



REPORTE DE INFLACIÓN:

Mayo 2007

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas**



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas

Mayo 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

Hecho el Depósito Legal N° 2005-6985

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	18
III. Entorno internacional	33
IV. Balanza de pagos.....	56
V. Finanzas públicas.....	61
VI. Actividad económica	67
VII. Inflación.....	75
VIII. Balance de riesgos	84

RECUADROS

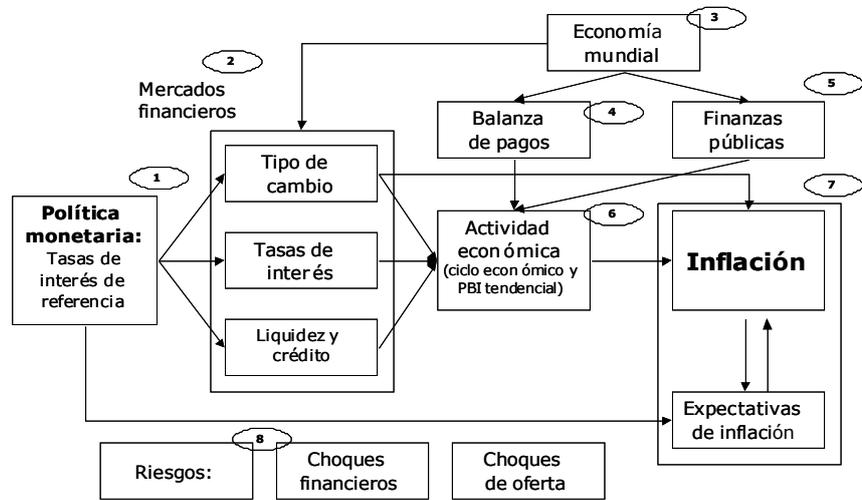
● La comunicación de la Política Monetaria	16
● La curva de rendimiento y su uso para el análisis monetario	21
● Evolución del Mercado de Acciones peruano	24
● <i>Carry Trade</i> y volatilidad en los mercados internacionales	45
● Biocombustibles: Desarrollos recientes	56
● Crecimiento diversificado del empleo	73
● Impacto de la globalización en la inflación	80

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 2002 ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de metas explícitas de inflación. A partir del presente año se decidió bajar la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniéndose un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento).
- A principios de cada mes, dentro de un cronograma anunciado en enero, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, por lo que su determinación merece la consideración de estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Los estudios económicos que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público con la finalidad de lograr la comprensión sobre la consistencia de las medidas adoptadas y asegurar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas proyecciones y simulaciones. Para tal fin, el Banco Central publica cada cuatro meses su Reporte de Inflación. El Reporte anterior se difundió el 9 de febrero del presente año y el próximo se publicará el 5 de octubre.
- Este Reporte presenta la evolución de los principales desarrollos económicos de los primeros meses del año y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte de proyecciones macroeconómicas entre los años 2007 y 2009.

CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Resumen Ejecutivo

- i. Durante los cuatro primeros meses del año, la tasa de inflación de los últimos 12 meses ha seguido una tendencia decreciente acorde con las proyecciones del Reporte de enero. La tasa de inflación de los últimos 12 meses se mantuvo en este periodo de manera transitoria por debajo del límite inferior de la meta de inflación principalmente a consecuencia de la reversión de las alzas de precios de alimentos que se registraron en los primeros meses del año pasado. El escenario central de proyección del presente Reporte prevé que la inflación se ubicará dentro del rango meta en el horizonte de proyección 2007-2009 en un contexto caracterizado por un alto crecimiento económico y algunas alzas puntuales de precios de alimentos y combustibles vinculadas a los mayores precios internacionales de *commodities*.
- ii. En lo que va del año, la evolución de la inflación subyacente muestra tasas últimos 12 meses particularmente estables que llegaron a 1,5 por ciento en mayo. Esta evolución se dio en un contexto de alto dinamismo de la actividad económica, aumento de la capacidad productiva por mayor inversión e incrementos de productividad, apreciación del Nuevo Sol, mayor competencia y expectativas de inflación ancladas a la meta del Banco Central.
- iii. El Directorio del Banco Central mantuvo la tasa de interés de referencia de política monetaria en 4,5 por ciento -el mismo nivel que se tiene desde mayo de 2006- durante los primeros meses del año. Los comunicados del Banco sobre el programa monetario resaltaron el carácter transitorio de la presencia de tasas de inflación menores a la meta del Banco y enfatizaron que mantiene su atención en la evolución de la demanda interna con respecto a la dinámica de la productividad de los factores productivos.
- iv. La economía peruana continuó mostrando altas tasas de crecimiento del producto (7,5 por ciento en el primer

trimestre) e indicadores de actividad económica, consistentes con magnitudes observadas en una fase expansiva del ciclo económico. La producción doméstica ha venido respondiendo cada vez con mayor fuerza al crecimiento de la demanda interna (10,2 por ciento en el primer trimestre). Esta ha sido liderada fundamentalmente por el aumento del consumo y de la inversión privada en un entorno de expectativas optimistas de los consumidores y empresarios respecto a la mejora de la situación económica. Este dinamismo de la actividad económica ocurre en un entorno internacional extraordinariamente favorable y con resultados superavitarios en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales.

- v. Las proyecciones de crecimiento económico para 2007 y 2008 se han revisado al alza desde 6,8 a 7,2 por ciento y 5,8 a 6,0 por ciento, respectivamente. Esta revisión toma en cuenta el alto dinamismo del consumo e inversión privada del primer trimestre con tasas de 7,4 y 19,5 por ciento, respectivamente; los altos niveles de confianza de los agentes económicos así como los mejores términos de intercambio respecto a lo previsto en el Reporte de enero. Para 2009 se proyecta una tasa de crecimiento anual de 6,0 por ciento, similar al crecimiento del PBI potencial estimado para el periodo 2007-2009.
- vi. Luego del notable crecimiento de los términos de intercambio de 27 por ciento en 2006, el **escenario internacional** se ha mantenido extraordinariamente favorable para la economía peruana. Los términos de intercambio se incrementarían 2 por ciento en promedio en 2007, continuando con la tendencia observada desde hace seis años. China continuaría creciendo a tasas elevadas e impulsando la demanda de materias primas en un contexto donde varios productos mantienen aún niveles de inventarios por debajo de los históricamente observados. Estos factores, junto a un escenario caracterizado por la debilidad del dólar frente a otras monedas y por la incertidumbre sobre posibles restricciones de oferta en la producción de algunas materias primas en los meses siguientes, hacen prever que los precios de los metales se mantendrían en niveles por encima de los previstos en el Reporte de enero, estimándose que las correcciones de precios empezarían a producirse en forma gradual recién a partir del segundo semestre de este año.

La economía norteamericana continúa mostrando signo de una desaceleración gradual pero con un alto grado de incertidumbre respecto a la evolución del mercado inmobiliario y sus posibles efectos sobre el consumo y la inversión en ese país. En contraste, la Eurozona presenta signos de una recuperación más acelerada de la esperada, mientras que en Japón, se espera un crecimiento lento pero continuo en los siguientes dos años.

- vii. Se ha revisado al alza la proyección de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** en 2007 estimándose un superávit de 1,3 por ciento del producto respecto al 0,7 por ciento estimado en el Reporte de enero. Esta revisión responde esencialmente a los resultados registrados en los primeros meses del año tanto por los precios de las materias primas cuanto por la fortaleza del crecimiento mostrado por algunos de nuestros socios comerciales. En los años 2008 y 2009 se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos registraría un déficit equivalente a 0,1 y 0,4 puntos porcentuales del PBI respectivamente, manteniendo la tendencia de crecimiento de los volúmenes de comercio exterior y la corrección gradual de los términos de intercambio.
- viii. Para el año 2007 se proyecta un **superávit fiscal** equivalente a 1,2 por ciento del PBI. Esta proyección, mayor a la que se estimaba en el Reporte de enero, responde a los altos precios que aún mantienen nuestras materias primas en los mercados internacionales y al menor ritmo de ejecución de gasto del sector público en lo que va del año. Para los años 2008 y 2009 se prevé un superávit de 0,5 por ciento del PBI en el primer caso y un resultado económico nulo para el segundo. Estos resultados estarían asociados tanto a un entorno internacional menos favorable, que conllevaría a una disminución gradual de los términos de intercambio, como a una demanda interna con un ritmo de expansión más moderado en los próximos periodos.
- ix. La evolución del **tipo de cambio** nominal en lo que va del año se explica por el continuo desarrollo favorable de las cuentas externas y por el proceso de desdolarización financiera registrado en un contexto de mejora del riesgo país. El Banco Central continuó con sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad en este mercado y lograr una acumulación preventiva de reservas internacionales. Entre enero y mayo, el BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares por US\$ 4 531 millones, de los cuales US\$ 919 millones sirvieron para atender la demanda de moneda extranjera del Tesoro Público para realizar pagos de deuda externa. Con ello, las reservas internacionales se elevaron en US\$ 3 996 millones, alcanzando un saldo de US\$ 21 271 millones.
- x. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones del escenario central son los siguientes:
- **Presiones apreciatorias del Nuevo Sol.** En un escenario de apreciación del Nuevo Sol, la inflación importada presionaría la inflación hacia la baja. Frente a esta eventualidad, el BCRP podría mantener por más tiempo la tasa de referencia actual o reducir dicha tasa.

- **Choque expansivo de demanda.** El alto crecimiento de la demanda interna se ha desacelerado en el primer trimestre, pasando de 12,6 por ciento en el cuarto trimestre de 2006 a 10,2 por ciento en el primer trimestre de 2007. Si se presentara una expansión del gasto interno que exceda el crecimiento de la productividad y cree presiones inflacionarias, el BCRP elevaría la tasa de interés de referencia.
- **Choque externo negativo por precio internacional del petróleo.** El riesgo geopolítico que generó una elevación del precio del petróleo en los primeros meses de 2007 aún no se ha disipado. Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado de petróleo impulsaría el precio de este combustible por encima de los niveles considerados en el escenario base de proyección.

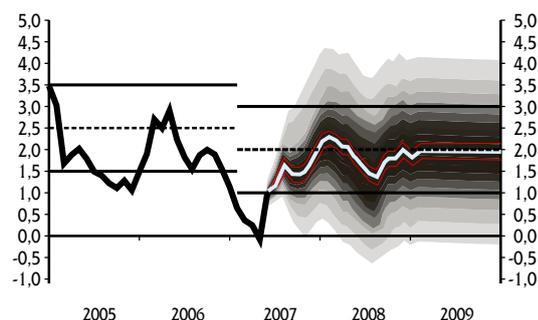
Ante un choque de oferta como éste, el BCRP sólo reaccionaría si se produjera una elevación de los precios generalizada y sostenida, y si las expectativas de inflación de los agentes se modificaran hacia niveles inconsistentes con la meta de inflación. Este no ha sido el caso de los últimos episodios de alzas de precios internacionales de combustibles ya que las expectativas de inflación se han mantenido dentro del rango meta.

- **Choque externo negativo.** El entorno internacional se mantiene favorable en el horizonte de proyección con una reversión gradual del alza de los términos de intercambio y una desaceleración transitoria de la economía de Estados Unidos, mientras que en el resto del mundo, particularmente en Asia, se observa altas tasas de crecimiento. Este escenario supone una corrección moderada de los desequilibrios mundiales fiscales y de balanza de pagos. Un escenario de corrección severa de los precios de las materias primas de exportación y/o una situación de recesión en Estados Unidos (donde el menor dinamismo del sector construcción se extienda al resto de la economía de dicho país y se registre una contracción de las importaciones) implicaría, dependiendo del movimiento de capitales externos en las economías emergentes, una depreciación del Nuevo Sol y posteriormente un impulso a la baja en el dinamismo de nuestra economía. Esta situación podría acentuarse de no aprobarse el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC).

Esta menor demanda internacional podría implicar un menor dinamismo de la actividad económica doméstica, de manera que el BCRP podría mantener por más tiempo

PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN

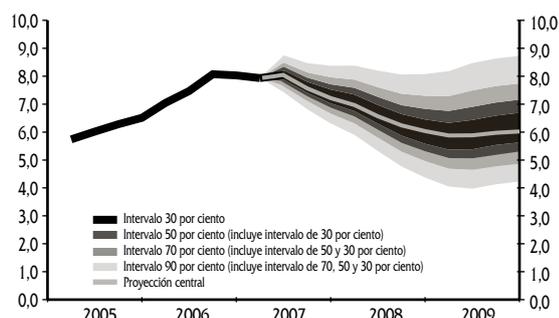
(Variación porcentual 12 meses)



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.

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.

la tasa de interés de referencia, en tanto se mantengan las condiciones normales en los mercados cambiarios y financieros.

- **Choque negativo de oferta por condiciones climáticas adversas.** El escenario base de proyección considera condiciones climáticas estables para el periodo 2008-2009. La probabilidad de que en 2008 se produzca un Fenómeno El Niño “fuerte” es reducida. Asimismo, existe una baja probabilidad de presencia de un Fenómeno de la Niña, lo cual implicaría temperaturas más bajas de lo normal que podrían afectar la actividad agrícola, causando por tanto efectos temporales sobre los precios de los alimentos.

De producirse cualquiera de estos eventos, el BCRP sólo reaccionaría si el alza de precios agrícolas afectara las expectativas de inflación y se propagara a los demás precios de la economía.

La ponderación de los diversos riesgos de presiones al alza o a la baja de la inflación con respecto al escenario base da como resultado un balance neutral -sin sesgos- sobre la proyección de inflación. En el caso del PBI, la ponderación de los diversos factores que afectan la proyección presenta una asimetría al alza.

