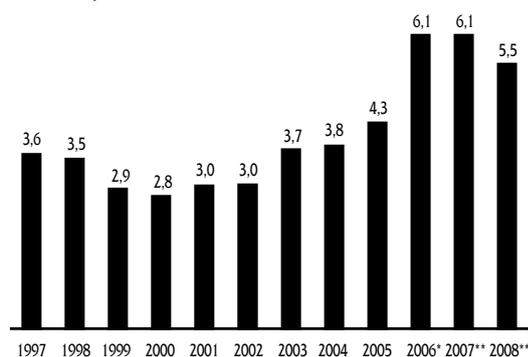


* Preliminar.
** Proyección.

63. En 2006, los **ingresos corrientes** del Gobierno Central ascendieron a 17,2 por ciento del PBI, superior en 1,5 puntos del PBI a lo alcanzado en 2005. El crecimiento de los ingresos estuvo esencialmente explicado por la recaudación del impuesto a la renta, como resultado del crecimiento de los precios de exportación, del mayor dinamismo de la actividad económica y de los coeficientes de pagos a cuenta del impuesto a la renta más altos con respecto al año previo. En este mismo sentido, fueron importantes también los ingresos provenientes por concepto de canon y regalías transferidos a los gobiernos subnacionales. Durante el año también se aprobaron algunas medidas tributarias que afectaron los ingresos de los impuestos por importaciones y el impuesto selectivo al consumo de combustibles, los cuales redujeron la recaudación en 0,4 puntos porcentuales.

La recaudación del **impuesto a la renta** ascendió a 6,1 por ciento del PBI, mayor en 1,8 puntos del PBI respecto a lo alcanzado en 2005. Destacó principalmente la recaudación del sector minería, la cual estuvo asociada al fuerte incremento de

Gráfico 49
IMPUESTO A LA RENTA
(Porcentaje del PBI)



* Preliminar.

** Proyección.

los precios de los minerales, así como la recaudación de los sectores hidrocarburos, servicios de telefonía y financieros. Se registraron además algunos ingresos extraordinarios que ascendieron a 0,2 por ciento del PBI tales como pago extraordinario por la venta de acciones de una empresa que generó una ganancia de capital, y también algunos pagos por concepto de regularización por fiscalización de años anteriores.

En la medida que gran parte del incremento de la recaudación del impuesto a la renta en 2006 (1,8 puntos del PBI) está asociado a los mayores precios de los minerales, es importante tener en cuenta que una fuerte reversión en dichos precios podría traducirse en un significativo deterioro del resultado fiscal. Esto es un indicador de la importancia de mantener una política fiscal prudente con ahorro de los mayores recursos fiscales de carácter transitorio para poder ser utilizados en periodos de bajos precios de nuestros productos de exportación.

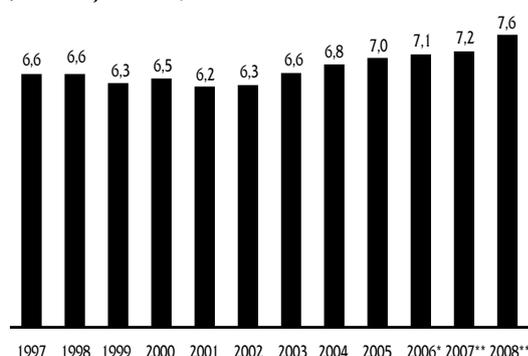
Cuadro 25

RECAUDACIÓN DEL IMPUESTO A LA RENTA POR SECTORES
(Millones de nuevos soles)

	2005	2006	Var.% real 2006/2005
Minería	2 168	5 767	160
Hidrocarburos	413	970	130
Sistema financiero	372	814	114
Manufactura	1 110	1 597	41
Telecomunicaciones	559	717	26
Otros	2 601	3 234	22
Total	7 223	13 100	78

Fuente: SUNAT.

Gráfico 50
IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS
(Porcentaje del PBI)



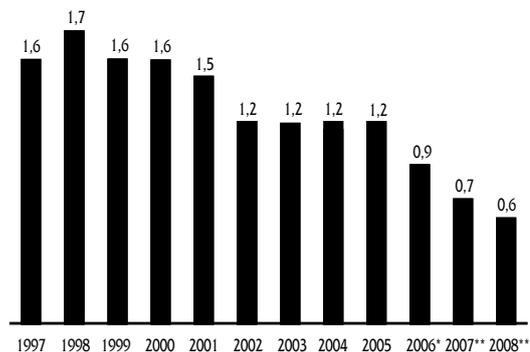
* Preliminar.

** Proyección.

La recaudación del **impuesto general a las ventas** ascendió a 7,1 por ciento del PBI, superior en 0,1 puntos del PBI respecto a lo registrado en 2005. Este incremento se dio principalmente por el dinamismo de la demanda interna. Durante 2006, se dieron también tres reducciones al impuesto selectivo al consumo (ISC) aplicado a los combustibles, generando una caída de 0,2 puntos del PBI en la recaudación del ISC. Estas reducciones tuvieron como objetivo atenuar el efecto del incremento del precio del petróleo en el mercado internacional.

64. Para el año 2007, se espera que los **ingresos corrientes** del Gobierno Central descendan a 16,7 por ciento del PBI, es decir 0,5 puntos del PBI menor a lo alcanzado en 2006. La menor recaudación considera el efecto de la reducción de aranceles a los bienes de capital vigente desde comienzos de este año. Esta medida reduce la tasa arancelaria de 2 894

Gráfico 51
IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES
(Porcentaje del PBI)



* Preliminar.

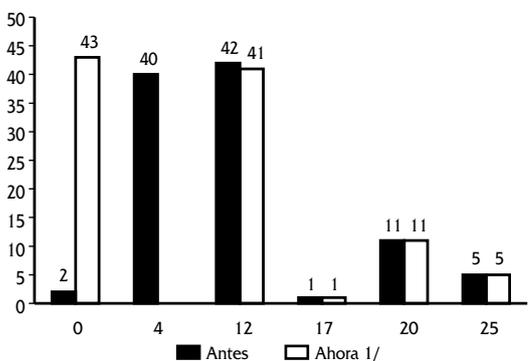
** Proyección.

partidas y tendría un efecto equivalente a 0,2 por ciento del PBI. También se incluye el impacto que tendrían las tres reducciones del ISC a los combustibles realizadas el año pasado, y que de no producirse nuevas modificaciones, tendrían un impacto de 0,1 por ciento del PBI. Asimismo, se estima una caída de 0,2 puntos del producto debido a ingresos extraordinarios que se recibieron el año pasado.

De otro lado, se estima que el efecto de los menores precios de metales y de petróleo durante el año también se reflejaría en una menor recaudación por impuesto a la renta, canon y regalías, lo que se vería compensado por el aumento por concepto del mayor coeficiente de pago a cuenta y regularización del impuesto a la renta. Estimados preliminares de la regularización del impuesto a la renta que se cancelará durante 2007 lo ubican en un rango de entre S/. 4,0 y S/. 4,5 miles de millones.

Para 2008, se espera una caída de 0,5 puntos del PBI en los ingresos corrientes del Gobierno Central. Esta caída se dará principalmente en el impuesto a la renta, debido a que los mayores coeficientes de pago que se aplicarían en 2007 determinarían que los pagos a cuenta sean una alta proporción de la renta generada de ese mismo año, por lo que la regularización proyectada de 2008 sería menor a la percibida en 2007, en un contexto en el que los términos de intercambio se irían revirtiendo gradualmente desde 2007.

Gráfico 52
DISTRIBUCIÓN DE LAS PARTIDAS SEGÚN NIVEL ARANCELARIO
(En porcentajes)

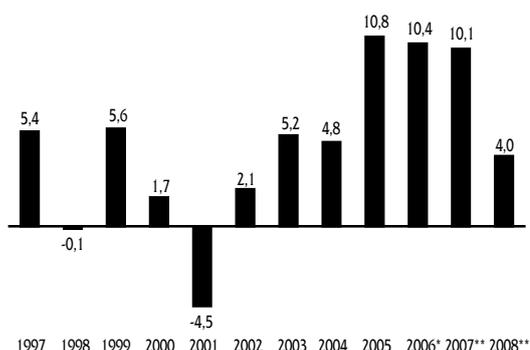


1/ Luego del D.S. No. 211-2006-EF
Fuente: Aduanas, BCRP.

65. La desgravación arancelaria aprobada en diciembre de 2006 redujo a cero el arancel de 2 894 partidas, disminuyó el arancel promedio simple de 10,05 por ciento a 8,28 por ciento y aumentó la dispersión de los aranceles desde una desviación estándar de 7,5 a 9,5 por ciento. En particular, todas las partidas que tenían un arancel igual a 4 por ciento ahora tienen uno igual a 0 por ciento.

La desgravación arancelaria se ha dado en partidas de bienes de capital e insumos, que representaron el 40 por ciento de las importaciones del año 2006 y cuya importación ha crecido notablemente en los últimos años. Con esta medida, el arancel promedio ponderado por importaciones pasó de 7,1 a 5,3 por ciento entre noviembre y diciembre de 2006⁶.

Gráfico 53
GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
(Variación porcentual real)



* Preliminar.

** Proyección.

Evolución de los gastos fiscales

66. En el año 2006, el **gasto no financiero** del Gobierno Central aumentó 10,4 por ciento en términos reales, menor en 0,4 por ciento al crecimiento real registrado en 2005. El gasto corriente creció 8,8 por ciento en términos reales, menor en 1,8 puntos porcentuales al crecimiento mostrado en el año 2005 mientras que el gasto de capital se incrementó en 21,3 por ciento en términos reales, mayor en 9,2 puntos porcentuales al crecimiento mostrado el año anterior. Este

6 Para esta estimación se utilizó la estructura de las importaciones del periodo enero-noviembre de 2006. Este cálculo no incluye el efecto sobre los aranceles de los tratados o convenios comerciales.

último estuvo impulsado por el choque de inversión pública y por transferencias de capital a Agrobanco y al Fondo Consolidado de Reserva.

En 2006 se dispensó al SPNF del cumplimiento de la regla fiscal de crecimiento del gasto no financiero del Gobierno General (crecimiento real no mayor a 3 por ciento sobre la base del deflactor del PBI). Para 2007, se ha modificado esta regla por una en la que “el incremento anual real del gasto corriente del Gobierno Central, deducido los gastos de mantenimiento, no podrá ser mayor al 3,0 por ciento real determinado utilizando el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana promedio”.

Para el año 2007, se espera que el **gasto no financiero** del Gobierno Central se incremente en 10,1 por ciento en términos reales respecto al año 2006. El principal impulso del gasto se dará por el lado de la inversión pública, estimándose que el gasto de capital se incremente en 38,3 por ciento real.

Requerimiento financiero

67. El superávit económico de 2006 permitió al fisco acumular depósitos en el sistema financiero. Tal situación se revertiría en el periodo 2007-2008, años en los que el fisco utilizaría sus recursos ahorrados para atender su requerimiento financiero.

Cuadro 26

REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones de US\$)

	2004	2005	2006*		2007**		2008**
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	RI Ene.07
I. Usos	2 820	4 656	1 858	856	2 212	1 493	2 728
1. Amortización	2 068	4 460	2 559	2 637	1 463	1 531	2 197
a. Externa	1 348	3 678	1 205	1 197	1 174	1 174	1 673
b. Interna	720	783	1 354	1 440	289	357	523
Del cual: Bonos de Reconocimiento	215	192	154	244	80	81	94
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	752	196	- 701	-1 781	749	- 38	531
II. Fuentes	2 820	4 656	1 858	856	2 212	1 493	2 728
1. Externas	1 205	1 046	770	635	1 077	1 034	1 046
2. Internas ^{1/}	-446	- 168	- 566	-1 520	363	- 240	782
3. Bonos ^{2/}	2 061	3 778	1 654	1 741	772	700	900

RI: Reporte de Inflación.

* Preliminar.

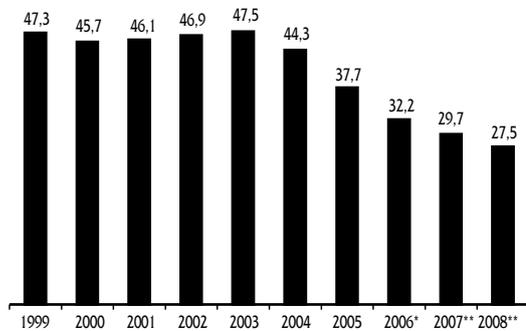
** Proyección.

1/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos. Se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos realizados en el segundo trimestre de 2006.

2/ Incluye bonos internos y externos.

Fuente: BCRP, MEF.

Gráfico 54
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



* Preliminar.
** Proyección.

68. En este contexto, de realizarse operaciones de prepago de deuda bajo mecanismos de mercado, éstas podrían ayudar a mejorar el perfil del servicio de deuda y traducirse en un menor requerimiento financiero para el periodo 2010-2015. Además de permitir una extensión del plazo de la deuda, el prepago permitiría una recomposición del portafolio de la deuda pública hacia deuda denominada en moneda doméstica, lo cual reduciría la exposición a otras monedas reduciendo el riesgo cambiario por fluctuaciones en el tipo de cambio. Con ello, se mejoraría la percepción del riesgo país por parte de los inversionistas y contribuiría a una mejora del rating soberano por parte de las agencias calificadoras de riesgo.

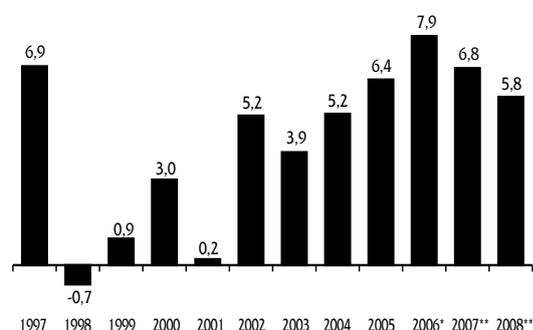
69. Este escenario fiscal, en un entorno de dinamismo de la actividad económica y altos niveles de términos de intercambio, permitiría una reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI desde 32 por ciento en 2006 a 27 por ciento hacia 2008.

VI. Actividad económica

Se estima que en 2006 la actividad económica habría crecido 7,9 por ciento, la mayor tasa de los últimos diez años, impulsada por un aumento generalizado de todos los componentes de la demanda interna. Este desempeño ocurre en un entorno internacional favorable, con bajas tasas de inflación, condiciones favorables para el acceso al financiamiento y mejora en la productividad de diversos sectores, lo que a su vez se refleja en los altos niveles de confianza de los consumidores, en un mayor optimismo de los empresarios y en un aumento sostenido del empleo en las principales ciudades del país.

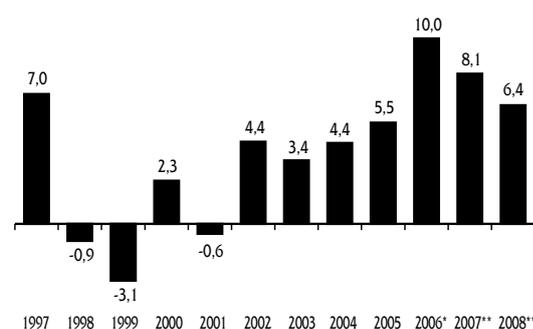
Dado el mayor dinamismo económico y las previsiones de inversión, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2007, de un rango de 5,5-6,0 por ciento a uno de 6,5-7,0 por ciento, mientras que para 2008 se estima que la economía crezca a una tasa entre 5,5 y 6,0 por ciento. De esta forma, se proyecta un crecimiento económico más cercano a las tasas proyectadas de aumento del PBI potencial de alrededor de 6 por ciento en este periodo.

Gráfico 55
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)



* Preliminar.
** Proyección.

Gráfico 56
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)

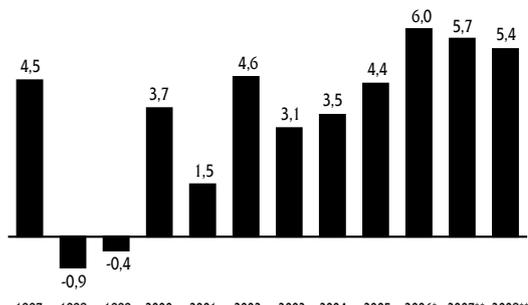


* Preliminar.
** Proyección.

70. El crecimiento observado durante 2005 y 2006 se ha caracterizado por una expansión significativa en el gasto interno. Las altas tasas de crecimiento del consumo e inversión privada indican que la economía atraviesa una fase de expansión con crecimiento por encima de la tendencia. Como se señaló en el Reporte de Inflación de agosto de 2003, desde mediados de la década de los sesenta se han registrado cinco expansiones, las cuales se han caracterizado por tasas de crecimiento de alrededor de 5 por ciento para el consumo privado, y de 15 por ciento para la inversión privada.

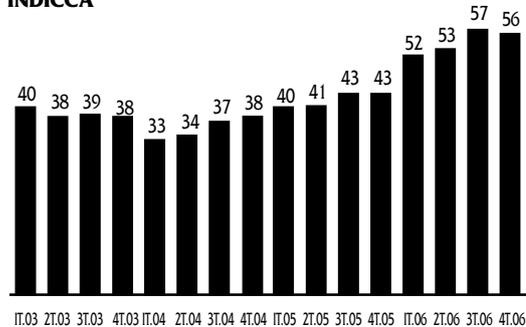
71. Se han revisado hacia arriba las proyecciones de crecimiento del PBI para 2007, estimándose un crecimiento en el rango de 6,5-7,0 por ciento, frente a la proyección anterior de 5,5-6,0 por ciento. En particular, se ha revisado el crecimiento de la demanda interna de 6,4 a 8,1 por ciento en el año 2007. Para el año 2008, se proyecta un crecimiento en línea con la dinámica del producto potencial, dentro del rango de 5,5 a 6,0 por ciento.

Gráfico 57
TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)



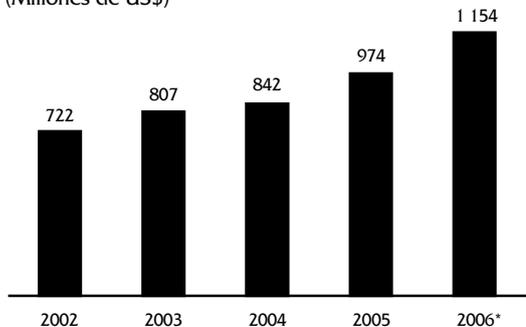
* Preliminar.
** Proyección.

Gráfico 58
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA



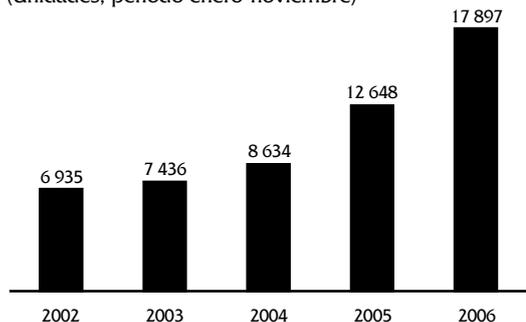
Fuente: Apoyo.

Gráfico 59
IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Millones de US\$)



* Preliminar.

Gráfico 60
VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES
(Unidades, período enero-noviembre)



Fuente: Araper.

Cuadro 27

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2004	2005	2006*		2007*		2008*
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	
1. Demanda interna	4,4	5,5	9,3	10,0	6,4	8,1	6,4
a. Consumo privado	3,5	4,4	5,4	6,0	4,6	5,7	5,4
b. Consumo público	4,1	9,8	8,3	8,8	8,3	8,8	4,9
c. Inversión privada	9,1	13,9	19,4	19,9	12,0	16,3	12,2
d. Inversión pública	5,7	12,2	29,9	14,6	21,1	34,7	8,6
2. Exportaciones	14,7	14,9	1,0	1,6	6,8	6,8	7,2
3. PBI	5,2	6,4	6,6	7,9	5,7	6,8	5,8
4. Importaciones	10,6	10,6	14,0	11,8	10,0	13,3	9,9

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

72. El consumo privado habría aumentado 6,0 por ciento en el 2006, con una tendencia creciente a lo largo del año desde 5,4 por ciento en el primer semestre a 6,6 por ciento en el segundo en un contexto de alto nivel de confianza de los consumidores mantenido durante todo el año y un alto dinamismo de los créditos de consumo. Esta aceleración del consumo privado respondería al crecimiento del ingreso nacional disponible de 11,2 por ciento en 2006, el cual considera además de la mayor retribución de los factores de producción por efecto del mayor nivel de actividad económica y crecimiento del empleo, los mejores términos de intercambio y transferencias por remesas del exterior.
73. Se prevé que el ingreso nacional disponible, que habría crecido 11,2 por ciento en 2006 debido a la ganancia por términos de intercambio, modere su crecimiento en los años siguientes. Considerando esta desaceleración, el consumo privado aumentaría 5,7 por ciento en 2007 y 5,4 por ciento en 2008.

Cuadro 28

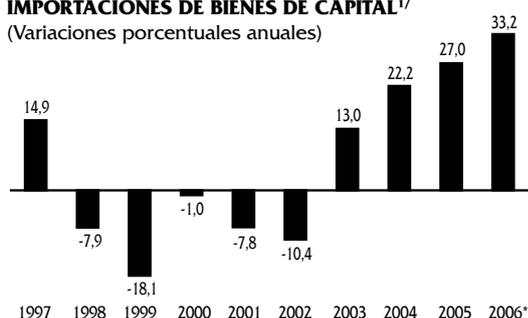
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2004	2005	2006*		2007*		2008*
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	
Producto bruto interno	5,2	6,4	6,6	7,9	5,7	6,8	5,8
Ingreso nacional disponible ^{1/}	5,4	6,5	8,6	11,2	5,1	6,9	5,5

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

1/ Incluye la renta de factores, las ganancias o pérdidas producidas por cambios en los términos de intercambio y las transferencias netas recibidas de no residentes.