**ANEXO ESTADÍSTICO
PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2006	2007 ^{1/}		2008 ^{1/}		2009 ^{1/}
		RI		RI		RI
		Ene. 07	May. 07	Ene. 07	May. 07	May. 07
Var.% real						
1. Producto bruto interno	8,0	6,8	7,2	5,8	6,0	6,0
2. Demanda interna	10,6	8,1	9,0	6,4	6,6	6,6
<i>a. Consumo privado</i>	6,5	5,7	6,3	5,4	5,3	5,3
<i>b. Consumo público</i>	8,7	8,8	5,4	4,9	4,1	3,8
<i>c. Inversión privada fija</i>	20,2	16,3	19,7	12,2	14,1	12,1
<i>d. Inversión pública</i>	12,7	34,7	29,1	8,6	25,3	13,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	0,3	6,8	5,3	7,2	8,2	6,1
4. Importaciones de bienes y servicios	12,3	13,3	14,3	9,9	10,9	8,7
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,6	3,9	4,1	4,0	4,0	3,8
Var. %						
6. Inflación	1,1	1,5-2,0	2,0-2,5	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,5
7. Inflación subyacente	1,4	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,5
8. Tipo de cambio nominal ^{2/}	-6,4	-0,2	-0,8	1,6	0,6	0,9
9. Tipo de cambio real multilateral ^{2/}	-2,3	0,6	0,1	2,1	1,2	2,2
10. Términos de intercambio	27,4	-3,7	1,9	-6,3	-7,7	-4,9
<i>a. Índice de precios de exportación</i>	36,9	-1,6	6,5	-3,7	-4,6	-2,6
<i>b. Índice de precios de importación</i>	7,4	2,2	4,5	2,8	3,4	2,4
% del PBI						
11. Cuenta corriente de la balanza de pagos	2,8	0,7	1,3	-0,6	-0,1	-0,4
12. Balanza comercial	9,6	7,1	8,0	5,0	5,6	3,6
13. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{3/}	4,4	3,6	4,3	4,2	3,9	3,6
14. Ingresos corrientes del gobierno general	19,6	19,2	19,9	18,8	19,9	19,6
15. Gastos no financieros del gobierno general	16,1	17,3	17,0	17,4	17,8	18,1
16. Resultado económico del sector público no financiero	2,0	0,0	1,2	-0,5	0,5	0,0
17. Saldo de deuda pública total	32,6	29,7	29,1	27,5	27,2	25,4
18. Saldo de deuda pública externa	23,5	21,2	20,6	19,3	18,6	16,8
Var.% nominal						
19. Emisión primaria promedio	17,2	13,0	17,0	11,0	11,0	10,0
20. Crédito al sector privado	8,1	9,5	13,8	8,7	11,6	10,7

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

I. Política Monetaria

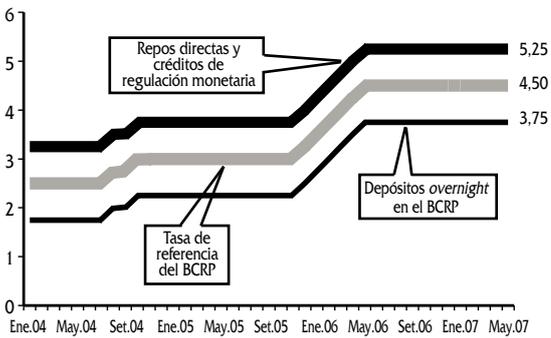
Desde mayo de 2006, el Banco Central ha mantenido la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,5 por ciento. La decisión de mantener la tasa de interés de referencia se sustentó en la ausencia de presiones inflacionarias. Esta evolución de precios ocurre en un contexto caracterizado por un alto dinamismo de la actividad económica, debido a un aumento de la capacidad productiva por el crecimiento de la inversión y de la productividad, la apreciación del Nuevo Sol y bajas expectativas de inflación.

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 de 2,0 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.
2. Con posterioridad al Reporte de Inflación de enero, los programas monetarios de los meses de febrero a mayo de 2007 han mantenido la tasa de interés de referencia en 4,5 por ciento debido a la ausencia de presiones inflacionarias. Así, la tasa de inflación de los últimos 12 meses a mayo de 2007 fue 0,94 por ciento, menor al rango meta de 1,0 a 3,0 por ciento. Este resultado se explica principalmente por la reversión de las alzas de precios de alimentos que se registraron en los cuatro primeros meses de 2006, acorde con lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre 2006 y enero 2007. Los factores antes mencionados tienen un impacto de una sola vez sobre la tasa de inflación, por lo que se estima que este desvío sea transitorio. En efecto, la convergencia hacia la meta de inflación de 2,0 por ciento se inició en mayo y se prevé que a partir de junio, la inflación se ubique en el rango meta de 1,0 a 3,0 por ciento.

Por su parte la inflación subyacente, componente que indica la tendencia de la inflación, se ha mantenido entre 1,3 y 1,5 por ciento anual, dentro del tramo inferior del rango meta.

Esta evolución de precios ocurre en un contexto caracterizado por un fuerte dinamismo de la actividad económica, debido a un aumento de la capacidad productiva por el crecimiento de la inversión y de la productividad, la apreciación del Nuevo Sol y bajas expectativas de inflación.

Gráfico 1
TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL
(En porcentajes)



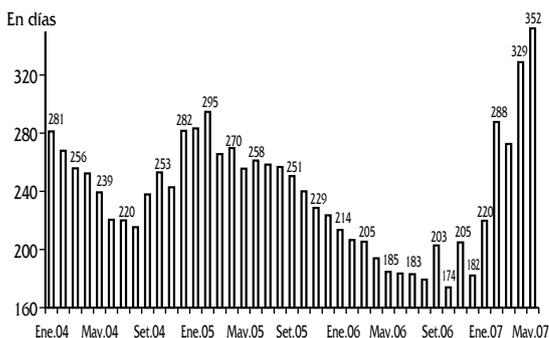
- Las notas informativas de los programas monetarios posteriores al Reporte de Inflación de enero coincidieron en señalar que la inflación de los últimos 12 meses se ubicaría por debajo del límite inferior de la meta (1,0 por ciento) durante la primera parte del año 2007, para posteriormente situarse dentro del rango meta hacia el segundo semestre y adquirir un senda de convergencia a la meta de inflación de 2,0 por ciento en los siguientes meses, de acuerdo con lo esperado en el último Reporte.

En particular, en las notas informativas de febrero y marzo se hizo hincapié en que no se vislumbraban presiones inflacionarias en el corto plazo, a pesar de lo cual el Banco estaría vigilante a que un mayor crecimiento del gasto interno no se tradujera en presiones inflacionarias.

En la Nota Informativa del programa monetario de abril, se enfatizó la preocupación del Directorio por el posible impacto inflacionario en un horizonte de 12 a 18 meses, de un crecimiento muy elevado de la demanda interna, el que en los dos primeros meses del año habría superado al del cuarto trimestre del año anterior. Así, se mencionó que de mantenerse la tendencia, el Directorio se inclinaría a retirar oportunamente el estímulo monetario.

En la Nota Informativa del mes de mayo se difundió el estimado de crecimiento de la demanda interna al primer trimestre, el cual era inferior al del trimestre previo y al de los primeros meses del año.

Gráfico 2
PLAZO RESIDUAL PROMEDIO DE CDBCRP



- Las operaciones monetarias se conducen para lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique en el nivel de la tasa de interés de referencia de política monetaria. Para ello los excesos de liquidez son esterilizados con la colocación de Certificados de Depósitos (CDBCRP), en tanto que las necesidades de liquidez son cubiertas mediante la compra temporal de CDBCRP o de bonos del Tesoro Público, operación denominada REPO. El Banco Central interviene en el mercado cambiario con la finalidad de acumular reservas

Gráfico 3
EMISIÓN PRIMARIA
(Variación porcentual últimos 12 meses)



internacionales de forma preventiva y para enfrentar situaciones de volatilidad excesiva en la evolución del tipo de cambio. Las reservas internacionales permiten amortiguar los efectos de posibles choques macroeconómicos adversos y brindan una mejor posición para enfrentar los riesgos de liquidez de una economía dolarizada.

Durante el periodo de pago de regularización del impuesto a la renta entre fines de marzo y principios de abril, las operaciones monetarias y cambiarias permitieron recircular la liquidez en nuevos soles en el sistema financiero y mantener la tasa de interés del mercado interbancario en el nivel de referencia (4,5 por ciento). Adicionalmente, durante marzo se redujeron los plazos de colocaciones de CDBCRP y se concentraron los vencimientos en los primeros días de abril, de tal forma se logró que la banca no atravesara por un periodo de iliquidez temporal. Luego, una vez transcurrido el periodo de pago de regularización del mencionado impuesto, se volvió a ampliar el plazo de vencimiento de los CDBCRP. El plazo residual de vencimiento promedio de CDBCRP se elevó de 220 días en enero a 352 días en mayo.

5. El saldo de la emisión de billetes y monedas aumentó 25,3 por ciento entre mayo de 2006 y mayo de 2007, tasa mayor a la de similar período en el año anterior (15,5 por ciento), en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica y de progresiva desdolarización.

Cuadro 1

EMISIÓN PRIMARIA
(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
	Enero-Mayo					
1. Flujo de emisión primaria (Variación anual)	672	682	1 886	2 397	2 140	-253
	11,0	10,1	25,3	25,7	18,3	25,3
2. Operaciones Cambiarias (En millones de US\$)	436	3 465	6 239	2 360	9 140	11 515
	128	998	1 854	767	2 861	3 625
3. Operaciones Monetarias	236	-2 783	-4 353	37	-7 000	-11 768
a. Colocaciones Netas de CDBCRP	205	-2 462	-4 158	578	-389	-7 956
b. Operaciones de inyección (repos)	170	-170	0	2 850	-2 850	0
c. Depósitos del Sector Público	-81	-921	-721	-2 821	-5 434	-5 099
d. Colocaciones Netas de CDRBCRP	-319	319	0	-1 202	1 202	0
e. Otros	261	451	526	631	471	1 286

Nota: Saldos fin de periodo

- Emisión primaria	6 759	7 441	9 327	11 724	13 864	13 610
- CDBCRP	1 635	4 097	8 255	7 676	8 066	16 021
- Depósitos del Sector Público	275	1 196	1 918	4 738	10 172	15 271

*En este periodo la emisión primaria se reduce por factores estacionales.

RECUADRO 1

LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las bajas tasas de inflación a nivel mundial se originan con la implementación por parte de las sociedades de un marco institucional que garantice un serio compromiso con la estabilidad de precios. Los altos costos de la inflación que se registraron en las décadas de los setenta y los ochenta a nivel global conllevaron el inicio de esta reforma institucional a partir de la década de los ochenta con bancos centrales comprometidos con la estabilidad monetaria. El encargo de la sociedad al banco central de velar por una política monetaria que contribuyese a una baja inflación requería que esta institución actuara con un horizonte de largo plazo y ajeno a la injerencia del ciclo político de corto plazo, es decir, de manera independiente. Jones (2004) señala que el concepto de independencia del banco central ha ganado aceptación casi universal durante las dos décadas pasadas, debido a que bancos centrales independientes cumplieron satisfactoriamente con el mandato otorgado de lograr la estabilidad monetaria. Este principio, cuya discusión se remonta a las épocas de David Ricardo, se convirtió en una condición necesaria para el manejo responsable de la política monetaria.

En particular, en el volumen IV de 'The Works and Correspondence of David Ricardo'¹ se señala que, "...no se puede otorgar al gobierno el poder de emitir billetes; éste muy probablemente abusaría de ello.... Alternativamente, propongo otorgar esta capacidad a comisionados, que sólo puedan ser removidos del cargo por votación de una o ambas Cámaras del Parlamento. Propongo también la prohibición de cualquier tipo de transacción monetaria entre los comisionados y los ministros Los comisionados nunca deberían, bajo ninguna excusa, prestar dinero al gobierno, y tampoco deben estar, ni en lo mínimo, bajo su control o influencia. ... si el gobierno requiere dinero, debe conseguirlo legítimamente; a través de los impuestos; a través de la emisión de bonos del tesoro; pero en ningún caso debe permitírsele obtener préstamos de aquellos que tienen el poder de emitir dinero".

Paulatinamente, los bancos centrales comenzaron a gozar de una mayor independencia no solamente formal sino también efectiva, que dotaba a la institución de la capacidad técnica y administrativa para la consecución de sus objetivos. Sin embargo, esta mayor libertad de la autoridad monetaria requería como contrapartida la rendición de cuentas de sus acciones a la sociedad.

La tendencia mundial hacia la independencia de la conducción de la política monetaria se tradujo finalmente en una creciente preocupación por la transparencia, entendida ésta como un factor importante en el ejercicio de informar del manejo monetario al público en general y a los medios especializados en particular. De hecho, Geraats (2006) sostiene que la transparencia de la política monetaria ha crecido extraordinariamente en los últimos quince años, como consecuencia del gran interés que los bancos centrales han puesto en ella recientemente.

Así, la comunicación, que es el medio a través del cual los bancos centrales ejercitan la transparencia, actualmente es una práctica que tiene que ver con la manera en que los bancos centrales dan a conocer, clarifican y cuantifican sus objetivos, anuncian y explican sus decisiones de política monetaria, sus evaluaciones de la situación económica actual y las perspectivas futuras (ECB, 2007).

En la práctica, los bancos centrales pueden influir sobre la tasa de interés de muy corto plazo a través de sus operaciones monetarias, mientras que las decisiones de gasto de la economía dependen de tasas de interés de mayores plazos. Estas últimas son una función de las expectativas de los agentes sobre las decisiones futuras de la autoridad monetaria, por lo que la comunicación es entendida como un mecanismo para orientar dichas expectativas. Woodford (2005) sostiene que el entendimiento de lo que se espera que el banco central haga en el futuro es crucial para la efectividad de la política monetaria. De hecho, de la estrategia que emplee el banco central dependerá la capacidad de los mercados financieros para anticipar las decisiones de política monetaria y de esta manera facilitar una transmisión más inmediata de éstas al sector real de la economía.