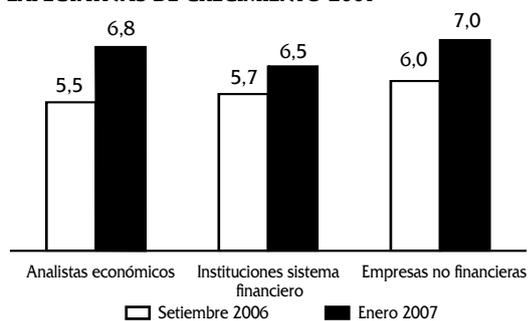
Gráfico 61
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL^{1/}
(Variaciones porcentuales anuales)



* Preliminar.

1/ No incluye materiales de construcción.

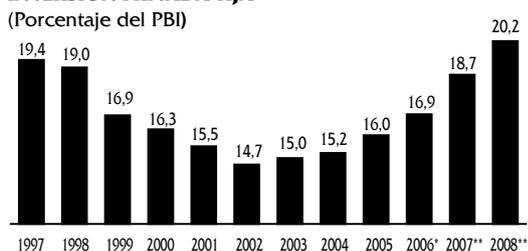
Gráfico 62
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2007



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2008



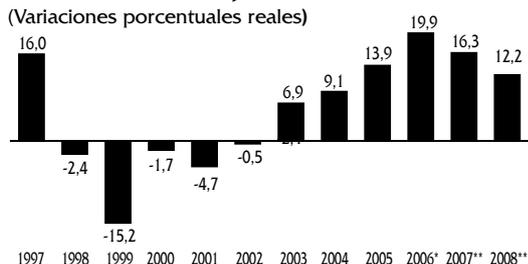
Gráfico 63
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)



* Preliminar.

** Proyección.

Gráfico 64
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Variaciones porcentuales reales)



* Preliminar.

** Proyección.

74. Un importante componente que explica el mayor crecimiento del PBI estimado para los siguientes años es el nivel de inversión. En respuesta a la mayor demanda, las empresas continuaron ampliando sus instalaciones, en sectores como manufactura, energía, comercio y minería, con lo que la inversión privada habría crecido 19,9 por ciento. Ello se reflejó en el crecimiento de 33,2 por ciento en las importaciones de bienes de capital registrados en el año.

75. La proyección considera, además, la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial entre Perú y Estados Unidos de América por parte del Congreso estadounidense, que reemplazaría a la extensión del ATPDEA vigente durante la primera mitad del año. Como se mencionó en el Reporte de setiembre de 2006, el impacto de este acuerdo comercial no sólo permitirá un mayor acceso de los productos peruanos al mercado estadounidense, sino que también contribuirá a un aumento de la productividad y a una mayor transferencia tecnológica.

76. La mayoría de los empresarios del país percibe que el ambiente de negocios es favorable y en línea con el crecimiento observado y con la perspectiva de mayor acceso a mercados internacionales, planean expandir la capacidad de sus empresas. Considerando tanto este contexto interno favorable como la corrección de los términos de intercambio, se proyecta un incremento de 16,3 por ciento en la inversión privada.

77. Las principales inversiones del sector privado estarían ligadas a ampliaciones de capacidad de empresas manufactureras, así como a proyectos de infraestructura, energía y telecomunicaciones, que acompañarían a la construcción de nuevos locales de comercio minorista y turismo, principalmente en ciudades del interior del país. Se contemplan también las inversiones de empresas mineras, como Yanacocha, que viene construyendo una planta de tratamiento de sulfuros, y Southern Copper Corporation, que viene invirtiendo en la fundición de Ilo, a las que se sumaría la ejecución de la segunda etapa de Camisea para la exportación de líquidos de gas natural.

Para 2008, se proyecta que la inversión privada crecería 12,2 por ciento, destacando los proyectos del sector minería e hidrocarburos, así como la continuación de la construcción de la segunda etapa de Camisea, la construcción de las instalaciones del Lote 67 para la extracción de petróleo crudo, diversos proyectos para la producción de etanol, así como algunos orientados a la construcción de plantas petroquímicas. Se han anunciado los proyectos de Ajegroup, Grupo Gloria y Grupo Brescia en Cañete, así como Petrolex en Quillabamba y Petrobras en Matarani. Estos proyectos acompañarían el dinamismo de la edificación de viviendas y la expansión de tiendas de comercio minorista en todo el país.

Gráfico 65
SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA DENTRO DE 3 MESES
Promedio trimestral (en porcentaje)

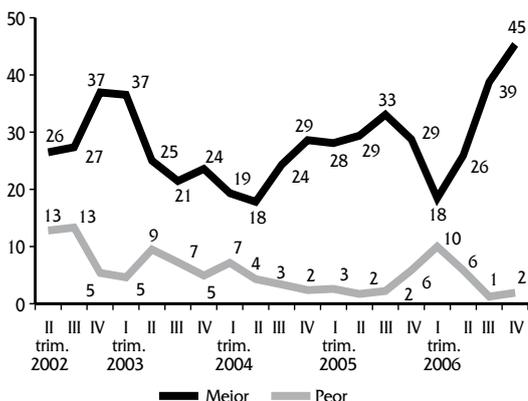
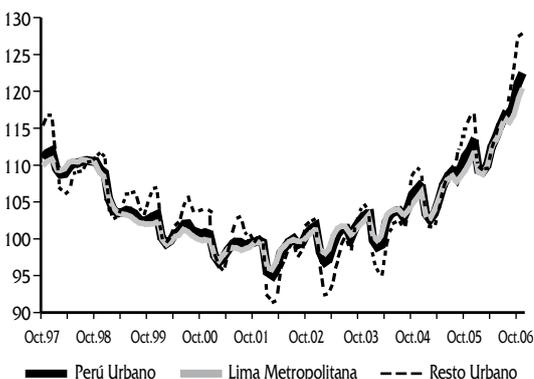


Gráfico 66
EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABADORES
(Índices enero 2000=100)



Fuente: Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo.

78. De acuerdo a la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central, en el cuarto trimestre de 2006, un 45 por ciento de las empresas no financieras pronosticó una mejor situación de la economía del país para el primer trimestre de 2007, mientras que sólo un 2 por ciento anticipó una peor situación económica.

79. Además de la evolución positiva que ha mostrado el componente capital, el factor **mano de obra** también ha presentado una tendencia creciente desde 2002. En efecto, el crecimiento del empleo se ha acelerado en los últimos años en las empresas que tienen más de diez trabajadores (4,5 y 7,2 por ciento en los años 2005 y 2006, respectivamente), cuya productividad es en promedio mayor a la de empresas más pequeñas, lo cual sustentaría también el aumento estimado de la productividad en alrededor de 3 por ciento en los últimos 2 años (una de las mayores tasas de incremento histórico estimada). Hacia adelante, el mantenimiento de estas altas tasas de crecimiento de la productividad de la economía dependerá de la eficiencia de las nuevas inversiones que se realicen, de la ampliación de la oferta de mano de obra calificada y de la flexibilidad en los mercados de factores. A partir de 2005, los niveles de mano de obra captados por las empresas de 10 y más trabajadores han recuperado los niveles existentes en 1997.

Durante la segunda quincena de noviembre de 2006, el Banco Central realizó una encuesta a 270 empresas de diversos sectores localizadas en 14 regiones del país. De acuerdo a dicha encuesta, el 16 por ciento de los empresarios percibe dificultades para encontrar mano de obra calificada. En el sector agropecuario un 29 por ciento percibe que éstas dificultades se concentran en temas como manejo de cultivos orgánicos, elaboración de derivados lácteos y riego tecnificado, como es el caso de Cajamarca y La Libertad. En manufactura, un 22 por ciento percibe dificultades en torno a la disponibilidad y calificación de la mano de obra, lo cual podría reflejar un obstáculo para el crecimiento del sector. De otro lado, un 74 por ciento de los empresarios refiere que sus costos laborales se han mantenido.

RECUADRO 4 PROCESOS DE INVERSIÓN 2007-2011

Los estudios más importantes de crecimiento⁷ señalan una relación directa entre la inversión y las tasas de crecimiento de la economía. Así, el crecimiento del producto a tasas altas con bajas tasas de inflación será sostenible en la medida que también se produzca un crecimiento de la inversión que eleve paralelamente el PBI potencial. Sobre la base de información pública reciente, se conoce de proyectos de inversión a ejecutarse en el próximo quinquenio (2007-2011), cuyo monto total superaría los US\$ 21 mil millones de dólares.

Cabe señalar que los grandes proyectos de inversión identificados representan en los últimos años alrededor del 20 por ciento del total de la inversión. Adicionalmente, se registran inversiones en estos y otros sectores de la economía, de menor cuantía promedio pero en mayor número de proyectos, tal como se ha venido observando en el agro, la industria, construcción y servicios, en respuesta a los incentivos del mercado interno y al contexto externo.

7 Ver por ejemplo "Determinants of economic growth: a cross country empirical study" de Robert Barro (NBER 1996, WP 5698) o "I just run four million regressions" de Xavier Sala-i-Martin (Columbia University y Universitat Pompeu Fabra 1997).

PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN POR SECTORES ECONÓMICOS

Sector Productivo	Inversión ^{1/} Millones de US\$
Minería	9 902
Hidrocarburos	3 150
Industria	2 820
Energía	2 574
Comercio y servicios	1 685
Infraestructura	1 318
TOTAL	21 449

1/ Estimado a partir de anuncios de inversión.

Las mayores inversiones previstas para los próximos cinco años se registrarían en el sector minería con un monto anunciado de alrededor de US\$ 10 mil millones para los próximos 5 años (46 por ciento del total). Este dinamismo sería acompañado por inversiones en otros sectores como hidrocarburos (15 por ciento), industria (13 por ciento), energía (12 por ciento), comercio (8 por ciento) e infraestructura (6 por ciento), que en conjunto representarían montos superiores a los US\$ 11 mil millones.

PRINCIPALES PROYECTOS MINEROS Y DE HIDROCARBUROS

Proyecto	Operador en el Perú	Inversión (US\$ millones)	Estado actual
Minería		9 849	
Las Bambas	Xtrata Perú	1 500	Exploración
Toromocho	Perú Copper	1 500	Est. Fact.
Minas Conga	Minas Conga SRL	1 100	Est. Imp. Amb.
Río Blanco	Minera Majaz	1 000	Est. Fact.
Quellaveco	Cía. Minera Quellaveco	1 000	Est. Fact.
La Granja	Río Tinto Minera Perú	700	Exploración
Michiquillay	Por privatizar	700	Por privatizar
Yanacocha	Newmont-Buenaventura	677	En ejecución
Cerro Verde	Soc. Minera Cerro Verde	560	En operación
Fundición de Ilo y Tantauatay	Southern Copper Corporation (SPCC)	435	En ejecución
Los Chancas	SPCC	300	Est. Pre-Fact.
Cerro Corona	Minera Gold Fields	227	Construcción
Tía María	SPCC	150	Exploración
Hidrocarburos		3 150	
Camisea II	Perú LNG	2 150	Construcción
Lote 67	Barret Resources Perú	1 000	Est. Fact.