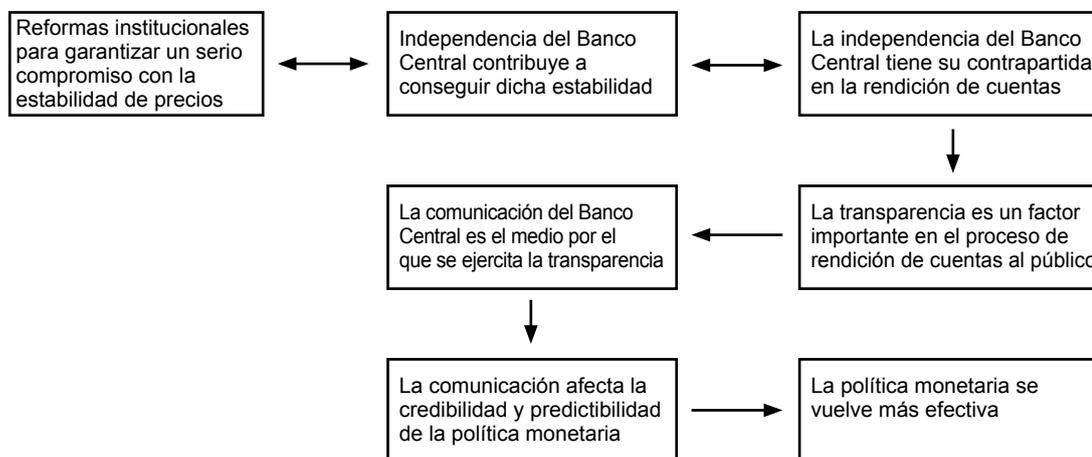
¹ Ricardo (1824): "Plan for the Establishment of a National Bank", en 'The Works and Correspondence of David Ricardo', 11 volumes, edited by Piero Sraffa and M.H. Dobb, (Cambridge, Cambridge University Press, 1951-1973).

Blinder, et. al. (2001) señalan que en bancos centrales con metas de inflación e independencia operacional, las decisiones de política monetaria son tomadas en fechas anunciadas para evaluar los cambios a la tasa de interés. La comunicación estándar consiste en anunciar cada decisión de política mediante una breve acta, donde se informa qué tasa de referencia ha sido establecida, la cual es acompañada de un comunicado donde se explican las razones de esa determinación. Así los bancos centrales revelan información acerca de sus análisis, acciones y deliberaciones internas para que los observadores puedan entender las decisiones de política como parte de una cadena lógica de acciones conducentes a garantizar la estabilidad de precios.

La credibilidad del banco central generada por el manejo monetario responsable permite que las expectativas de inflación de mediano plazo permanezcan ancladas a la meta de inflación del ente emisor, y de esta manera se vuelven innecesarias las intervenciones para responder ante choques que tienen un impacto transitorio en los precios del consumidor. Es decir, la comunicación efectiva también contribuye a reducir la sensibilidad de las expectativas a choques de una sola vez o que no son transitorios debido a que no se sostienen ni se expanden al resto de la economía. Por lo tanto, los agentes no deberían esperar que el banco central trate de combatir fluctuaciones temporales del nivel de precios por lo costoso e ineficaz de estas intervenciones, debido a que la política monetaria actúa con rezagos.

Esta ausencia de sensibilidad ante choques de corto plazo tiene que ver con la capacidad de los mercados financieros para anticipar correctamente la decisión de política monetaria más próxima. En el caso del Banco Central Europeo, el grado en el que las decisiones de su Directorio han tenido efectos sobre el tramo de corto plazo de la curva de rendimiento ha tendido a decrecer en el tiempo, en otras palabras, las sorpresas de los mercados respecto de las decisiones de política monetaria se han reducido progresivamente (ECB, 2007).

LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Referencias

- Blinder, A., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton y C. Wyplosz (2001). How do Central Banks Talk? Geneva Report on the World Economy 3.
- European Central Bank (2007). Monthly Bulletin, April.
- Geraats, P (2006). Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice, CESifo Economic Studies 52(1): 111-152.
- Jones, P. (2004). Jamaica: Is an Independent Central Bank Feasible? Mimeo, Global Thinking Research and Development.
- Woodford, M. (2005). Central Bank Communication and Policy Effectiveness, presentado en el simposio "La Era Greenspan: Lecciones para el Futuro" en la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Agosto 25-27.
- Ricardo (1824): "Plan for the Establishment of a National Bank", en 'The Works and Correspondence of David Ricardo', 11 volumes, edited by Piero Sraffa and M.H. Dobb, (Cambridge, Cambridge University Press, 1951-1973).
- Perez, Quispe y Rodríguez. "Independencia del Banco Central y estabilidad de precios". Banco Central de Reserva del Perú. Revista Moneda 135.

II. Mercados Financieros

Las tasas de interés en soles permanecen estables desde enero de 2007, en particular las tasas de 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 y de la menor inflación esperada.

6. Las operaciones monetarias del banco central se realizan para regular la liquidez en el mercado de dinero bancario. Estas operaciones influyen sobre la tasa interbancaria para aproximarla al nivel de referencia del BCRP. La tasa interbancaria 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.

7. La tasa preferencial corporativa a 3 meses se mantuvo estable en niveles de enero de 2007, alcanzando una tasa de 5,2 por ciento anual. Con ello, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles se ubicó en alrededor de 68 puntos básicos, nivel por debajo al registrado en enero de 2007 (73 puntos básicos). Esta reducción del diferencial entre ambas tasas refleja una mayor conexión entre la tasa de referencia y las tasas de corto plazo en soles del mercado monetario.

8. Las tasas de interés de los préstamos comerciales (componente de bajo riesgo) también registraron un comportamiento estable. Así la tasa promedio al mes de mayo ascendió a 9,2 por ciento, similar a la de enero (9,3 por ciento).

Las demás tasas de interés de operaciones activas de la banca continuaron mostrando una tendencia descendente. Esta reducción se debe a la disminución en las tasas en nuevos

Gráfico 4
TASAS DE INTERÉS EN SOLES
INTERBANCARIA Y CORPORATIVA
(En porcentajes)

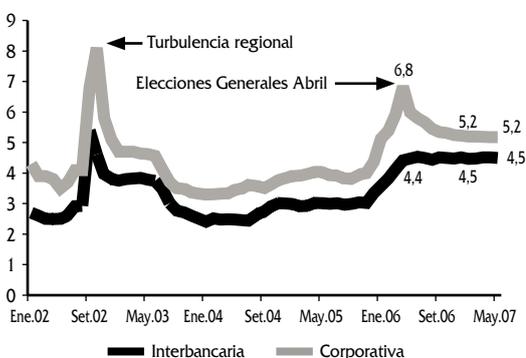
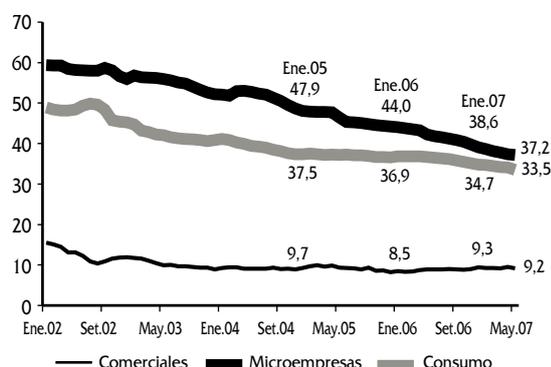


Gráfico 5
TASAS DE INTERÉS EN SOLES DE LOS CRÉDITOS
COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO
(En porcentajes)



soles para los créditos de microempresas (de 38,6 a 37,2 por ciento), de consumo (de 34,7 a 33,5 por ciento) e hipotecarios (de 10,3 a 10,1 por ciento); favorecida por una mejor situación financiera de los deudores y un entorno de mejor percepción del riesgo en un escenario de mayor competencia entre las entidades financieras para estos segmentos. Como resultado, la tasa activa promedio de las operaciones de crédito bancario (TAMN²) efectuadas en este periodo, que incluye operaciones con diferentes niveles de riesgo, bajó de 23,8 por ciento en enero de 2007 a 22,1 por ciento en mayo de 2007.

- Durante los últimos meses las tasas de interés de los depósitos en dólares para la mayoría de los plazos se incrementaron ligeramente con respecto a los niveles registrados en enero; en tanto que algunas de las tasas de interés activas en dólares se redujeron. En mayo, se registró una presión al alza de las tasas interbancarias en dólares, originada por el uso de moneda extranjera para solventar operaciones de compra de dólares *forward* a clientes. En consecuencia, el diferencial entre las tasas de interés en soles y en dólares se redujo para todos los plazos con excepción de la tasa activa preferencial corporativa a 90 días.

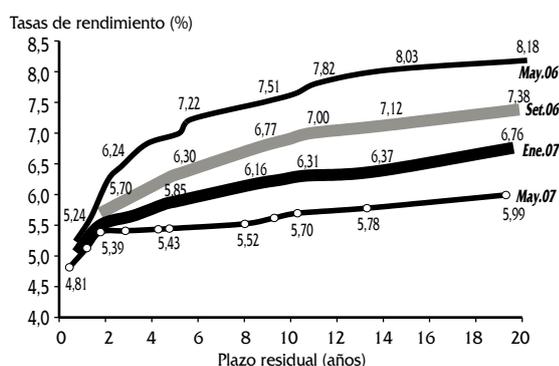
Cuadro 2

TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES

(En porcentajes)

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

Gráfico 6
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.

Mercado de Renta Fija

- Desde mayo de 2006, fecha en la que se emitió por primera vez, el rendimiento promedio del bono del Tesoro Público (BTP) a 20 años ha venido reduciéndose de 8,18 por ciento a 6,76 por ciento en enero de 2007 y a 5,99 por ciento en mayo. En forma similar, la tasa de rendimiento del bono a 15 años pasó en 2007 de 6,37 por ciento en enero a 5,78 por ciento en mayo. Esta reducción en los rendimientos de los

2 Tasa activa promedio ponderado del mercado de las operaciones en moneda nacional, expresada en términos efectivos anuales.

bonos de mayor plazo estaría asociada a mejores perspectivas económicas reflejadas, por ejemplo, en una menor prima por riesgo-país o expectativas de menores tasas de inflación.

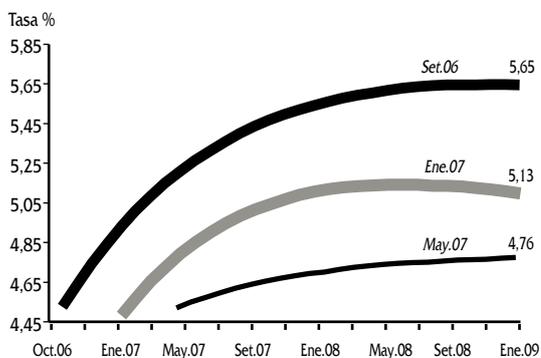
11. Utilizando información basada en los rendimientos de bonos soberanos en nuevos soles y en dólares con vencimiento en el año 2015, se extrae una tasa de depreciación esperada anual que se ha reducido de 0,55 a 0,02 por ciento entre mayo de 2006 y mayo de 2007.

Cuadro 3

RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO PÚBLICO POR MONEDAS
(Datos promedio del mes, en porcentajes)

	BTP soles nominales Mayo 2015 (a)	Bonos globales en dólares Febrero 2015 (b)	Diferencial de tasas (a) - (b)
Diciembre 2005	7,88	6,66	1,22
Mayo 2006	7,51	6,96	0,55
Diciembre 2006	6,09	5,64	0,45
Mayo 2007	5,52	5,50	0,02

Gráfico 7
TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT ESPERADA ^{1/}



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

Tasa de interés interbancaria esperada

12. A partir de la información de la curva de rendimiento de los CDBCRP y bonos del Tesoro, se estima que el mercado esperaba una trayectoria de menores tasas interbancarias para los próximos 2 años (enero 2007-enero 2009) respecto a lo señalado en el Reporte de Inflación de enero. Así, en enero los agentes económicos esperaban, para dicho periodo, hasta tres incrementos de la tasa de interés de referencia de 25 pbs cada una (de 4,5 a 5,25 por ciento, aproximadamente), mientras que en mayo se observa que los agentes esperarían sólo una subida de tasa de interés de 25 pbs en los próximos 2 años (de 4,5 a 4,75 por ciento).

RECUADRO 2

LA CURVA DE RENDIMIENTO Y SU USO PARA EL ANÁLISIS MONETARIO

La curva de rendimiento es una herramienta útil para la política monetaria, pues permite observar la evolución de la estructura de plazos de tasas de interés domésticas, y los diferenciales (*spreads*) entre la tasa de corto y largo plazo. Se puede tener una idea del impacto de las variaciones de las tasas de interés de corto plazo (que influye el banco central) sobre la estructura de tasas a diferentes plazos, esto es, de la efectividad de la política monetaria. Asimismo, es posible determinar el grado en que las decisiones de la autoridad monetaria son anticipadas por el mercado, a partir de las curvas de rendimiento antes y después de las decisiones sobre tasas de interés.

Las tasas de interés nominales en soles, contenidas en la curva de rendimiento, contienen información sobre las expectativas de los agentes económicos sobre variables macroeconómicas como la tasa de interés real, la tasa de inflación y la prima de riesgo (de liquidez, entre otros) para distintos horizontes³. Esto es fundamental para la política monetaria. Menores tasas de rendimientos nominales de largo plazo se asocian generalmente con menores expectativas sobre inflación en el futuro. De otro lado, algunos autores señalan que una pendiente negativa de la curva de rendimiento (tasas de largo plazo menores a las de corto plazo) indicaría expectativas de una recesión futura⁴ y por tanto un recorte de las tasas futuras de corto plazo. Estas expectativas llevarían a una caída de las tasas actuales de los bonos de largo plazo - porque éstas se tornan atractivas respecto a las tasas que se esperan en el futuro- hasta situarse por debajo de las actuales tasas de corto plazo.

El desarrollo y dinamismo del mercado de capitales contribuye a la formación de curvas de rendimiento domésticas asociadas a los activos negociados y, en consecuencia, permiten observar la estructura temporal de las tasas de interés para diferentes periodos. Dichas curvas se constituyen en tasas referenciales para la emisión de los diferentes instrumentos financieros a distintos plazos, ayudando con ello a reducir la incertidumbre en la formación de tasas de interés de los participantes en el mercado.

En particular, las tasas de interés de las colocaciones de los distintos instrumentos del gobierno, como los Bonos del Tesoro Público, juegan un papel fundamental para la formación de la curva de rendimiento de una economía debido a que son considerados como activos domésticos de menor riesgo. La curva de rendimiento de estos activos públicos, ajustada por una prima por riesgo de crédito, sirve de referencia o *benchmark* para las tasas de interés de las emisiones de bonos privados.

La curva de rendimiento estimada es una aproximación a las tasas *spot* no observables en el mercado y a las tasas *spot* para plazos que no existen en el mercado.

Los modelos más usados para estimar la curva de rendimiento a partir de una muestra de precios (yields) son los modelos paramétricos propuestos por Nelson & Siegel (1987), Svensson (1994)⁵ y los modelos polinómicos⁶.

Con los rendimientos publicados por el mercado de valores a partir de los precios de negociación de los bonos soberanos en soles emitidos por el gobierno y de los Certificados de Depósito del Banco Central se estima la curva de rendimiento cupón cero (tasas *spot*) usando tanto el modelo de Nelson & Siegel (1987) - NS, y de Svensson (1994) - SV, eligiéndose el que tiene un mejor ajuste a la data. Una vez estimados los parámetros de los modelos, sea NS ó SV, se obtiene la curva de rendimiento *spot* y la curva *forward* instantánea (a un día). A las tasas *forward* estimadas por el modelo se le resta una prima por riesgo estimada de manera independiente, y que es creciente con el plazo de proyección. El resultado es la curva de tasas esperadas interbancarias para diferentes plazos.

Referencia

- Anderson, N. y Sleath, J. (2001) "New Estimates of the UK Real and Nominal Yield Curves". Bank of England Working Paper.
- Banco Central Europeo (2004) "Extracting Information from Financial Asset Prices", Monthly Bulletin, p. 65-75, noviembre.
- Blinder, A. (2004) The Quiet Revolution. Ch. 3. Yale University Press.
- BIS (2005) "Zero-Coupon Yield Curves: Technical Documentation". BIS Paper 25. Octubre.
- Estrella, A. y F. Mishkin (1996) "The Yield Curve as a predictor of the United States recessions". Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance.
- Favero, C. (2000), Applied Macroeconometrics (Oxford University Press), Cap. 6.
- Fisher, M., Nychka, D. y Zervos, D. (1995) "Fitting the Term Structure of Interest rates with Smoothing Splines", Finance and Economics Discussion Series, 95-1, Federal Reserve Board.
- Jamieson, D. y Gusba, S. (2002) "Exponential, Polinomials, and Fourier Series: More Yield Curve Modeling at the Bank of Canada". Bank of Canada Working Paper.
- Nelson, C.R. y Siegel A.F. (1987) "Parsimonious Modeling of Yield Curves". Journal of Business 60, N° 4, 473-489.
- Pereda, J. (2006) "Estimación de la curva de rendimientos cupón cero para el Perú: aspectos metodológicos y aplicaciones", Trabajo presentado al XXIII Encuentro de Economistas del BCRP (www.bcrp.gob.pe/bcr/Comunicaciones/XXIII-Encuentro-de-Economistas-del-BCRP-2.html).
- Svensson, L.E.O. (1994) "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates": Sweden 1992-1994". NBER Working Paper 4871.

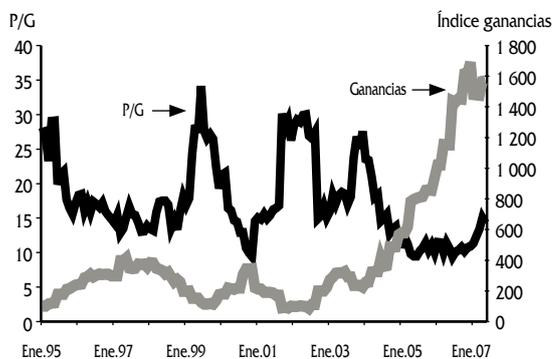
3 Al respecto se puede consultar, Banco Central Europeo (2004).

4 Estrella, A. y F. Mishkin (1996).

5 Un buen recuento de los modelos usados por los bancos centrales se puede encontrar en BIS (2005).

6 Por ejemplo el modelo de Fisher, M., Nychka, D. y Zervos, D. (1995). Consultar Anderson, N. y Sleath, J. (2001), Jamieson, D. y Gusba, S. (2002) y BIS (2005).

Gráfico 8
PER Y GANANCIAS DE ACCIONES DEL IGBVL ^{1/}
(En porcentajes)



^{1/} Las utilidades corresponden a las de los últimos 12 meses.

Renta variable

13. Tanto el Índice General (IGBVL) como el Índice Selectivo (ISBVL) de la Bolsa de Valores de Lima se han incrementado en más de 16 veces desde inicios de 2002 hasta mayo de 2007, siendo el mayor aumento de la región (seguido por Colombia que creció casi la mitad en el mismo período). Este dinamismo se ha sustentado en el crecimiento de las utilidades de las empresas como resultado del mayor nivel de actividad económica y el incremento, sin precedentes, de los precios de *commodities* (oro, plata, zinc, cobre, plomo y estaño).

Una forma de medir la magnitud del riesgo asociado al mercado de valores es mediante el ratio del precio del activo financiero con relación a las ganancias correspondientes (PER o P/G). Este coeficiente mide el número de años en que un inversionista recupera su inversión en acciones, asumiendo que las utilidades se reparten entre los accionistas. En el caso peruano, considerando las utilidades de los últimos 12 meses de las empresas que conforman el IGBVL, se observa un PER inferior a 15. Un PER de 15 es consistente con una utilidad por acción de 6,7 por ciento anual, que equivale a un período de recuperación de 15 años (un bono del gobierno del mismo plazo tienen un rendimiento menor al 6 por ciento).

Aproximadamente el 45 por ciento de las tenencias de acciones inscritas en CAVALI (cerca de US\$ 15,6 miles de millones a abril) están en manos de no residentes, y aproximadamente el 35 por ciento están en manos de inversionistas no previsionales -como fondos mutuos, fondos de inversión, personas naturales y empresas no financieras-. Si se incluyen las tenencias de instrumentos de renta fija, el porcentaje en poder de no residentes se reduce a 34 por ciento y en poder de inversionistas no previsionales asciende a 38 por ciento. Por ello, es importante fortalecer los mecanismos de información y mejorar las prácticas de diseminación de la información disponible a los inversionistas sobre los riesgos que se están asumiendo al invertir en acciones.

Cuadro 4

VALORIZACIÓN DE LAS TENENCIAS EN CAVALI: RENTA FIJA Y VARIABLE
(En millones de US\$)

	Dic-05	%	Dic-06	%
Residentes	14 790	66	20 654	66
AFP	6 107	27	8 831	28
Fondos Mutuos	35	0	59	0
Fondos de Inversión	493	2	768	2
Compañías de Seguros	722	3	805	3
Bancos y Financieras	1 178	5	950	3
Otros	6 255	28	9 242	30
No Residentes	7 681	34	10 461	34
Total CAVALI ^{1/}	22 471	100	31 115	100

^{1/} Valores inscritos y no inscritos en bolsa valorizados a precios de mercado.

Fuente: CAVALI.

RECUADRO 3
EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE ACCIONES PERUANO

Una burbuja se presenta cuando el precio de mercado de un activo financiero se aparta significativa y crecientemente de su valor fundamental, reflejado en el valor presente de los correspondientes flujos de caja esperados, predominando más bien elementos especulativos (Garber, P.M., 2000). Kindleberger (2000) complementa esta definición enfatizando la persistencia del movimiento ascendente en los precios de los activos que culmina con la explosión y propagación de la burbuja. Asimismo, Kane y Kindleberger (2004) señalan que las burbujas aparecen en las últimas etapas de un boom económico, cuando las expectativas son irracionalmente optimistas, sobrestimándose las perspectivas de ciertas empresas y proyectos.

Daye, et.al. (2002) señalan 3 factores principales del surgimiento de una burbuja:

- *La información asimétrica*, causada por debilidades en el gobierno corporativo⁷ de las empresas y por una regulación deficiente, permite que las empresas manipulen la información que proporcionan al mercado (i.e. Enron, Parmalat).
- *Errores de predicción* que afectan la valoración de los instrumentos financieros, y se generan tanto por diferencias en los mecanismos de formación de expectativas como por dificultades en la evaluación de los fundamentos, lo que es especialmente relevante cuando hay cambios significativos en el segmento industrial de las empresas (Farrell, 2002)⁸.
- *El esquema o juego Ponzi*, basado en el mecanismo conocido como pirámide, en el cual “los inversionistas que entran primero al juego reciben el dinero de los inversionistas que entran al final, pero en un momento dado estos últimos no pueden ser pagados porque no hay nuevos inversionistas” (Wallace, 2002).

De Long, et.al (1990) identifican la presencia cada vez mayor de inversionistas menos informados y nuevos que basan sus decisiones en información no relevante, reduciendo sustancialmente la influencia en el mercado de aquellos inversionistas bien informados.

Históricamente, el colapso de acciones en la Bolsa de Nueva York en 1929 se originó en el mercado floreciente de la década de los años veinte, tratándose de un episodio en el que la psicología de masas superó a los fundamentos que deberían haber guiado el precio de las acciones. Una nueva generación de inversionistas no sofisticados entró al mercado ansiosa de hacer fortuna. Allen (1931) señala que el optimismo basado en rumores se extendió a la clase trabajadora que hizo su ingreso al mercado como pequeños inversionistas. Rappoport y White (1994) se refieren a la entrada de pequeños inversionistas, quienes durante la Primera Guerra Mundial habían invertido en títulos del gobierno y ahora lo hacían en bonos privados y acciones. Shiller (1999) sugiere que tal surgimiento de nuevos inversionistas se debería básicamente a una presión de grupo. Los individuos estarían fuertemente influenciados por las acciones de sus amigos y conocidos.

Sornette (2003) menciona factores psicológicos asociados a las burbujas:

- * Ante un aumento en el precio de un activo, los inversionistas juzgan más probable que le siga otro aumento antes que un descenso.
- * Los inversionistas prefieren seguir las acciones de otros que se encuentran previamente en el mercado antes que a su propia información.
- * Se obtiene reputación al actuar en forma similar a un grupo determinado.
- * El inversionista actúa como el resto, luego de observar una desproporcionada cantidad de inversionistas transando el mismo activo.

Los precios de activos domésticos tales como acciones, bonos e inmuebles, influyen sobre las principales variables macroeconómicas, básicamente, a través de su efecto riqueza. Un mayor precio de ciertos activos afecta el gasto tanto de los consumidores como del gobierno (a través de mayores impuestos), lo que puede llevar a presiones

⁷ Johnson, Boone, Breach y Friedman (1999).

⁸ Hay que hacer hincapié que un activo correctamente valorizado debe reflejar la evolución esperada -y no la actual- de los flujos de caja. Los agentes económicos no necesariamente coinciden en sus expectativas de flujos de caja y en la tasa de descuento a utilizar.

inflacionarias. Cuando el precio de los activos cae, además de afectar el gasto doméstico, puede tener un impacto negativo sobre la salud del sistema financiero (en la medida que hayan sido financiados mediante créditos).

Si bien no existe evidencia de una burbuja en el mercado de acciones, su nivel actual de precios se sustenta en la persistencia de condiciones favorables que actualmente existen en la economía mundial y doméstica. Esta situación de elevados precios se ve reforzada por la poca profundidad del mercado doméstico de valores, junto a la elevada liquidez que viene afectando a la mayoría de mercados de valores mundiales en un mercado en el que aproximadamente el 60 por ciento del IGBVL está compuesto por acciones mineras. En este sentido, una caída de los precios de los minerales o una desaceleración mundial son escenarios que no se pueden descartar en los próximos años.

El fortalecimiento de las regulaciones prudenciales y la difusión de la información y conocimiento en el campo financiero son importantes para evitar tendencias no sostenibles en los precios de los activos reduciendo de esta manera los riesgos asociados a burbujas. Estas reformas deben estar orientadas a mejorar el gobierno corporativo de las empresas, incentivar la emisión de ofertas primarias de acciones como mecanismo de financiamiento de las empresas y fortalecer la regulación y supervisión de las empresas que emiten valores en el mercado, entre otros. Estas medidas van a ayudar a dinamizar el mercado de valores pues permitiría a las empresas ofrecer una alternativa de inversión rentable a potenciales inversionistas en el mercado de capitales.

**RENDIMIENTO COMPARATIVO DE INVERSIONES EN LA BOLSA
DE VALORES Y DEPÓSITOS A PLAZO A MÁS DE 360 DÍAS**
(Variación anual)

	Renta Variable	Depósitos en soles a más de 360 días
2000	-34,2	14,6
2001	-2,6	12,0
2002	18,3	7,7
2003	74,9	6,9
2004	52,4	6,9
2005	29,4	7,8
2006	168,3	8,2
Acumulado Dic.99-Dic.06	601,9	265,4

Fuente: BVL y SBS.