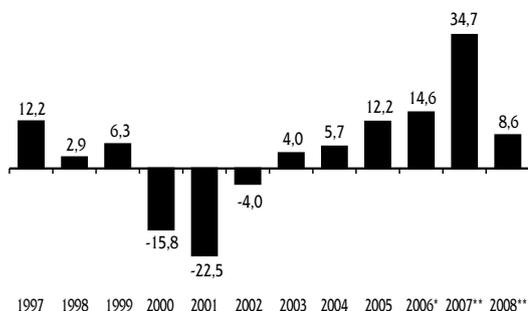
Para asegurar tanto la continuidad de la inversión, así como su impacto sobre la actividad económica es necesario que no se presenten obstáculos a la expansión de la oferta agregada. Así, el principal componente que facilitaría esta expansión es la capacidad de abastecimiento de energía eléctrica en condiciones eficientes. Actualmente, existen planes de inversión por más de US\$ 2 500 millones en el sector eléctrico que permitirían cubrir el aumento de la demanda de los próximos 5 años.

PRINCIPALES PROYECTOS DE GENERACIÓN Y TRANSMISIÓN ELÉCTRICA

Proyecto	Operador
Generación	
Central Térmica Chilca II (174 MW)	Enersur
Turbogas Kallpa I, II y III (504 MW)	Globelec
Turbogas Tumbes (170 MW)	BTZ Energy
Central Hidroeléctrica El Platanal (220 MW)	Cementos Lima
C.H. Santa Rita (173 MW)	Electricidad Andina
Transmisión	
Reforzamiento línea Chilca-San Juan (220 kV)	REP
Línea de transmisión Zapallal-Paramonga-Nueva Chimbote (220 kV)	REP

REP: Red Eléctrica del Perú.

Gráfico 67
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)



* Preliminar.

** Proyección.

80. El componente del gasto público asume que las cuentas fiscales alcanzaría un resultado nulo en 2007 y un déficit de 0,5 por ciento para 2008. Considerando estos factores, el escenario de proyección asume que la inversión pública mostraría un mayor dinamismo en el primer semestre de este año, asociado a la ejecución de gastos no realizados durante 2006. En 2008, la inversión pública tendría un crecimiento de 8,6 por ciento. Por su parte, el consumo público, que habría aumentado 8,8 por ciento en 2006, crecería 8,8 por ciento en 2007, reduciendo su crecimiento a 4,9 por ciento en 2008.

Producción sectorial

81. En el año **2006** los sectores más dinámicos fueron los no primarios, con una tasa de 9,1 por ciento, la tasa más alta desde 1994. Destacó el crecimiento de la manufactura no primaria (7,7 por ciento) y de la construcción (14,9 por ciento). En ambos casos se observó una aceleración hacia la segunda mitad del año, siendo ésta más notable en el caso de la manufactura no primaria.

82. El crecimiento de este sector pasó de 5,6 por ciento en el primer semestre a 9,7 por ciento en el segundo semestre, principalmente por el mayor dinamismo de los productos vinculados al consumo privado como alimentos, bebidas y tabaco, y la fabricación de insumos como productos de papel e imprenta y productos químicos, caucho y plásticos. En el caso de la construcción, el sector fue impulsado por el dinamismo de la autoconstrucción, la ejecución de proyectos mineros como Cerro Verde en Arequipa y la ampliación de la Fundición de Ilo de Southern Copper Corporation, el crecimiento del mercado hipotecario, la construcción de proyectos residenciales, principalmente en la costa norte, y la ejecución de obras civiles por parte de los gobiernos locales.

Por su parte, los sectores primarios habrían crecido 3,7 por ciento en 2006, destacando el sector agropecuario con un incremento de 7,2 por ciento. Este incremento estuvo asociado a las buenas condiciones climáticas, que permitieron incrementar el área cosechada en cultivos como papa, caña de azúcar, maíz amarillo duro y café. Se observó asimismo un incremento considerable de la producción en la segunda mitad del año por desfases en el periodo de siembras en la costa norte, como es el caso del algodón en Piura. Por su parte, el sector de hidrocarburos habría registrado un aumento de 5,7 por ciento explicado por la mayor producción de gas natural. De otro lado, se observa poco dinamismo en la minería metálica debido a que durante el año no entraron en operación nuevos proyectos y se redujo la producción de oro de Yanacocha.

Cuadro 29**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

(Variaciones porcentuales)

	2004	2005	2006*		2007*		2008*
			RI Set.06	RI Ene.07	RI Set.06	RI Ene.07	
Agropecuario	1,7	4,8	3,6	7,2	4,0	4,0	3,5
Agrícola	-3,2	4,0	2,5	7,7	3,7	3,7	3,2
Pecuario	2,0	6,6	5,1	6,6	4,6	4,6	3,9
Pesca	33,9	1,2	-0,7	2,7	4,2	4,3	3,8
Minería e hidrocarburos	5,2	8,1	1,2	0,9	5,6	3,3	5,1
Minería metálica	5,2	7,4	1,1	0,3	5,6	3,1	5,0
Hidrocarburos	7,1	23,4	2,9	5,7	5,6	5,6	6,1
Manufactura	7,4	6,5	5,6	6,4	5,6	6,5	6,2
Procesadores de recursos primarios	7,3	2,1	1,9	1,0	2,5	2,6	3,9
Manufactura no primaria	7,4	7,7	6,6	7,7	6,4	7,6	6,8
Electricidad y agua	4,6	5,3	5,7	6,8	5,0	6,8	5,5
Construcción	4,7	8,4	12,6	14,9	9,0	11,5	10,2
Comercio	5,8	5,2	9,1	10,7	6,1	7,9	6,2
Otros servicios	4,4	6,3	7,3	8,2	5,7	7,4	5,8
PBI GLOBAL	5,2	6,4	6,6	7,9	5,7	6,8	5,8
Primario	4,6	5,4	2,3	3,7	4,3	3,5	4,1
No Primario	5,2	6,5	7,8	9,1	6,1	7,8	6,4

RI: Reporte de Inflación.

83. En el año **2007**, el crecimiento continuaría siendo liderado por los **sectores no primarios**, que si bien registrarían una tasa menor que en 2006 consistente con la evolución prevista en la demanda interna, aún mantendrían un importante dinamismo (7,8 por ciento).

Considerando además la evolución prevista en el consumo de los hogares, las perspectivas de mayor acceso de nuestros productos a mercados externos, así como la reducción en los aranceles a los insumos para el año 2007, se prevé una expansión de 7,6 por ciento en la manufactura no primaria. Con ello, dicho sector registraría cuatro años consecutivos de tasas de crecimiento superiores a 7 por ciento.

Por otro lado, para el sector construcción se prevé un incremento de 11,5 por ciento, considerando el crecimiento de la construcción residencial, tanto por el rubro de autoconstrucción, en línea con el aumento del empleo y los ingresos en todo el país, así como por el aumento de la construcción residencial, impulsada por el relanzamiento de los programas MiVivienda y Techo Propio, dirigidos cada vez más a segmentos de la población con menores recursos. A ello se sumaría la ejecución de proyectos viales como el Tránsito Olmos, IIRSA Norte e IIRSA Sur, así como la continuación de los programas de concesiones y licitaciones del Estado.

RECUADRO 5 PRODUCCIÓN DE LA MINERÍA METÁLICA

En 2006, la producción de la minería metálica registró niveles similares a los producidos en 2005. Con la excepción de la entrada en operaciones del Proyecto Alto Chicama (junio de 2005), entre esa fecha y octubre de 2006 no ha habido inicio de operaciones de proyectos nuevos, ya que la mayoría de proyectos grandes se encuentra en fase de inversión o exploración.

En este recuadro se analizan los casos de oro y cobre, metales determinantes en la evolución del sub-sector minero-metálico, ya que representan aproximadamente la mitad de éste. Adicionalmente, en el caso de la producción de oro, la empresa Yanacocha aumentó su producción en el año 2005 y programó una menor producción para 2006.

CRECIMIENTO DE LA MINERÍA Y PROYECTOS NUEVOS DE ORO Y COBRE (Variaciones porcentuales)

Años	Sector		Oro	Cobre	Proyectos nuevos
	Minero	Minería Metálica			
1993	10,2	10,9	25,1	-0,5	Agosto 1993: Inicio de Yanacocha (Yacimiento Carachugo)
1994	12,0	15,2	57,2	2,2	Yanacocha: Yacimiento Maqui Maqui
1995	4,2	7,2	18,3	8,0	
1996	5,1	6,8	11,6	5,0	Yanacocha: Yacimiento San José
1997	9,0	10,8	20,7	3,0	Yanacocha: Yacimiento Cerro Yanacocha
1998	3,7	4,3	19,9	-6,0	Barrick: Mina Pierina inicia a fines de año
1999	13,1	15,9	36,9	11,7	
2000	2,4	3,4	2,4	1,9	
2001	9,9	11,1	4,1	35,0	Octubre 2001: Antamina, Yanacocha (Yacimiento La Quinua)
2002	12,0	13,0	13,9	16,0	
2003	5,4	6,2	9,7	-2,2	
2004	5,2	5,2	0,4	29,0	Southern: Ampliación de Toquepala. Reinicio de BHP Billiton
2005	8,1	7,4	20,0	-2,8	Junio 2005: Barrick, Yacimiento Alto Chicama
2006 ^{1/}	0,9	0,3	-2,3	3,6	

1/ Preliminar.

En el año 2006, la menor tasa de crecimiento de la producción minera respondió principalmente al menor aporte de Yanacocha, que registró una disminución de 20 por ciento frente al año anterior, por la cancelación de la explotación del Cerro Quilish ante problemas con la comunidad. Adicionalmente, las zonas ricas en óxidos se han agotado y las zonas que actualmente explota la minera presentan un alto contenido de sulfuros, para lo cual deben esperar a terminar la planta de tratamiento de los mismos, prevista para mediados de 2007. La empresa tiene en cartera dos proyectos como el de La Zanja y Tantahuatay, previstos, de no mediar conflictos, para 2008.

Para 2007, se estima que la producción de la minería metálica crecería 3,1 por ciento. La mayor producción de cobre, 180 mil toneladas adicionales por el ingreso de Cerro Verde, es decir, un crecimiento de 25 por ciento en la producción nacional de este metal, sería parcialmente atenuada por la menor producción de oro debido al anuncio de Yanacocha de que solamente extraería 1,6 millones de onzas.

84. En los **sectores primarios** la proyección considera una desaceleración en el sector agropecuario respecto a los resultados obtenidos en 2006, asociada a la elevada base de comparación y al desarrollo de la campaña agrícola, que viene mostrando una reducción de 2,3 por ciento en el área sembrada en el periodo agosto-noviembre, principalmente de arroz y maíz amarillo duro, atenuada por el aumento de las siembras de papa. Sin embargo, los niveles de agua almacenada en reservorios en la presente campaña superan el nivel requerido, a diferencia del inicio de la campaña anterior. Cabe indicar, además, que el Comité Multisectorial del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), en su comunicado

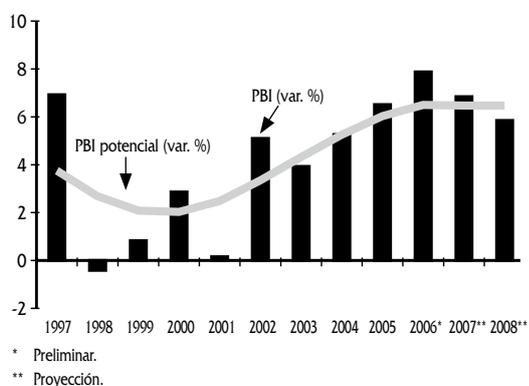
del 8 de enero de 2007 señaló que se prevé una tendencia hacia temperaturas entre ligeramente cálidas a normales en los próximos tres meses frente a la costa peruana. En el caso del sector pesca, se prevé una recuperación respecto al año previo, considerando que los efectos del Fenómeno El Niño serían muy limitados sobre la anchoveta, recurso que a la fecha registra una recuperación luego del desfase en el desove ocurrido el año pasado.

El sector minería e hidrocarburos crecería 3,3 por ciento, destacando el inicio de operaciones en enero de la planta ampliada de Cerro Verde en Arequipa, lo que incrementaría la producción de cobre en 200 mil toneladas anuales cuando alcance su máximo nivel de producción, previsto para el segundo semestre del año y Cerro Lindo, proyecto de zinc ubicado en Ica y cuyo inicio se prevé para el segundo trimestre. El inicio de operaciones de estos proyectos atenuaría la caída en la producción de oro prevista por Yanacocha (de 2,6 millones de onzas en 2006 a 1,6 millones de onzas en 2007).

85. Se prevé que en el año **2008** los sectores no primarios moderen su crecimiento, a una tasa de 6,4 por ciento. La manufactura no primaria crecería 6,8 por ciento en tanto que la construcción mantendría una tasa elevada (10,2 por ciento), considerando la evolución prevista en la inversión privada.

En los sectores primarios destacaría el crecimiento de 5,1 por ciento en el sector minería e hidrocarburos, considerando la producción a plena capacidad de la planta ampliada de Cerro Verde durante todo el año. En el caso de los sectores agropecuario y pesca el escenario central de proyección considera condiciones climáticas normales.

Gráfico 68
CRECIMIENTO DEL PBI Y PBI POTENCIAL
(Variación porcentual)



PBI potencial

86. El PBI potencial se define como el nivel de producto que no generaría presiones inflacionarias. Esta definición está asociada a la tasa de crecimiento de la tendencia del PBI, es decir, aquel crecimiento que no corresponde a elementos coyunturales o transitorios. El Banco Central actualmente utiliza tres métodos para el cálculo del PBI potencial: 1) Filtros lineales como el de Hodrick-Prescott. 2) El método de la función de producción que se basa en una especificación de la función de producción donde intervienen el capital, la fuerza laboral y la productividad de estos factores productivos. 3) Por último, se utiliza un método que asume un modelo en el que se identifica la brecha entre el producto y su nivel potencial en base a la evolución de las presiones inflacionarias (filtro de Kalman). El estimado vigente de la tasa de crecimiento del PBI potencial es de 6 por ciento, tasa que incluye el aporte del incremento de la productividad que viene registrando la economía, el cual se estima viene aportando alrededor de 3 puntos porcentuales del crecimiento del PBI potencial. Entre

Gráfico 69
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES
(Puntos porcentuales de aporte al crecimiento del PBI)

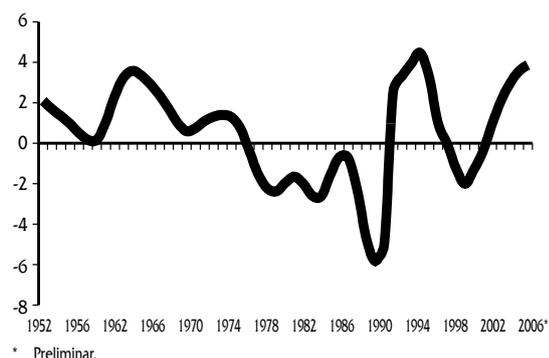
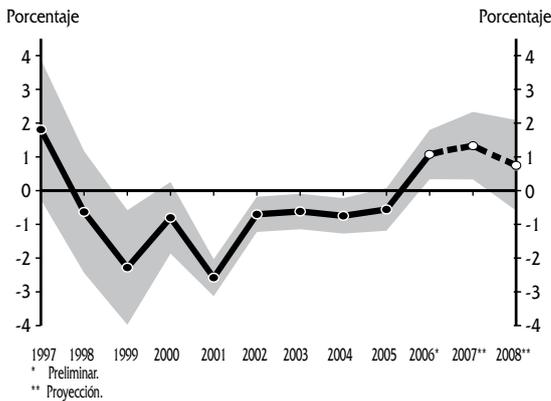


Gráfico 70
BRECHA DEL PRODUCTO



El área sombreada indica la incertidumbre existente en el cálculo y proyección de la brecha de producto.

los determinantes del dinamismo de la productividad de los factores se encuentran el proceso de renovación y ampliación de maquinarias y equipos, el incremento de la actividad formal, el acceso a nuevos mercados como los de exportación y en general la instauración de un ambiente favorable para el desarrollo de los negocios.

87. En el Reporte de Inflación de setiembre se presentó el indicador denominado brecha del producto, cuya medición consiste en relacionar el nivel del PBI con su nivel potencial. Una brecha positiva indicaría la presencia de un auge y una negativa, de una recesión. Este indicador es importante para definir la postura de las políticas macroeconómicas debido a que éstas deben buscar un balance ante la presencia de auges y recesiones. En el caso de la política monetaria es uno de los posibles indicadores de la presencia de un exceso de demanda.

Los cálculos de la brecha del producto están sujetos a la incertidumbre sobre los parámetros empleados para su estimación, lo cual se refleja en un rango de confianza. Como se muestra en el siguiente gráfico, existe una brecha de producto promedio anual de 2006 en el rango de 0,5 y 1,5 por ciento.

88. El Costo Laboral Unitario (CLU), definido como el ratio entre remuneraciones y productividad del trabajo, es un indicador que refleja presiones inflacionarias por el lado del mercado laboral en la medida que captan el efecto de un incremento de remuneraciones por encima de la productividad. En tal sentido, se ha desarrollado un índice de CLU en base a la información de empleo y remuneraciones para Lima Metropolitana del Ministerio de Trabajo y el valor de la producción no primaria (excluyendo gobierno y servicios públicos).

Los resultados muestran que el CLU se ha venido reduciendo desde los últimos trimestres de 2004. Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2006, si bien sigue siendo negativo, se observa una reversión de la tendencia.

Cuadro 30

COSTO LABORAL UNITARIO (CLU)
Lima Metropolitana (Var. %)

	CLU	Remuneraciones	Productividad del trabajo
1998-2000	1,0	3,8	2,7
2001-2005	-1,1	3,0	4,1
2006	-1,9	0,6	2,5

El cuadro anterior descompone al Costo Laboral Unitario en dos componentes: el efecto “remuneración” y el efecto “productividad”, observándose un crecimiento en la productividad mayor al crecimiento de las remuneraciones (sueldos y salarios), por lo que el CLU disminuye.

Este indicador se refiere sólo a los trabajadores formales de la economía. En los sectores en que no se requiere mucha calificación existe una gran oferta laboral que impediría un mayor crecimiento en las remuneraciones, por lo que los mayores aumentos de salarios se estarían dando sólo en los sectores en los que se requiere mayor especialización (electricidad, gas y agua).

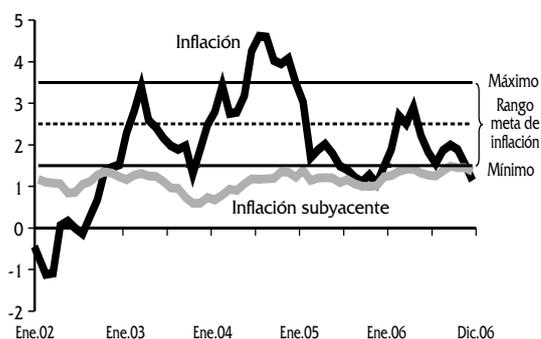
VII. Inflación

En 2006 la tasa de inflación fue 1,1 por ciento, menor a la registrada en 2005 (1,5 por ciento), debido principalmente a la corrección de precios de alimentos luego del alza registrada en 2005, la caída en los precios de la gasolina y kerosene y la mayor reducción en las tarifas eléctricas. La tasa de inflación subyacente fue 1,4 por ciento en 2006, tasa ligeramente superior a las de 2004 y 2005 (1,2 por ciento en ambos casos).

En el año pueden distinguirse dos periodos en la evolución de la inflación: entre enero y abril la inflación acumulada fue de 2,0 por ciento; mientras que entre mayo y diciembre ésta fue de -0,9 por ciento. Este comportamiento diferenciado estuvo asociado a la reversión de choques que afectaron los precios del componente no subyacente de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Ejecución de la inflación

Gráfico 71
INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



89. Como se anticipó en el Reporte de Inflación de setiembre, se esperaba que la inflación en 2006 se mantenga en la parte inferior del rango meta. Asimismo, en las Notas Informativas de los programas monetarios posteriores a dicho Reporte se proyectó que las tasas de inflación en los primeros meses de 2007 estarían por debajo de dicho rango, confirmándose que no se emprenderían acciones de política monetaria porque la baja de la inflación se explicaba por factores que no tienen un efecto perdurable en la tasa inflacionaria. Por ello, el registro de una tasa de inflación de 1,1 por ciento en 2006 no ameritaba una reducción de la tasa de interés de referencia.

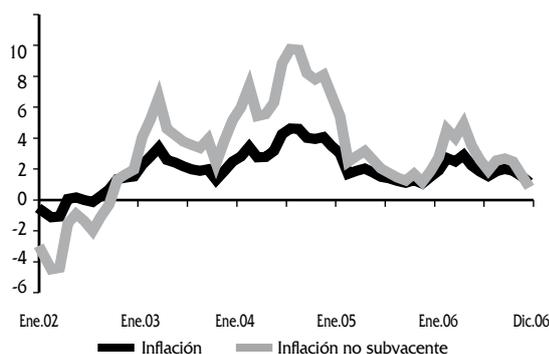
La evolución de la inflación se puede clasificar en factores tendenciales (inflación subyacente) y factores transitorios (estimado a través de la inflación no subyacente). Estos últimos componentes son los que han explicado mayormente el nivel y variabilidad de la inflación de los últimos 5 años. Así, la tasa de inflación promedio desde la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación en el año 2002 ha sido 2,0 por ciento, con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,2 por ciento.