Referencias

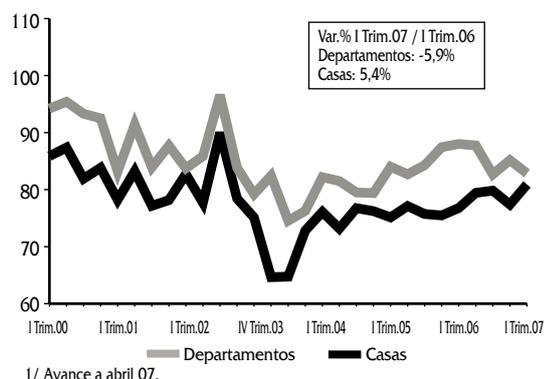
- Allen, F. L., Only Yesterday: An Informal History of the Nineteen-Twenties, New York, 1931.
- Daye, Ismen, Misailidou, Murra, "Topics in Financial Engineering: Analysis of Bubbles from Inception to Aftermath of its Burst", <http://www.stat.purdue.edu/~Zdaye/Projects/Bubble.doc>.
- De Long, Grossman, Shleifer, Summers, y Waldman, "Noise Trader Risk in Financial Markets", Journal of Political Economy 98, agosto de 1990, pp. 703-38.
- Garber, P.M, Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 2000.
- Johnson, Boone, Breach y Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", WPN 297, noviembre de 1999.
- Kane Edward, Charles Kindleberger: "An Impressionist in a Minimalist World", NBER Working Paper 10847, 2004.
- Kindleberger Charles, Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, New York, 2000,
- Rappoport, Peter y White, Eugene N., "The New York Stock Market in the 1920s and 1930s: Did Stock Prices move together too much?", NBER WP Series N° 4627, enero 94
- Shiller, Robert J., "Measuring Bubble Expectations & Investor Confidence", NBER Working Paper N° 7008, marzo 1999.
- Sornette, D., Critical Market Crashes, Physics Reports 378(1), 2003, pp. 1-98
- Wallace, J. The Internet Bubble (www.spectacle.org/0101/bubble.html), marzo 2002.

Activos inmobiliarios

14. A partir del segundo trimestre de 1998, se recopila información de precios de los inmuebles. Por trimestre se registran 350 casas y 350 departamentos en promedio. La elaboración de los índices de precios de activos inmobiliarios consta de 3 fases:

- * Recopilación de información: recolección semanal de la base de datos de oferta inmobiliaria⁹. La información se circunscribe a los distritos de Miraflores, La Molina, San Borja, San Isidro y Surco y está compuesta por tamaños de muestra fijos por distrito.
- * Segmentación y depuración de datos: registro semanal de información relativa a casas y departamentos, mediante un proceso aleatorio de selección de muestra y confirmación de la información vía telefónica.
- * Construcción de los índices: cálculo trimestral de la mediana del precio por metro cuadrado de casas y departamentos.

Gráfico 9
PRECIO DE VENTA DE INMUEBLES EN DÓLARES CORRIENTES
(Índice II trimestre 1998 = 100)



15. En el primer trimestre de 2007, los precios de casas registraron incrementos con respecto al mismo trimestre de 2006 de 5,4 por ciento, mientras que los de departamentos disminuyeron 5,9 por ciento. El aumento en el precio de las casas podría explicarse por la escasez relativa de terrenos requeridos para construir edificios de departamentos, locales comerciales y/o oficinas en determinadas zonas de Lima. Respecto a los créditos hipotecarios, a marzo 2007 se tiene que respecto a marzo de 2006, los créditos directos y el crédito Mi Vivienda han aumentado 11 por ciento y 4 por ciento, respectivamente.

Liquidez y Crédito

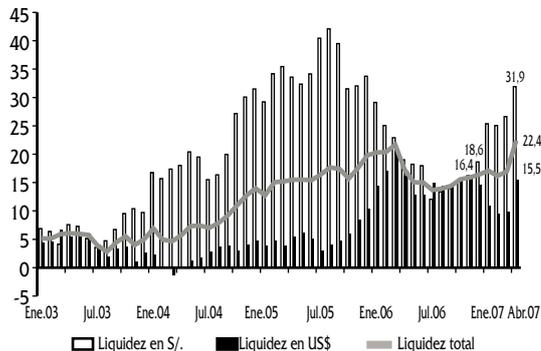
Los agregados monetarios y crediticios continuaron generando un entorno de condiciones financieras favorables. La evolución del crédito viene acompañando el crecimiento de la actividad económica, en tanto que el elevado dinamismo de la liquidez permite el fondeo necesario. A abril, el flujo de expansión del crédito al sector privado en los últimos 12 meses fue S/. 12 818 millones (de los cuales 60,7 por ciento fue en nuevos soles), equivalente a 4,1 por ciento del PBI.

16. La liquidez del sector privado retomó el ritmo de crecimiento observado a partir del segundo semestre de 2006, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica, al pasar de una tasa de crecimiento últimos doce meses de 16,4

⁹ Fuentes de información: El Comercio: <http://www.elcomerciope.com.pe/Clasificados/> y BWS: <http://www.ofertainmobiliaria.com/index.asp>. Los datos se circunscriben a los distritos mencionados en los que se registra una mayor oferta inmobiliaria.

Gráfico 10
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 de 2006 para el período de análisis.

por ciento en diciembre de 2006, a 22,4 por ciento en abril de 2007. Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento de la liquidez en moneda nacional (31,9 por ciento) como resultado de la mayor preferencia relativa por soles como activo de reserva de valor debido a los mayores retornos relativos del ahorro en nuestra moneda.

Este alto crecimiento de la liquidez determina un entorno de condiciones financieras favorables, que permite el incremento de fondos necesario para la expansión del crédito.

17. Los niveles de dolarización financiera continuaron reduciéndose durante el presente año. Así, la dolarización de la liquidez del sector privado se redujo de 58,8 por ciento en abril de 2006 a 54,4 por ciento en abril de 2007. El ratio de dolarización del crédito al sector privado disminuyó en 4,9 puntos porcentuales.

Cuadro 5

INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA

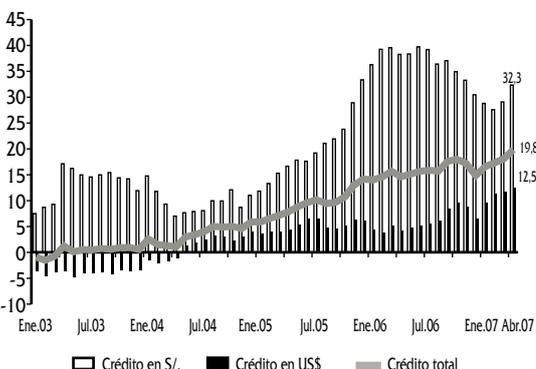
(En porcentajes del agregado monetario total)

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	61	71
2005	57	67
2006		
Abril	59	64
Diciembre	54	61
2007		
Abril	54	59

Gráfico 11

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.

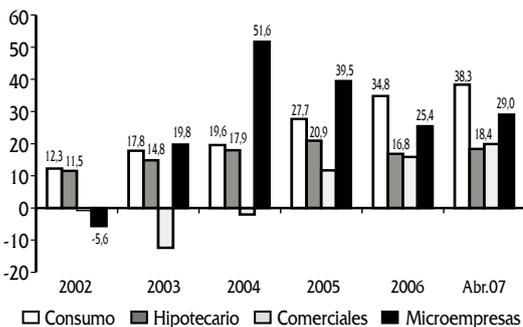
18. En los cuatro primeros meses del año, el crédito al sector privado aceleró su ritmo de crecimiento anual (19,8 por ciento en abril equivalente a un flujo de S/. 12 875 millones ó 4,1 por ciento del PBI).

19. Por componentes, el crédito de consumo de las empresas bancarias creció 38,3 por ciento entre abril de 2006 y abril de 2007. De otro lado, los créditos hipotecarios han venido recuperando su dinamismo, registrándose un crecimiento de 18,4 por ciento en los últimos doce meses, luego que se limitaran los fondos provenientes del programa Mi Vivienda en mayo de 2006, actualmente el crédito hipotecario corresponde principalmente a recursos propios de la banca.

Gráfico 12

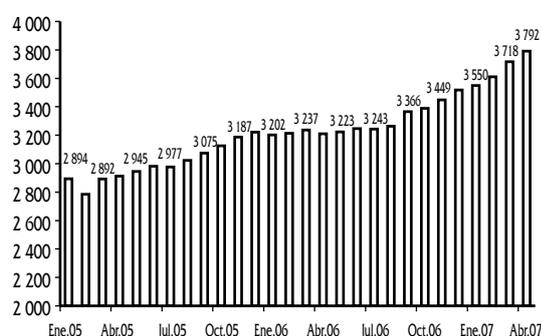
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS

(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 período de análisis.

Gráfico 13
CRÉDITOS DE CONSUMO POR DEUDOR DE LAS
EMPRESAS BANCARIAS
 (Nuevos soles)



El crecimiento del crédito de consumo viene acompañado por un incremento en el nivel de endeudamiento por persona promedio. El componente más dinámico se registra a través de las tarjetas de crédito.

20. El crédito hipotecario mantiene aún un elevado grado de dolarización (86,1 por ciento en abril de 2007) por lo cual sería conveniente ejecutar medidas orientadas a reducir dicho nivel y su exposición al riesgo crediticio-cambiarío. Un elemento clave para el inicio del proceso de desdolarización del crédito hipotecario ha sido la emisión de bonos del Tesoro Público en soles nominales a 20 años ya que ha favorecido el surgimiento de préstamos para vivienda en soles a los mismos plazos de los que se otorgan en dólares.
21. En abril de 2007, el crédito en moneda nacional mantuvo su mayor dinamismo relativo con un ritmo de crecimiento últimos doce meses de 32,3 por ciento (S/. 7 778 millones), con relación al incremento de los créditos en dólares (12,5 por ciento equivalente a un flujo de US\$ 1 590 millones). Los componentes más dinámicos del crédito en moneda nacional fueron las colocaciones de las empresas bancarias (36,9 por ciento), instituciones de microfinanzas (26,8 por ciento), de los fondos mutuos (95,6 por ciento) y del Banco de la Nación (31,5 por ciento).

Cuadro 6

CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO AJUSTADO EN MONEDA NACIONAL

	Saldos en millones nuevos soles			Tasas de crecimiento	
	Abr.06	Mar.07	Abr.07	Abr.07/ Abr.06	Abr.07/ Mar.07
Empresas bancarias	14 385	18 890	19 689	36,9	4,2
Banco de la Nación	1 384	1 617	1 820	31,5	12,6
Instituciones de microfinanzas	4 586	5 794	5 814	26,8	0,3
Cajas municipales	1 986	2 490	2 490	25,4	--
Cajas rurales	385	493	493	28,1	--
Cooperativas	646	758	758	17,3	--
Edpymes	383	637	637	66,2	--
Empresas financieras	1 186	1 416	1 436	21,1	1,4
Inversionistas institucionales ^{1/}	3 268	4 109	4 206	28,7	2,3
AFPS	2 197	2 831	2 911	32,5	2,8
Empresas de seguros	748	664	664	-11,2	--
Fondos mutuos	322	613	631	95,6	2,8
Empresas de leasing y otros	442	348	315	-28,7	-9,3
Total Sistema Financiero	24 065	30 758	31 844	32,3	3,5

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

Cuadro 7

**CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
AJUSTADO EN MONEDA EXTRANJERA**

	Saldos en millones dólares			Tasas de crecimiento	
	Abr.06	Mar.07	Abr.07	Abr. 07/ Abr. 06	Abr.07/ Mar. 07
Empresas bancarias	9 850	10 572	10 751	9,2	1,7
Banco de la Nación	22	14	14	-38,1	-0,0
Instituciones de microfinanzas	637	752	751	18,0	-0,1
Cajas municipales	300	357	357	18,9	--
Cajas rurales	56	56	56	-0,4	--
Cooperativas	182	224	224	23,2	--
Edpymes	54	72	72	32,7	--
Empresas financieras	45	43	43	-4,3	-1,3
Inversionistas institucionales ^{1/}	1 599	2 079	2 144	34,1	3,1
AFPS	808	1 120	1 179	46,1	5,3
Empresas de seguros	154	185	185	20,0	-0,0
Fondos mutuos	637	774	780	22,4	0,8
Empresas de leasing y otros	622	657	658	5,9	0,2
Total Sistema Financiero	12 729	14 073	14 319	12,5	1,7

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

22. Esta expansión del crédito doméstico es una característica que también se observa en la mayoría de economías de la región, en donde el aumento del crédito supera en la mayoría de los casos al crecimiento nominal del producto. Las mayores tasas de expansión se observan en Venezuela, Colombia y México.

Cuadro 8

TASA DE VARIACIÓN ANUAL DEL CRÉDITO

	Variación anual (Abr.07/ Abr.06)
Brasil ^{1/}	20,9
Chile	17,5
Colombia	31,7
México	29,5
Perú	19,8
Uruguay	10,7
Venezuela	89,2

1/ A marzo.

Fuente: Bloomberg y bancos centrales.

Gráfico 14
TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(S/. por Unidad Monetaria)

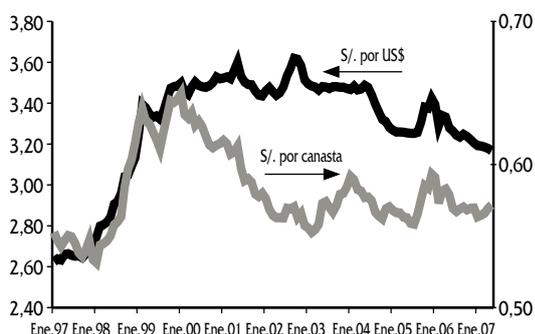
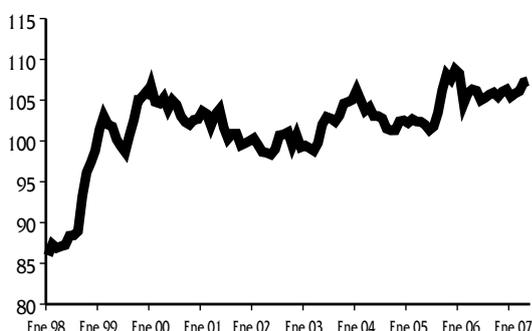


Gráfico 15
TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(Índice Dic. 2001=100)



El Índice de tipo de cambio real (ITCR) es un indicador del precio relativo de bienes externos con relación a bienes internos y nos indica el valor de un bien externo en términos de bienes nacionales. Una moneda más fuerte (menor ITCR) denota un menor valor relativo de los bienes externos y una más débil (mayor ITCR) que los bienes externos valen más en términos de bienes locales:

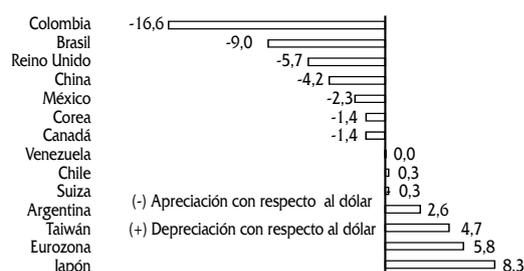
$$ITCR = \frac{ITCN * IPC_{externo}}{IPC_{Perú}}$$

ITCN= Índice de tipo de cambio nominal. Definido como el tipo de cambio promedio del Nuevo Sol con respecto a las monedas de nuestros socios comerciales.

IPC_{externo}=Índice de precios promedio de nuestros socios comerciales.

IPC_{Perú} =Índice de precios al consumidor de Perú.

Gráfico 16
VARIACIÓN % DE COTIZACIONES DE MONEDAS DE SOCIOS COMERCIALES CON RESPECTO AL DÓLAR
(May.07/May.06)



Tipo de cambio

23. En lo que va del año, el Nuevo Sol se apreció 1,2 por ciento en términos nominales respecto al dólar, al pasar de S/. 3,205 por dólar al cierre de 2006 a S/ 3,168 por dólar a mayo. La mayor fortaleza del Nuevo Sol respecto al dólar refleja el incremento de los términos de intercambio, la estabilidad de precios alcanzada y las perspectivas de mejores fundamentos macroeconómicos domésticos, en un contexto de debilidad del dólar en el mercado financiero internacional.

Con respecto a la canasta de monedas de nuestros 20 principales socios comerciales, el tipo de cambio del Nuevo Sol pasó de S/. 0,5696 a fin de 2006 a S/. 0,5717 al cierre de mayo. Este resultado refleja una desvalorización del dólar más acelerada con respecto a las monedas de nuestros otros socios comerciales, como es el caso de la libra esterlina (1,0 por ciento), el euro (2,3 por ciento), el peso colombiano (11,4 por ciento) y el real brasileño (7,8 por ciento).

24. En términos reales, el índice de tipo de cambio multilateral se depreció en 1,0 por ciento, debido a la depreciación nominal del Nuevo Sol con respecto a la canasta (0,4 por ciento) y a la mayor inflación externa (1,9 por ciento) sobre la doméstica (1,3 por ciento).

25. Cabe mencionar que durante el periodo se observaron máximos históricos en la cotización de la libra, e importantes presiones apreciatorias en Colombia y Brasil.

Cuadro 9

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

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

1/ Variación acumulada a mayo.

Cuadro 10

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES: MAYO 2007

(Variaciones porcentuales)

	Peso * (%)	Nominal respecto a:		Real respecto a:	
		Dic.06	May.06	Dic.06	May.06
Estados Unidos	29,2	-1,2	-3,4	0,1	-2,1
Eurozona	12,3	1,0	2,2	1,1	3,1
Japón	4,0	-4,2	-10,8	-5,3	-11,7
Brasil	5,5	7,3	6,3	7,6	8,4
Reino Unido	1,3	-0,2	2,5	-0,8	4,0
Chile	6,7	-0,1	-3,6	-0,1	-2,2
China	11,4	0,8	0,9	0,4	6,0
Colombia	4,2	12,2	16,2	15,1	21,7
México	2,9	-0,7	-1,1	-1,1	2,3
Argentina	2,6	-3,5	-5,8	-1,3	1,7
Corea	2,2	-1,4	-2,0	-0,6	-0,5
Taiwán	1,9	-3,4	-7,7	-4,0	-8,3
Venezuela	3,1	-1,2	-3,4	3,0	14,0
Canadá	4,8	4,1	-2,0	4,8	-1,3
Ecuador	4,6	-1,2	-3,4	-1,7	-2,5
Suiza	3,4	-2,3	-3,7	-2,8	-4,3
Canasta	100,0	0,4	-1,2	1,0	1,1

* Peso con respecto al comercio del año 2006.

Gráfico 17
TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS

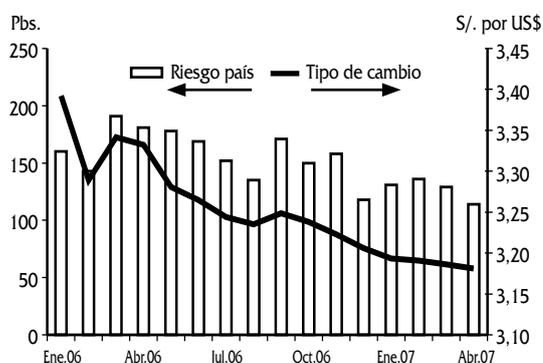


Gráfico 18
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO Y DIFERENCIAL FORWARD (3 MESES)



26. Una percepción más favorable sobre la economía peruana ha determinado un menor nivel del indicador de riesgo país, el cual baja de 118 al cierre de 2006 a 100 a fin de mayo, su menor nivel histórico. Lo anterior ha determinado también un incremento de operaciones de ventas *forward* de moneda extranjera de los bancos sin entrega (NDF), las cuales son efectuadas principalmente por operadores del exterior y tienen un carácter especulativo. El saldo neto de NDF del público con la banca ha subido de US\$ 394 millones en diciembre de 2006 a US\$ 1 330 millones a fin de mayo. Las operaciones *forward* se realizan con los bancos locales, los cuales ejecutan una operación efectiva de compra o venta de moneda extranjera en el mercado *spot* para contrarrestar el riesgo cambiario involucrado en la operación *forward*. De esta manera, entre abril y mayo, el fuerte influjo de operaciones *forward* sin entrega llevó a la banca a vender moneda extranjera, reduciendo su disponibilidad. De esta manera se indujo la elevación de la tasa de interés interbancaria en dólares de 5,5 por ciento en marzo a 6,75 por ciento al 21 de mayo, ajuste que desalienta a las mismas operaciones *forward*¹⁰. Sin embargo, a fines de mayo, la tasa interbancaria se redujo a 5,25 por ciento.

10 El incremento de las tasas de interés en moneda extranjera (i^*) y la disminución de las tasas de interés locales (i) aumenta la diferencia entre el tipo de cambio forward (e_f) y el tipo de cambio actual (e_o):
$$\frac{e_f}{e_o} = \frac{1+i}{1+i^*}$$

Gráfico 19
SALDO NETO DE COMPRAS FORWARD DE LA BANCA Y TIPO DE CAMBIO

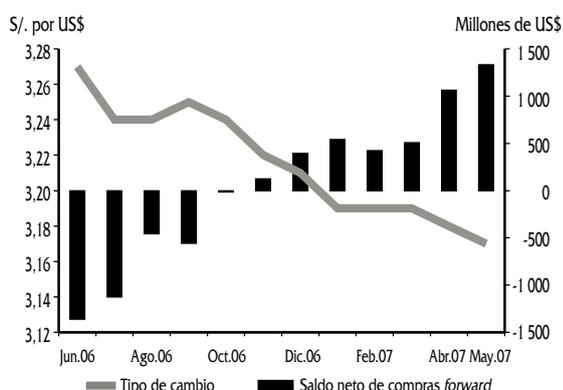


Gráfico 20
COMPRAS NETAS DE DÓLARES Y TIPO DE CAMBIO

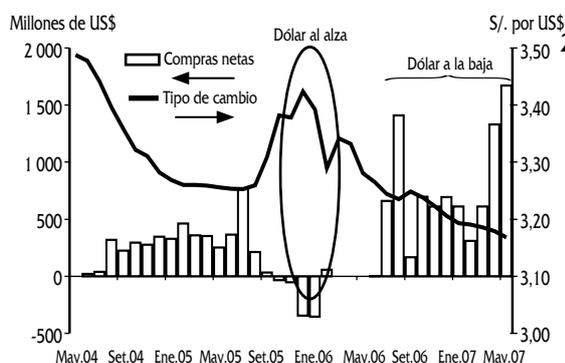
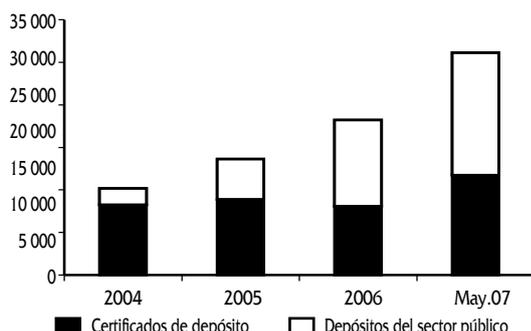


Gráfico 21
DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO Y SALDO DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS



Ello se refleja en las operaciones de cobertura contra el riesgo de apreciación. Así, el saldo de compras netas *forward* de moneda extranjera de la banca al público pasó de US\$ 9 millones en diciembre de 2006 a US\$ 1 075 millones en mayo de 2007. El *forward* compra implica una operación entre el agente y la banca en la que ésta última accede a comprar dólares a futuro a un tipo de cambio prefijado. Si a la finalización del contrato el tipo de cambio es inferior al pactado, el agente obtiene un beneficio. Por su parte los bancos, para cubrirse del riesgo cambiario, realizan usualmente la operación inversa en el mercado cambiario al contado, vendiendo dólares en dicho mercado.

El incremento en las operaciones *forward* compra se ha venido registrando de la mano de una mayor presencia de inversionistas no residentes.

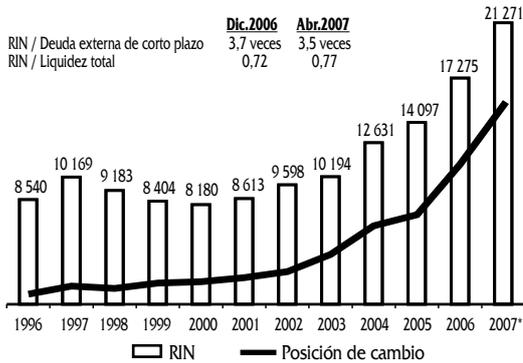
27. Las compras netas *forward* sin entrega (de mayor componente especulativo y participación de no residentes) se encuentran en US\$ 1 330 millones. La mayor oferta *forward* se incrementó desde el mes de abril, pasado el periodo de incertidumbre en los mercados internacionales asociados a la Bolsa de Shanghai a fines de febrero.

Asimismo, se registraron presiones a la baja en el mercado cambiario asociadas a las ventas de dólares para el pago de la regularización del Impuesto a la Renta.

28. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 4 531 millones entre enero y mayo de 2007, de los cuales US\$ 930 millones sirvieron para atender la demanda de moneda extranjera del Tesoro Público para realizar pagos de deuda externa. La compra de dólares permite una acumulación preventiva de reservas internacionales para afrontar eventuales choques externos negativos en el futuro. El impacto monetario de estas compras de dólares ha sido esterilizado mediante la colocación de CDBCRP y los mayores depósitos del sector público como resultado de la mejora de las finanzas públicas en este periodo.

29. Las reservas internacionales netas del BCRP han aumentado en US\$ 3 996 millones en lo que va del año, alcanzando un saldo de US\$ 21 271 millones en mayo de 2007. Este resultado se explica principalmente por el incremento de la posición de cambio del BCRP en US\$ 3 981 millones y por el aumento de los depósitos del sector público en US\$ 126 millones, compensados por los menores depósitos del sistema financiero en US\$ 29 millones.

Gráfico 22
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y POSICIÓN DE CAMBIO
(Millones de US\$)



* A mayo.

Gráfico 23
EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos soles por US\$)



Cuadro 11

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

	2004	2005	2006	2007
				Ene. - May.
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	1 854	767	2 861	3 625
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	3 944	4 531
a. Compras	2 340	3 130	4 299	4 531
b. Ventas	0	-431	-355	0
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-1 084	-919
3. Otras operaciones cambiarias (neto)	2	3	1	14
II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO	23	1 251	-684	-29
III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO	359	-587	245	126
IV. OTROS	201	35	756	274
V. TOTAL	2 437	1 466	3 178	3 996

Con esta evolución continuó aumentando la porción de la liquidez del sector privado cubierta por las reservas internacionales al pasar de 72 por ciento en 2006 a 77 por ciento en abril de 2007. Asimismo, las obligaciones externas con vencimiento en el corto plazo continuaron siendo cubiertas más que proporcionalmente por las reservas internacionales.

Expectativas de tipo de cambio

30. Los agentes económicos han corregido a la baja sus expectativas de tipo de cambio para 2007, pasando de entre S/. 3,20 a S/. 3,23 por dólar en enero de este año, a un rango entre S/. 3,18 y S/. 3,20 por dólar en mayo de 2007. Para 2008, los agentes económicos también han corregido sus expectativas a la baja, de un rango de S/. 3,25 y S/. 3,29 por dólar a uno de S/. 3,20 y S/. 3,22 por dólar. Para 2009, los agentes económicos esperan que el tipo de cambio se encuentre entre S/. 3,23 y S/. 3,28 por dólar.

III. Entorno Internacional

En los primeros meses del año los indicadores muestran un dinamismo de la actividad económica mundial acorde con lo previsto en el Reporte de Inflación de enero. La mayor demanda generada por algunas economías en rápido crecimiento, los bajos niveles de inventarios, los problemas de oferta que presentan algunas materias primas, así como las expectativas de un dólar débil ante la posibilidad de un recorte de la tasa de la FED hacen prever un incremento de los términos de intercambio de 1,9 por ciento para el presente año, tasa mayor a la proyectada en el Reporte anterior.