La tasa de **inflación subyacente** se ha elevado gradualmente desde 0,7 por ciento en 2003 a 1,2 por ciento en 2004 y 2005 y a 1,4 por ciento en 2006, en un contexto de aceleración del crecimiento económico (desde 4,0 por ciento en 2003 a 6,4 por ciento en 2005 y 7,9 por ciento estimado para 2006). En enero 2007, la tasa de inflación subyacente fue de 0,1 por ciento, acumulando una variación últimos doce meses de 1,3 por ciento.

En este periodo la economía pasó de un ciclo recesivo a una etapa de auge junto con el crecimiento del PBI potencial desde niveles estimados en 3 por ciento 4 años atrás, a niveles de alrededor de 6 por ciento anual en la actualidad debido al dinamismo reciente de la inversión y mejoras en la productividad, lo que explicaría la gradualidad del aumento de la inflación subyacente a pesar de la aceleración del crecimiento económico y el aumento del costo de los combustibles e insumos derivados de la industria petroquímica (plásticos, fertilizantes, etc) y otros *commodities* (trigo y maíz para la agroindustria).

Luego de la aceleración que registró entre noviembre de 2005 (1,0 por ciento) y abril de 2006 (1,4 por ciento) que coincidió con un mayor crecimiento de la demanda interna (8,7 por ciento en promedio entre el cuarto trimestre de 2005 y primer trimestre de 2006) y una depreciación del tipo de cambio (2,9 por ciento), la tasa de inflación subyacente se ha mantenido entre 1,3 y 1,5 por ciento entre mayo y diciembre, a pesar que la demanda interna continuó acelerándose a tasas de 10 por ciento en un contexto de apreciación del Nuevo Sol (3,8 por ciento).

Gráfico 72
INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)

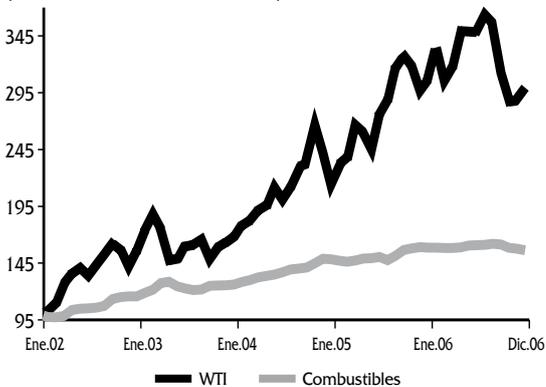


90. La volatilidad en la tasa de inflación proviene de choques de oferta, usualmente transitorios y con efectos de una sola vez sobre el nivel de precios, de los rubros de alimentos y de combustibles que representan 33 y 4 por ciento de la canasta del consumidor, respectivamente. La **inflación no subyacente**, que agrupa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan estos diversos choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló 0,8 por ciento en 2006.

Cuadro 31
INFLACIÓN 2002-2006
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación 2002	2003	2004	2005	2006			Promedio anual 2002-2006	
					Ene.-Abr.	May.-Dic.	Año		
I. Subyacente	60,6	1,23	0,73	1,23	1,23	0,71	0,65	1,37	1,16
1. Alimentos	10,7	0,02	0,14	3,24	0,98	0,20	0,78	0,98	1,06
2. No alimentos	49,9	1,49	0,85	0,80	1,28	0,82	0,62	1,45	1,18
a. Bienes	23,3	1,39	0,08	-0,29	0,71	0,79	0,18	0,97	0,57
b. Servicios	26,6	1,57	1,53	1,75	1,77	0,85	0,99	1,85	1,69
II. No Subyacente	39,4	1,96	5,16	6,75	1,87	3,85	-2,91	0,83	3,29
1. Alimentos	22,5	0,28	3,73	5,82	1,62	6,98	-4,60	2,06	2,68
2. No alimentos	16,9	4,22	7,00	7,90	2,17	0,05	-0,72	-0,67	4,07
a. Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77	6,89	0,07	-1,56	-1,50	9,32
b. Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	0,23	0,89	1,12	3,32
c. Servicios públicos	4,6	1,96	-1,98	6,19	-1,72	-0,32	-2,91	-3,22	0,19
III. Total	100,0	1,52	2,48	3,48	1,49	2,03	-0,88	1,14	2,02

Gráfico 73
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y
PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
 (Índices diciembre 2001 = 100)



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

- **Combustibles:** Por primera vez en 5 años se registró en 2006 una reducción del precio interno promedio de los combustibles (-1,5 por ciento) debido a que el alza moderada de la cotización internacional fue más que compensada por la apreciación del Nuevo Sol (6,4 por ciento) y la reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a las gasolinas y kerosene. En el mercado internacional, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) pasó de US\$ 59 por barril en diciembre de 2005 a US\$ 74 por barril en julio de 2006, reduciéndose a US\$ 62 por barril en diciembre de 2006.

Esta volatilidad de las cotizaciones internacionales a lo largo del año no se trasladó al precio interno debido al mecanismo de compensación del Fondo de Estabilización de Precios de los combustibles⁸, el cual comenzó a recibir aportaciones en los últimos meses del año 2006 y comienzos de 2007 que permitirán atenuar contingencias de futuras alzas en las cotizaciones internacionales de combustible.

Cuadro 32

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
 (Variación porcentual mensual)

	2002	2003	2004	2005	2006
Combustibles	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	-6,2
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	2,2
Cotización Internacional WTI					
US dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	61,9
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	198,6

Fuente: INEI y Bloomberg.

- **Tarifas eléctricas:** Estas tarifas se encuentran reguladas por Osinerg y se modifican de acuerdo a las condiciones previstas de oferta y demanda y a una estructura de costos. Normalmente, las tarifas se revisan anualmente en el mes de mayo salvo alguna modificación importante que ocurra en la estructura de costos. En el año 2006, las tarifas se redujeron 7,3 por ciento. Luego de la caída de mayo (6,8 por ciento) debido al efecto de la resolución de Osinerg que fija las tarifas en barra para el periodo mayo 2006-abril 2007, éstas volvieron a disminuir en noviembre (2,4 por ciento). Esta última reducción reflejó el reajuste de las tarifas en barra por generación, tras la caída en los precios del Residual 6 y el diesel 2 entre julio y octubre de 2006.

⁸ Una descripción de este Fondo se puede encontrar en el Recuadro 1 del Reporte de Inflación de Agosto 2005.

- **Alimentos:** Destaca la reducción en los precios de la cebolla (30,5 por ciento) y la papaya (32,5 por ciento), ambos por recuperación de los niveles de producción.

Cuadro 33

CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA DIFERENCIA INFLACIÓN 2005 - 2006
(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %		Contribución negativa	Rubros	Peso	Var. %		Contribución positiva
		2005	2006				2005	2006	
Cebolla	0,4	68,0	-31,8	-0,48	Carne de pollo	4,0	-6,2	14,5	0,68
Papaya	0,2	79,7	-32,5	-0,36	Gas	1,3	-10,9	0,3	0,18
Kerosene	1,2	21,0	2,2	-0,32	Pan	3,7	-0,3	3,4	0,16
Gasolina y lubricantes	1,5	9,2	-6,2	-0,32	Arroz	2,3	-6,1	-1,2	0,13
Electricidad	2,2	-2,5	-7,3	-0,11					
Total				-1,59					1,15

Gráfico 74
PRECIO DEL POLLO
(Nuevos soles por kg.)



Gráfico 75
PRECIO DEL PAN Y COTIZACIÓN DEL TRIGO
(Índices diciembre 2001 = 100)

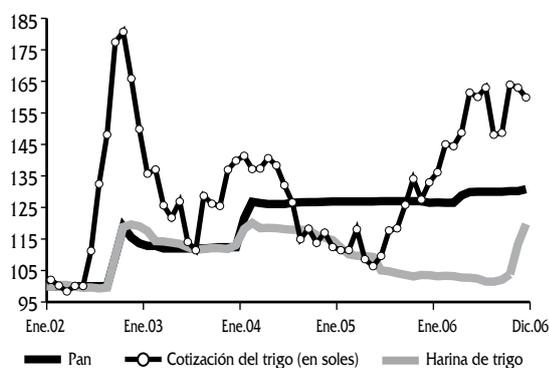
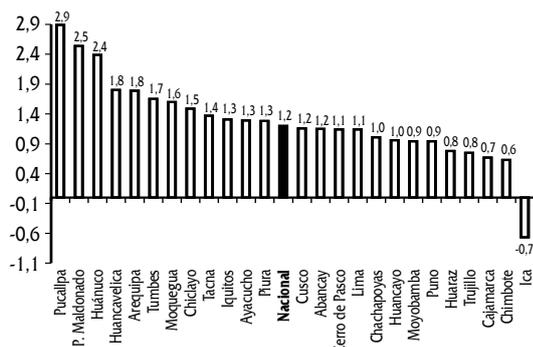


Gráfico 76
INFLACIÓN NACIONAL 2006
(Variación porcentual acumulada)



- **Carne de pollo:** El incremento en el precio del pollo respondió básicamente a la recuperación de la demanda, tras la fuerte contracción registrada entre octubre y noviembre de 2005 originada en el temor a la gripe aviar.

Cabe destacar que desde el año 2002 el precio promedio del pollo ha sido de S/. 5,5 por kg, con una desviación estándar de 0,3. Actualmente el precio es de S/. 5,9 por kg. con lo que se ubica cerca del límite superior de esta medida estadística.

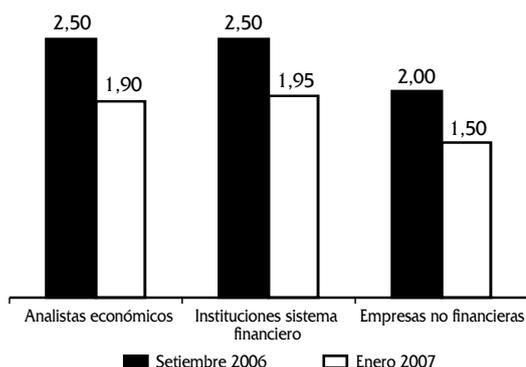
- **Pan:** El precio del pan aumentó 3,4 por ciento en 2006, frente a un aumento del precio de su principal insumo, la harina de trigo en 16 por ciento. La cotización internacional del trigo, expresada en nuevos soles, se incrementó 20 por ciento en el mismo periodo.