En Estados Unidos de América se mantiene la evidencia de una desaceleración gradual, aunque continúa la incertidumbre en torno a la evolución del mercado inmobiliario y su efecto sobre la dinámica de la economía global. Por su parte, la Eurozona continuaría mostrando signos de una rápida recuperación impulsada por el crecimiento de Alemania y Reino Unido, desacelerándose moderadamente hacia 2009, mientras que Japón registraría un crecimiento lento pero continuo en los siguientes dos años.

Cuadro 12

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES ^{1/}

(En porcentaje)

	Participación en el comercio	2005	2006	2007		2008		2009
				RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
Socios Comerciales ^{2/}	100	4,3	4,6	3,9	4,1	4,0	4,0	3,8
Norteamérica	29%	3,2	3,2	2,4	2,1	3,0	2,8	3,0
Estados Unidos	24%	3,2	3,3	2,4	2,1	3,0	2,8	3,0
Canadá	5%	2,9	2,7	2,3	2,4	2,9	2,8	3,0
Europa	20%	1,6	2,9	2,2	2,6	2,2	2,3	2,0
Alemania	4%	0,9	2,7	1,5	2,4	2,0	2,3	1,9
Reino Unido	1%	1,9	2,8	2,5	2,7	2,4	2,3	2,3
Asia	21%	7,3	7,7	6,9	7,2	7,0	7,2	6,8
China	11%	10,4	10,7	9,6	10,0	9,4	9,8	9,5
Japón	5%	1,9	2,2	1,8	2,2	2,3	2,2	1,2
América Latina	30%	5,5	5,5	4,8	5,1	4,2	4,4	3,9
Argentina	2%	9,2	8,5	7,2	7,6	4,7	5,8	4,9
Brasil	7%	2,9	3,7	3,4	4,2	3,6	4,2	4,3
Chile	7%	5,7	4,0	5,2	5,7	5,0	5,2	4,9
México	3%	2,8	4,8	3,4	3,1	3,7	3,6	3,8
Venezuela	3%	10,3	10,3	6,9	7,0	5,0	3,8	1,4
Nota:								
India		9,2	9,2	8,4	8,1	7,8	7,8	7,0
Rusia		6,4	6,7	6,2	6,3	6,0	6,0	5,8
Economía Mundial: a)^{3/}		3,3	3,9	3,2	3,3	3,3	3,4	3,3
b)^{4/}		4,9	5,4	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9

RI: Reporte de Inflación.

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

2/ Ponderado de acuerdo al comercio de 2006.

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

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

Situación económica mundial

31. Luego de una sólida expansión económica en 2006 (4,6 por ciento), se espera que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales entre 2007 y 2009 registre una moderada desaceleración, en particular en Estados Unidos, debido a las correcciones que vienen ocurriendo en su mercado inmobiliario.

Este comportamiento no tendría efectos considerables en Europa y Japón, debido a la mejora en los fundamentos domésticos y a las perspectivas favorables en estas economías. Las economías emergentes también muestran perspectivas favorables de crecimiento lo que ha llevado a una ligera revisión al alza en las proyecciones.

32. En el primer trimestre del año **Estados Unidos** reportó una desaceleración económica mayor a la esperada. El PBI creció a una tasa anualizada de 1,3 por ciento, luego de alcanzar un crecimiento anualizado de 2,5 por ciento en el cuarto trimestre de 2006. El mercado inmobiliario siguió corrigiéndose afectando negativamente a la inversión privada, cuya contribución dentro del crecimiento del PBI ha sido negativa en el primer trimestre (-0,8 por ciento). No obstante, la solidez mostrada por el consumo continuó siendo una atenuante a la corrección en el mercado inmobiliario. Por su parte, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al PBI (-0,5 por ciento), debido, principalmente, a una mayor contribución de las importaciones (-0,4 por ciento), lo que refleja el sólido dinamismo del consumo. Ello ha favorecido a la demanda externa de los socios comerciales.

Cuadro 13

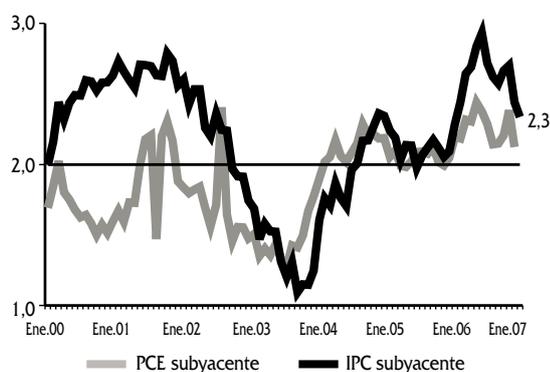
PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ ^{1/}

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

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

*Proyección.

Gráfico 24
INFLACIÓN SUBYACENTE DE ESTADOS UNIDOS
 (Variaciones porcentuales últimos 12 meses)



Para lo que resta de 2007, se espera que la debilidad del mercado inmobiliario continúe afectando a la inversión, sobre todo en el primer semestre, mientras que el consumo tendría una desaceleración paulatina. Con ello, se espera un crecimiento anual de 2,1 por ciento para 2007, 2,8 por ciento para 2008 y de 3,0 por ciento para 2009.

De otro lado, la inflación -medida de acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor y el deflactor de precios del consumo personal (PCE)- mostró signos de aceleración en los primeros meses del año. Ello se explica por el repunte en el precio del petróleo y por los mayores costos laborales, esto último en un mercado laboral con presiones de demanda y una desaceleración en la productividad.

El componente subyacente de estos índices de precios -que excluye alimentos y energía- también muestra ciertas presiones inflacionarias. En abril, la inflación subyacente del IPC fue 2,3 por ciento; mientras que el deflactor del PCE se ha ubicado en 2,1 por ciento, ligeramente por encima de 2 por ciento, nivel considerado de referencia por la Reserva Federal (FED). La FED ha reafirmado su sesgo hacia los riesgos inflacionarios, aunque también ha señalado que la inflación descendería gradualmente como respuesta al efecto de la moderación esperada del crecimiento.

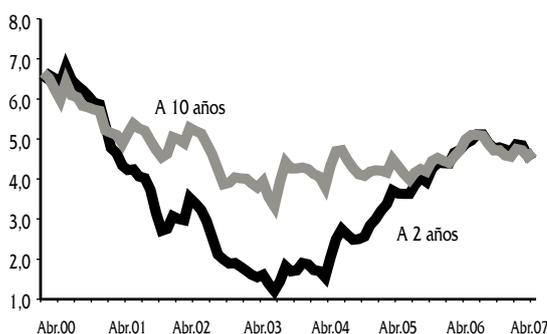
En este contexto de desaceleración económica y de presiones inflacionarias, la FED mantuvo su tasa de interés, en línea con lo esperado, con lo cual suman siete reuniones sin modificar las tasas de interés (luego de haberla incrementado en 17 oportunidades entre junio de 2004 y junio de 2006). Dada la elevación de tasas por parte del Banco Central Europeo (BCE), el diferencial de tasas a favor del euro se ha reducido, en lo que va del año, de 175 pbs a 150 pbs.

Cuadro 14

CALENDARIO DE PRÓXIMAS REUNIONES DE POLÍTICA MONETARIA 2007

	Reserva Federal	Banco Central Europeo	Banco de Inglaterra
Tasa de Referencia	5,25%	3,75%	5,50%
	28-Jun	6-Jun	7-Jun
	-	5-Jul	5-Jul
Próximas reuniones 2007	7-Ago	-	2-Ago
	18-Set	6-Set	6-Set
	31-Oct	4-Oct	4-Oct
	-	8-Nov	8-Nov
	11-Dic	6-Dic	6-Dic

Gráfico 25
ESTADOS UNIDOS: RENDIMIENTO DE LOS TÍTULOS DEL TESORO



Las posibles repercusiones del mercado inmobiliario y el aumento de la morosidad en el segmento hipotecario de alto riesgo (*subprime*) respaldarían una reducción en la tasa. Sin embargo, las favorables perspectivas del empleo, las presiones sobre salarios y el mantenimiento de las presiones inflacionarias apuntarían a favor de una elevación en las tasas de interés. En este contexto, se proyecta que la tasa disminuya 25 pbs hacia fines de 2007 y se mantenga en los dos próximos años.

Las **tasas de largo plazo** han tenido un comportamiento volátil en los primeros meses del año, influenciadas por el cambio en las perspectivas de los inversionistas sobre la evolución futura del crecimiento de Estados Unidos. Ello también se observa en el cambio de pendiente en la curva de rendimiento en cuatro oportunidades durante el período enero-mayo. Si bien, las perspectivas de un menor crecimiento preocuparon a los inversionistas durante el primer trimestre, en los últimos dos meses han crecido las expectativas de que la desaceleración económica sea moderada.

- 33. En **Europa**, tras el crecimiento de 2,9 por ciento en el año 2006 (el mayor de la década), se espera un crecimiento de 2,6 por ciento para 2007 y de 2,3 por ciento para 2008, por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación de enero, y de 2,0 por ciento en 2009.

En esta revisión al alza destaca la **Eurozona**, con un crecimiento anualizado de 3,1 por ciento en el primer trimestre. Las sólidas ganancias corporativas y el alto grado de utilización de la capacidad instalada continuarían contribuyendo al crecimiento de la inversión privada. Por su parte el crecimiento del empleo (la tasa de desempleo ha disminuido a 7,2 por ciento, la menor tasa desde inicios de la década de los ochenta) ha generado un aumento en la demanda por consumo.

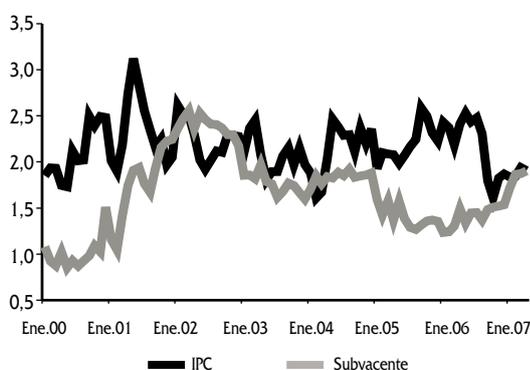
Cuadro 15

PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA 1/

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

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

Gráfico 26
EUROZONA: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)



A nivel de países de la Eurozona, el mayor crecimiento reciente de **Alemania**, favorecido por el dinamismo de la inversión corporativa y de la actividad industrial así como el continuo impulso de las exportaciones, ha llevado a que se revise al alza el crecimiento esperado a 2,4 y 2,3 por ciento para los años 2007 y 2008 respectivamente (desacelerándose en 2009 a 1,9 por ciento).

La inflación ha venido registrando un repunte, situándose en 1,9 por ciento, mientras que el componente subyacente aumentó de 1,4 por ciento en agosto a 1,9 por ciento en marzo. De esta forma, ambas tasas se ubican alrededor de la meta de 2 por ciento.

En este contexto, el **Banco Central Europeo (BCE)** aumentó su tasa de interés referencial en 25 puntos básicos en marzo, ubicándola en 3,75 por ciento, la más alta desde el año 2003. Se esperan nuevos ajustes durante 2007, lo que contribuiría a moderar el crecimiento de la economía y a frenar las presiones inflacionarias, con lo que la inflación se ubicaría alrededor de 1,6 por ciento en los años siguientes.

Fuera de la Eurozona destaca el **Reino Unido**, cuya economía creció 2,8 por ciento en el primer trimestre de 2007, y que para el resto del año se espera mantenga su actividad económica basada en la demanda doméstica, tanto por inversión como por el consumo privado, y por el efecto riqueza ante la continuidad del auge inmobiliario. Este crecimiento ha estado acompañado por un aumento progresivo en la inflación desde setiembre de 2006, alcanzando una tasa de 3,1 por ciento anual en marzo último. En este contexto, el **Banco de Inglaterra (BoE)** elevó la tasa de interés en 50 pbs. en lo que va del año, y el mercado no descarta nuevos ajustes de no contenerse las presiones inflacionarias.

34. **Japón** continuaría creciendo aunque a un menor ritmo que en 2006. Esta moderación en el crecimiento se debería al efecto del menor dinamismo en las exportaciones debido a la desaceleración esperada en Estados Unidos y por las medidas de China para evitar el sobrecalentamiento de su economía, aunque sería compensado por un posible incremento en el consumo por las condiciones favorables en el empleo y en la inversión.

Se espera que con esta expansión económica termine el proceso deflacionario iniciado en la década previa. En marzo se registró una inflación subyacente negativa de 0,3 por ciento anual, lo que ha generado que el **Banco de Japón (BoJ)** revise a la baja sus proyecciones de inflación para 2007

y señale que la inflación recién se aceleraría en 2008 a 0,6 por ciento. Ello podría llevar al Boj a postergar su ajuste de tasa previsto para el año (en febrero elevó la tasa de política en 25 pbs. a 0,5 por ciento).

Cuadro 16

PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA ^{1/}

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

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

*Proyección.

35. Dentro de las **economías emergentes**, destaca el significativo crecimiento económico de **China**. Luego de crecer 10,7 por ciento en 2006, la tasa más alta desde mediados de los años noventa, el PBI aumentó 11,1 por ciento en el primer trimestre mientras que la producción industrial lo hizo en 18,3 por ciento en marzo. El significativo dinamismo de la economía china se sustentó en la fortaleza de las inversiones y en las exportaciones.

La mayor actividad económica llevó a que la inflación anual ascendiera a 3,3 por ciento en marzo, mayor al 2,8 por ciento de diciembre de 2006. Luego de conocerse estos indicadores, se estima que la economía podría estar creciendo en una forma demasiado acelerada, aunque dicha situación se centraría en algunos sectores (acero, aluminio e inmobiliario).