El principal insumo para la elaboración del pan es la harina de trigo, la que se elabora con trigo importado. La harina alcanza una participación aproximada de 60 por ciento en el costo total del pan. A su vez, el trigo es el principal insumo de la harina, representando entre el 70 y 75 por ciento de su costo de fabricación.

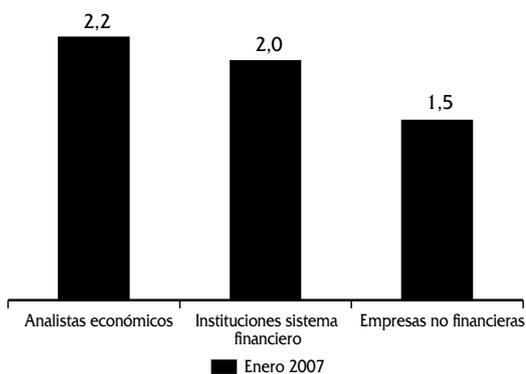
Inflación nacional

91. El índice agregado 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 en 2006 fue 1,2 por ciento. En 12 ciudades se observó un incremento menor que el promedio, mientras que las restantes 13 tuvieron una inflación media mayor que el promedio.

Gráfico 77
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2007



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2008



Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Pucallpa (2,9 por ciento), Puerto Maldonado (2,5 por ciento) y Huánuco (2,4 por ciento). En contraste, las ciudades que registraron menor crecimiento de precios fueron: Ica (-0,7 por ciento) y Chimbote (0,6 por ciento).

Expectativas

92. Un elemento adicional que influye sobre la proyección de la inflación está dado por las expectativas sobre la evolución futura de esta variable debido a que éstas influyen sobre la formación de precios de la economía. Las encuestas de expectativas muestran que la credibilidad de la política monetaria se mantiene robusta, anclando las expectativas en alrededor de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección para las empresas no financieras. Esto es consistente con la convergencia de las proyecciones hacia el final de dicho horizonte.
93. Factores como precios de los insumos o costos salariales pueden también generar presiones en el mercado de bienes causando movimientos de precios relativos o aumentos generalizados de precios. Por ello, a continuación se presentan los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas.

En noviembre de 2006 se incluyó un módulo sobre Incremento de Precios de Insumos en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas que realiza el BCRP con la finalidad de evaluar si existían presiones inflacionarias provenientes del alza de precios de insumos en un contexto de mayores precios de materias primas y petróleo.

De acuerdo a esta encuesta, sólo un 33 por ciento experimentó subida de precios de sus insumos en el segundo semestre de 2006 mientras que 5 por ciento registró reducciones.

Cuadro 34

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS Módulo: Precios

	Todos los sectores		Manufactura	
	Nº de empresas	%	Nº de empresas	%
Total	385	100	215	100
Con incremento de precios de insumos	129	33	85	40
Sin incremento de precios de insumos	238	62	118	55
Con reducción de precios de insumos	18	5	12	6

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, noviembre 2006.

Las empresas que experimentaron incrementos de precios en sus insumos, respondieron con una reducción de márgenes en un 46 por ciento de los casos, con mejoras de productividad y con una reducción de otros costos o búsqueda de distintas alternativas como cambio de insumos, cambio de proveedores o eliminación de descuentos y promociones a sus clientes en un 28 por ciento. Sólo un 26 por ciento optó por subir sus precios.

Cuadro 35

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS Empresas que tuvieron incremento de precios de insumos

	Todos los sectores		Manufactura	
	Nº de empresas	%	Nº de empresas	%
<u>Empresas con incremento de precios de insumos</u>	129	100	85	100
Redujeron márgenes	60	46	35	41
Subieron precios de productos ó servicios finales	33	26	26	31
Incrementos en productividad	22	17	14	16
Reducción en otros costos	9	7	7	8
Otras acciones	5	4	3	4

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, noviembre 2006.

Los resultados obtenidos permiten identificar que las presiones inflacionarias se encuentran focalizadas en sectores con alto componente de insumos importados cuyos precios han experimentado alzas importantes en el mercado internacional (trigo, plásticos, derivados del petróleo y otros).

Estos resultados a nivel general no difieren significativamente cuando se distingue entre manufactura y otros sectores, manufactura primaria y no primaria, manufactura no primaria orientada al mercado interno y externo y manufactura no primaria productora de bienes de consumo y bienes de capital e intermedios.

Pronósticos de inflación

94. La proyección de inflación para 2007 se ha revisado a la baja. Se espera que la inflación continúe ubicándose por debajo del límite inferior del rango meta durante la primera parte de 2007. Como se explicó en el Reporte de setiembre de 2006, parte de este resultado es el efecto comparación respecto al primer semestre de 2006. En el Reporte actual, dichos desvíos previstos durante los primeros meses de 2007 son aún más acentuados por la revisión a la baja en los precios

Gráfico 78
TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT ESPERADA
IMPLÍCITA EN LOS CDBCRP

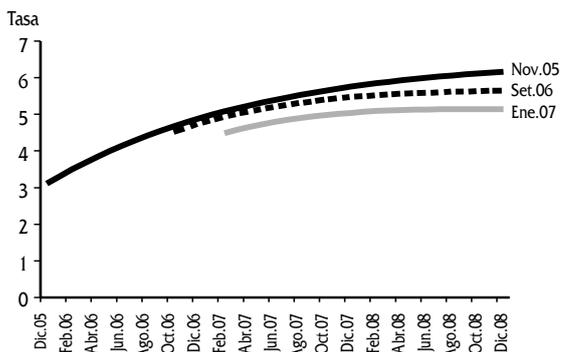
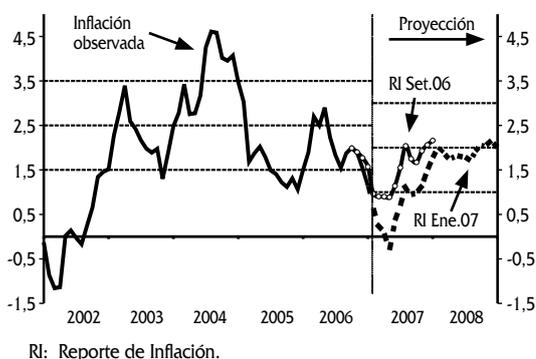


Gráfico 79
INFLACIÓN ÚLTIMOS 12 MESES PROYECTADA



internacionales de combustibles y de tarifas públicas, mayor oferta agrícola y menor tipo de cambio respecto al escenario del Reporte de setiembre. Estos factores mencionados tienen efecto de una sola vez en la tasa de inflación, por lo que no afectan su convergencia posterior al rango meta. Posteriormente, la inflación volvería a ubicarse dentro del rango y adquiriría una senda de convergencia hacia la meta. La senda posterior de convergencia estará en función de los determinantes macroeconómicos esperados hacia futuro.

95. La proyección de inflación en este Reporte de Inflación considera un horizonte de 2 años, tomando en cuenta que el rezago con el que actúa la política monetaria estaría entre 12 y 18 meses.

Las proyecciones son compatibles con una política monetaria previsoras que toma en cuenta las presiones inflacionarias al alza o a la baja que pueden suceder en la economía, dada la información disponible a la fecha detallada en este reporte. En este escenario se supone que el estímulo monetario se amenguará paulatinamente durante el horizonte de proyección de manera similar a la evolución de las expectativas implícitas de tasas de interés interbancaria, calculadas a partir de la curva de rendimiento de los CDBCRP y bonos en nuevos soles.

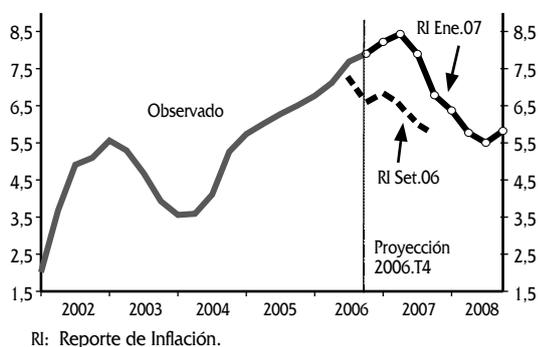
Estas expectativas de tasa interbancaria futura se han venido reduciendo durante 2006. Así, en dichos meses se esperaba que la tasa interbancaria a inicios del presente año se ubique en aproximadamente 5,0 por ciento con una tendencia al alza para 2008 y 2009. Actualmente las expectativas para los próximos 2 años se sitúan en un rango de 5,0 y 5,25 por ciento.

Cabe mencionar que la posición de política monetaria se ajustaría para mantener su consistencia con la meta de inflación en la medida que el BCRP vaya actualizando información sobre el estado de la economía.

96. La convergencia de la tasa de inflación hacia un nivel de 2 por ciento se basa en el ritmo esperado de crecimiento de la actividad económica, las expectativas de los agentes acerca de la evolución de la inflación y del tipo de cambio. Todos estos factores son sensibles a la política monetaria del BCRP. A diferencia del periodo 2003-2005, se espera que los precios no subyacentes no presionen la inflación al alza en el horizonte de proyección, debido a que se proyectan condiciones normales de oferta en el sector agropecuario y alzas relativamente moderadas en el precio internacional del combustible.

97. El dinamismo previsto de la actividad económica en el horizonte de proyección impulsaría la convergencia de la

Gráfico 80
CRECIMIENTO DEL PBI
 (Tasas de variación promedio últimos 4 trimestres)



RI: Reporte de Inflación.

inflación hacia el nivel meta en el transcurso del año 2008. Este dinamismo parte de un punto inicial caracterizado por el crecimiento estimado en 2006 (7,9 por ciento) para luego mantenerse en tasas de crecimiento sostenido y cercanas al crecimiento del PBI potencial. En los últimos 3 años la inflación subyacente se ha venido recuperando, influenciada en parte por el aumento de la brecha de producto que pasó en este periodo de una posición recesiva en el ciclo económico a una expansiva. Este impulso de demanda continuaría permitiendo la convergencia de la inflación hacia su nivel meta mientras que el mismo se irá cerrando hacia 2008. Esto último implica que el crecimiento del PBI se ubicaría en una trayectoria sostenible y consistente con la evolución del PBI potencial, esto es, en función del crecimiento del acervo de capital productivo, la oferta de mano de obra calificada y la productividad de la economía.

Dos factores son fundamentales para el desenvolvimiento de la actividad económica observada en la proyección. Por un lado, se mantiene un entorno internacional favorable con términos de intercambio que muestran tasas de crecimiento negativas pero cuyos niveles aún se encuentran por encima del promedio de 2004. De otro lado, el crecimiento del PBI tendencial bordearía un 6 por ciento en el horizonte de proyección motivado fundamentalmente por el aumento de la productividad total de factores y el aumento de la inversión bruta fija (19,0 por ciento en 2007).

Respecto a las proyecciones previas del Reporte de setiembre, se ha revisado al alza el crecimiento del PBI para 2007, teniendo en cuenta el mayor dinamismo alcanzado en 2006. De esta manera se mantiene la perspectiva de desaceleración económica, pero desde niveles más altos de crecimiento. Esta evolución refleja las perspectivas de desaceleración de la economía mundial y la reducción de los términos de intercambio en 2007 y 2008, lo que induciría también a una desaceleración del ritmo doméstico de expansión económica, aunque manteniendo tasas por encima del PBI tendencial de los últimos años.

98. Por el lado de la inflación importada, los factores que más podrían afectar la evolución de la inflación son el precio internacional de los combustibles y el tipo de cambio. La proyección de la cotización WTI ha sido revisada a la baja (la cotización pasaría de US\$ 72 a US\$ 62 por barril en 2007). Asimismo, se espera que el Nuevo Sol reduzca su ritmo apreciatorio y se mantenga relativamente estable debido a que se prevé que la reducción de los términos de intercambio sería gradual. Estos elementos constituyen menores presiones al alza en los precios, compensando el impulso proporcionado por el ciclo económico expansivo.

**RECUADRO 6
NIVEL DE INFLACIÓN Y SU INCERTIDUMBRE**

El nivel de la inflación está, por lo general, asociado positivamente a la incertidumbre sobre el nivel futuro de la inflación. Esta relación refleja algunos de los costos que la inflación impone en la economía. Así, por ejemplo, una mayor incertidumbre sobre la inflación genera una mayor dispersión de precios relativos y, con ello, mayores ineficiencias en la producción. Asimismo, una mayor incertidumbre induce mayores costos de estabilización porque hace más difícil pronosticar la inflación y, a su vez, genera una mayor persistencia en la inflación.

A fin de entender estos costos de la inflación, es importante evaluar empíricamente la relación entre el nivel de la inflación y la incertidumbre sobre ella. En este sentido, es probable que la dinámica de la inflación y la relación entre el nivel y la volatilidad de la inflación hayan cambiado como producto de las modificaciones en el diseño y conducción de la política monetaria.

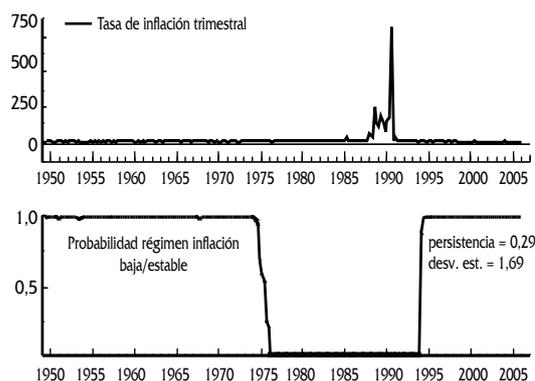
Una forma de explorar si hay un vínculo sistemático entre el nivel de la inflación y la incertidumbre sobre la misma es descomponiendo la dinámica de la serie de inflación entre su componente estocástico permanente (de largo plazo) y su parte transitoria (de corto plazo). El componente permanente se asocia al concepto de inflación subyacente, que refleja la posición de la política monetaria; mientras que, la parte transitoria se asocia a la inflación no subyacente, sujeta a choques de oferta. Ambos componentes pueden estar sujetos a cambios en su nivel y su volatilidad.

En esta perspectiva, Castillo, Humala y Tuesta (2006) analizan la dinámica de la inflación desde 1949 hasta la fecha, utilizando un modelo econométrico de sus componentes (no observados) sujetos a cambios de régimen. Esta investigación encuentra evidencia que periodos de alta (baja) inflación promedio están acompañados de periodos de alta (baja) incertidumbre de corto y largo plazo, así como de mayor (menor) persistencia en la inflación.

Otro resultado relevante de este estudio es que, al analizar una serie prolongada de la tasa de inflación (desde 1949), se identifican tres regímenes claramente diferenciados sobre la dinámica de esta variable. Primero, un régimen de estabilidad de precios que no es exclusivo de años recientes, sino que incluye también buena parte de la década de los 50 y 60. Un segundo régimen de inflación alta y volátil, desde mediados de los 70 hasta inicios de los 90 (aceleración de la inflación y desinflación, respectivamente). Y un tercer régimen que incluye el periodo hiperinflacionario de fines de los 80.

Considerando estas relaciones sobre la inflación, el establecimiento de un objetivo exclusivo de estabilidad de precios contribuye directamente a reducir el nivel y volatilidad del componente permanente de la inflación. Adicionalmente, el mantenimiento de una política monetaria intolerante a la inflación contribuye a anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos (y generar ganancias de credibilidad en el banco central). Esto, a su vez, se asocia a una reducción en el nivel y volatilidad del componente transitorio de la inflación. Es decir, no sólo la volatilidad de largo plazo sobre la inflación se habría reducido desde mediados de la década de los 90, sino que también la volatilidad transitoria de la inflación habría disminuido significativamente.

MODELOS DE CAMBIOS DE RÉGIMEN DE LA INFLACIÓN

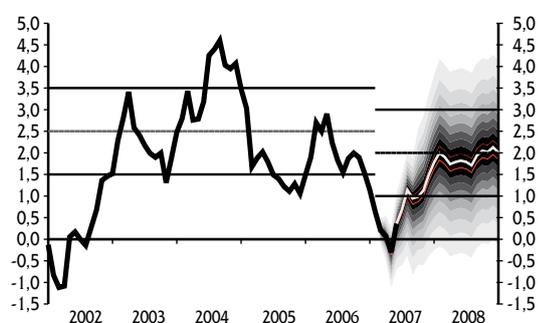


Referencias:

- * Ball, Laurence y Cecchetti, Stephen (1990). "Inflation uncertainty at short and long horizons". *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1990, No. 1, pág. 215-254.
- * Castillo, Paúl; Humala, Alberto y Tuesta, Vicente (2006). "Monetary policy, regime shifts, and inflation uncertainty in Peru (1949-2006)". Mimeo, Encuentro de Economistas 2006, BCRP, Diciembre.
- * Kim, Chang-Jin y Nelson, Charles R. (1999). "State-space models with regime switching. Classical and Gibbs-sampling approaches with applications". MIT Press, Cambridge, Londres, Reino Unido.
- * Lansing, Kevin (2006). "Time-varying U.S. inflation dynamics and the new Keynesian Phillips curve". Mimeo, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- * Marcet, Albert y Nicolini, Juan Pablo (2005). "Money and prices in models of bounded rationality in high-inflation economies". *Review of Economic Dynamics*, Vol. 8, pág. 452-479.
- * Sargent, Thomas; Williams, Noah y Zha, Tao (2006). "The conquest of South American inflation". Mimeo, en <http://homepages.nyu.edu/~ts43/>.

VIII. Balance de riesgos

Gráfico 81
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.

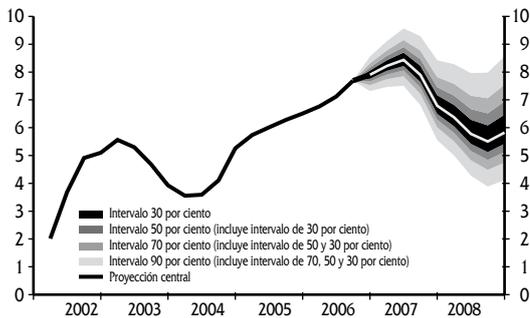
99. El escenario de proyección presentado en este Reporte se considera como el más probable para el horizonte de proyección. Sin embargo, los resultados de estas proyecciones son sensibles a la evolución de las variables exógenas consideradas, las que pueden diferir del escenario planteado. El balance de riesgos es la evaluación y ponderación de los diferentes escenarios de riesgo de desvío de la proyección respecto al escenario base. Estos desvíos pueden impactar sobre la inflación en uno u otro sentido.

- **Choque de demanda:** En el escenario base, la actividad económica tiene un nivel de crecimiento sostenido en un ritmo entre 5,5 y 7 por ciento durante 2007 y 2008. Sin embargo, si se presenta una expansión del gasto interno que cree presiones inflacionarias, el BCRP adoptará una posición de política monetaria menos expansiva o contractiva.
- **Choque de oferta:** El presente Reporte contempla la presencia de un leve Fenómeno El Niño y un año agrícola normal para 2007. Hacia 2008, la probabilidad de ocurrencia de un Niño “fuerte” es reducida pero su aparición sería altamente pernicioso sobre las condiciones de oferta agrícola y por ende sobre los precios de los alimentos.

Las presiones inflacionarias provocadas ante la eventualidad del Fenómeno El Niño de mayor magnitud, o de cualquier otro evento climático inesperado, sólo alterarían el comportamiento previsto de la política monetaria en la medida que estos choques de oferta afecten las expectativas de inflación y la formación del resto de precios de la economía. El BCRP no reaccionaría frente a choques transitorios de este tipo.

- **Choque externo:** El entorno internacional observado en el año 2006 fue extraordinariamente favorable. Este desarrollo fue sustentado por el mayor crecimiento de los términos de intercambio y un alto crecimiento de

Gráfico 82
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

los socios comerciales del Perú. En la proyección del presente Reporte, se considera una débil reversión hacia la baja tanto para los términos de intercambio como para el crecimiento de nuestros socios comerciales.

Sin embargo, cabe la posibilidad de una corrección severa de los precios de las materias primas. Este escenario de riesgo configuraría una presión inicial hacia la depreciación del Nuevo Sol y posteriormente hacia una presión a la baja sobre la demanda. En el corto plazo, el efecto de un tipo de cambio más elevado afectaría la inflación hacia el alza pero luego empezaría a primar el efecto contractivo de demanda.

En estas circunstancias, la política monetaria reaccionaría de manera contractiva en el corto plazo para neutralizar efectos inflacionarios iniciales en la medida en que estos sean severos. Sin embargo, en el mediano plazo se requeriría una posición de estímulo monetario para contrarrestar las presiones negativas sobre la inflación provenientes de la menor demanda agregada.

- **Mayores presiones apreciatorias en el Nuevo Sol:** El balance de los determinantes fundamentales del tipo de cambio hace prever que, de existir desviaciones al escenario central planteado, éstas tengan mayor probabilidad de apuntar hacia apreciaciones, con lo cual, el impacto sobre la proyección de inflación sería hacia la baja.

Frente a este escenario de riesgo, si la consecución de la meta en el horizonte relevante de política monetaria se pusiera en peligro, el BCRP mantendría por un mayor tiempo su postura monetaria actual y acumularía reservas internacionales.

La ponderación de los diversos riesgos tanto a la baja como al alza respecto al escenario base da como resultado un balance neutral sobre la proyección de inflación. En el caso del PBI, la ponderación de los diversos factores que afectan la proyección presentan una asimetría al alza.

CONCLUSIÓN

100. La inflación se mantendrá temporalmente en niveles bajos por efecto de choques transitorios ajenos al control de la política monetaria en un contexto de alto dinamismo de la actividad económica. Tomando en consideración la información detallada en el presente Reporte, se prevé que la inflación se aproximará paulatinamente a la meta del BCRP de 2 por ciento.