Ello llevó a que la autoridad monetaria china eleve su encaje cinco veces durante este año, desde 9,0 por ciento en diciembre de 2006 a 11,5 en mayo de 2007; y aumente su tasa de interés de préstamos a un año en dos ocasiones en 2007 y cuatro veces desde abril de 2006. En este año la tasa pasó de 6,12 por ciento en diciembre de 2006 a 6,57 por ciento en mayo. Asimismo, el banco central elevó, por primera vez en el año, la tasa de interés pasiva a un año

en 27 pbs, pasando de 2,79 a 3,06 por ciento. Respecto a su moneda, el Banco Central de China amplió su banda de flotación para permitir una mayor apreciación del yuan frente al dólar.

36. En **América Latina**, el dinamismo de la actividad económica continuó durante los primeros meses de 2007. Los indicadores del primer trimestre muestran una evolución favorable continuando con la tendencia observada en el año 2006, año en que se registró el cuarto año de crecimiento continuo sustentado en el fuerte incremento de la demanda interna.

Asimismo, la región siguió siendo favorecida por el contexto externo de elevados precios de las materias primas y abundante liquidez internacional.

El crecimiento registrado de 5,5 por ciento en 2006 y la evolución de los indicadores de actividad en lo que va del año, han llevado a una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento, de 4,8 a 5,1 por ciento para el año 2007 y de 4,2 a 4,4 por ciento en 2008; mientras que para el año 2009 se estima un crecimiento de 3,9 por ciento.

Cabe mencionar que este mayor dinamismo económico ha venido acompañado, en la mayoría de los casos, de una mejora sustancial en el resto de las variables macroeconómicas importantes como la inflación, las finanzas públicas y la balanza de pagos.

Cuadro 17

PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA ^{1/}

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

1/ Fuente Consensus Forecast.

*Proyección.

Cuadro 18

INDICADORES ECONÓMICOS DE LOS PRINCIPALES SOCIOS DE LA REGIÓN

	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
Cuenta Corriente (% PBI)						
Argentina	6,2	2,3	3,1	3,9	2,8	1,9
Brasil	0,8	1,8	1,6	1,3	0,8	0,2
Chile	-1,1	2,2	1,1	4,0	2,3	0,5
Colombia	-1,2	-0,9	-1,5	-2,1	-2,2	-2,4
México	-1,4	-1,0	-0,6	-0,2	-1,2	-1,4
Venezuela	14,1	13,8	17,6	15,1	7,4	4,7
Resultado Económico del Sector Público (% del PBI)						
Argentina	0,5	2,6	1,8	1,8	1,3	1,2
Brasil	-3,6	-2,5	-3,1	-3,2	-2,2	-1,8
Chile	-0,4	2,2	4,8	7,8	5,9	3,4
México	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1
Venezuela	-4,4	-1,9	1,7	-0,9	-4,1	-4,8
Reservas Internacionales (miles de millones de US\$) sin oro y DEGs, fin de período						
Argentina	13,1	18,0	22,7	30,4	42,5	49,3
Brasil	49,1	52,7	53,5	85,6	127,3	145,7
Chile	15,2	15,5	16,7	19,2	18,8	19,0
Colombia	10,2	12,8	14,2	14,7	17,2	17,6
México	57,7	62,8	73,0	75,4	73,7	75,9
Venezuela	15,5	17,9	23,5	28,9	30,6	28,7
Deuda Externa de Largo Plazo (% PBI)						
Argentina	98,4	83,4	64,6	57,0	45,4	36,1
Brasil	33,2	25,9	16,8	13,9	10,6	8,3
Chile	48,4	37,9	25,9	23,0	19,0	15,0
Colombia	42,1	33,0	23,6	21,5	16,2	13,3
México	20,7	19,0	14,6	13,4	10,6	8,9
Venezuela	36,5	27,8	20,7	16,5	12,6	9,8
Servicio Anual de Deuda de Largo Plazo (% de reservas)						
Argentina	56,8	33,7	81,2	60,8	41,6	36,8
Brasil	89,8	87,6	82,0	51,3	27,8	22,0
Chile	51,7	60,7	45,4	39,5	29,3	29,8
Colombia	83,4	58,8	42,5	41,2	35,7	32,3
México	72,4	81,0	40,8	39,5	36,8	25,2
Venezuela	56,3	36,5	25,1	20,3	15,7	16,9

Fuente: Latin American Consensus Forecast, abril 16, 2007.

* Proyección.

Evolución del dólar en los mercados internacionales

El dólar continuó su tendencia depreciatoria durante los primeros meses de 2007. El dólar sigue presionado por la reducción esperada en el diferencial de tasas, ante la expectativa de que el Banco Central de Europa y el Banco de Inglaterra eleven sus tasas en el transcurso de 2007. Este menor diferencial, sumado al mantenimiento de los desequilibrios externos de Estados Unidos, hacen prever que el dólar se deprecie frente a las principales monedas aunque no se espera una corrección brusca de estos desequilibrios en el corto plazo.

Gráfico 27
EL DÓLAR FRENTE A LAS PRINCIPALES DIVISAS

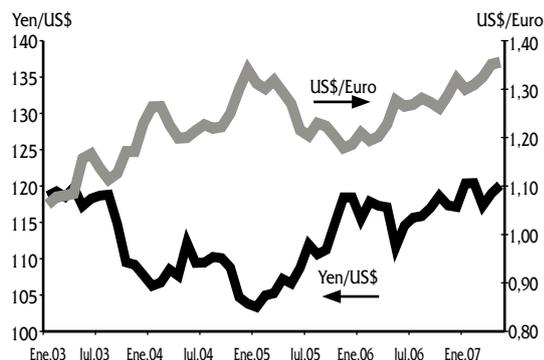
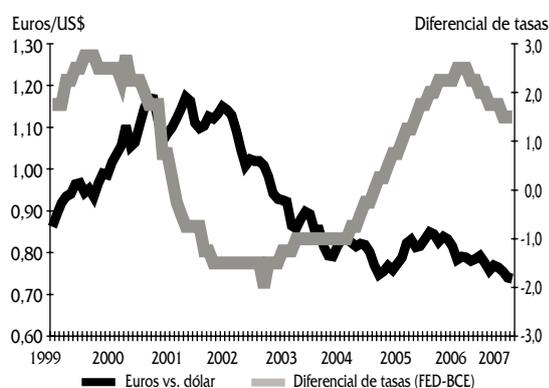


Gráfico 28
COTIZACIÓN DEL DÓLAR (EUROS POR US\$) Y DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



37. Durante los primeros meses del año 2007, el **dólar** continuó con su tendencia depreciatoria. La reducción del diferencial de tasas entre las economías de Estados Unidos y el resto del mundo y las expectativas de una mayor reducción, ante la posibilidad de recortes de la tasa de la FED y alzas esperadas en Eurozona y Reino Unido, influyeron en la depreciación del dólar con respecto al euro y otras monedas fuertes como la libra. El dólar alcanzó un mínimo histórico frente al euro el 27 de abril (US\$ 1,3653 por euro) y uno frente a la libra el 18 de abril (US\$ 2,0082 por libra). A ello se sumaría una eventual recomposición de los portafolios de los bancos centrales a favor del euro.

Con respecto al yen, el dólar ha registrado una alta volatilidad a pesar del ajuste en la tasa de interés por parte del Banco de Japón (a 0,5 por ciento en febrero). La dinámica del yen en los últimos meses se ha visto significativamente influenciada por las operaciones especulativas entre monedas.

38. Se proyecta una depreciación moderada en 2007 y una apreciación en 2008 del dólar respecto al euro. Mientras que respecto al yen y al yuan se espera que el dólar se debilite como resultado de la paulatina reversión de las operaciones especulativas (*carry trade*) en el primer caso y por el elevado superávit de cuenta corriente de China en el segundo caso.

Estos eventos reflejarían un ajuste ordenado de los desequilibrios externos. Cabe señalar que, a pesar de la evolución del dólar, se mantienen los desequilibrios externos de Estados Unidos, donde el elevado déficit de cuenta corriente (6,5 por ciento del PBI en 2006) continúa siendo financiado por la compra de activos en dólar, por parte de extranjeros donde destacan la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales de China y los países exportadores de petróleo.

Deuda de economías emergentes

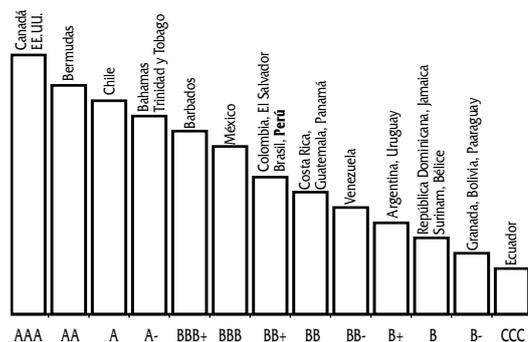
Los spreads de las economías emergentes continuaron su tendencia a la baja e inclusive alcanzaron nuevos mínimos históricos en mayo. Esta evolución se explicaría por el mantenimiento de altos precios de las materias primas, las mejoras en los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes, la aún abundante liquidez internacional, y la expectativa de relativa estabilidad de la tasa de la FED.

39. Los *spreads* de los títulos de economías emergentes mostraron, en términos generales, una acentuada tendencia a la baja. Esta caída sólo fue interrumpida brevemente por la turbulencia producida entre fines de febrero y comienzos de marzo de

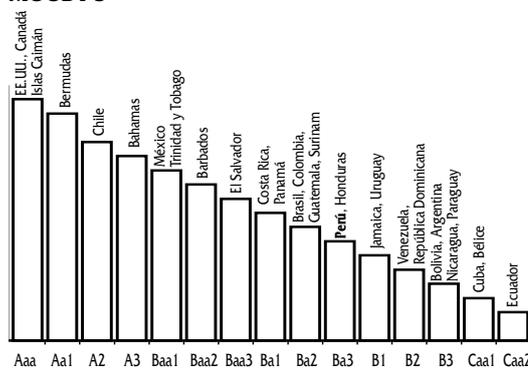
2007 que afectó de manera temporal algunos *spreads*. Sin embargo, en los meses posteriores, los *spreads* retomaron su tendencia a la baja.

El *spread* del EMBI+ registró mínimo el 23 de abril (149 pbs), el de Perú el 23 de mayo (100 pbs); mientras que el de Brasil registró mínimo el 22 de mayo (139 pbs) y el de Colombia el 31 de mayo (117 pbs).

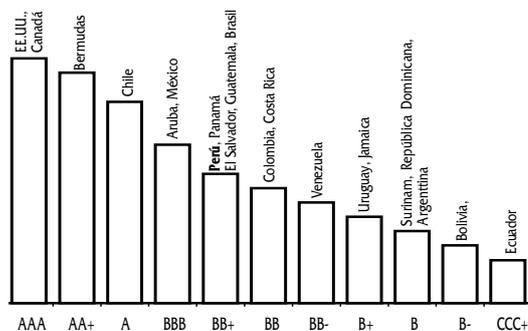
Gráfico 29
STANDARD AND POOR'S



MOODY'S



FITCH



Cuadro 19

SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES (EMBI+)*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007**	Var. en pbs 2007 - 2006
Economías Emergentes	765	418	356	245	169	153	-16
América Latina	1 007	521	420	283	186	168	-18
Brasil	1 446	463	382	311	192	142	-50
Colombia	645	431	332	238	161	117	-44
México	331	199	166	126	98	75	-23
Argentina	6 391	5 632	4 703	504	216	277	61
Perú ^{1/}	610	312	220	206	118	103	-15

* Datos a fin de periodo.

** Datos al 31 de mayo de 2007.

^{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.

40. En la evolución favorable de los *spreads* influyó la mejora de los fundamentos en la mayoría de economías (incremento en las reservas internacionales, reperfilamiento y reducción de deuda, entre otros) lo cual, a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias.

Standard & Poor's incrementó la calificación de nueve economías emergentes, entre ellas Brasil y Colombia (que se ubicaron un nivel por debajo del grado de inversión), e India. En lo que va del año, **Moody's** mejoró la calificación de riesgo de República Dominicana y de Belice. **Fitch** elevó la calificación de Polonia y Brasil.

Nota: Standard & Poor's elevó la calificación de Perú de BB a BB+ en noviembre de 2006. Fitch la elevó de BB a BB+ en agosto de 2006.

RECUADRO 4

CARRY TRADE Y VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

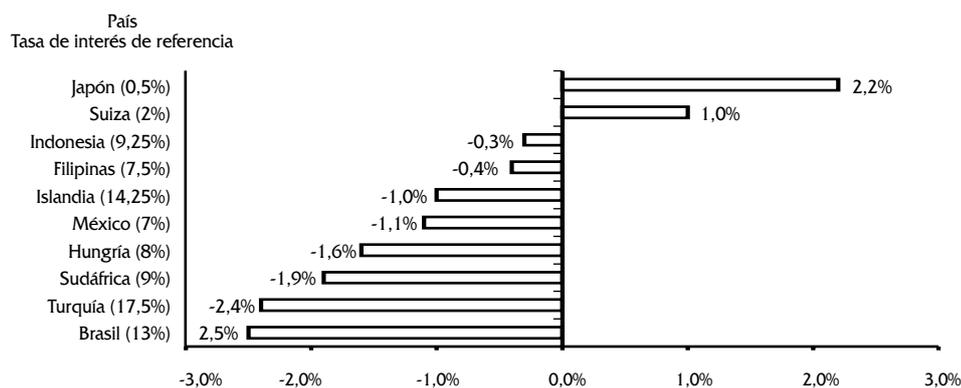
Las operaciones de *carry trade* u operaciones especulativas entre monedas se definen como una estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja, convierte esos fondos a una moneda con tasa de interés alta y otorga un crédito en dicha moneda. Las operaciones *carry trade* se han incrementado considerablemente en 2006, fruto de una reducción en la aversión al riesgo y un alto nivel de liquidez internacional, en un contexto de elevados diferenciales de tasas de interés entre países.

Las principales monedas de fondeo han sido el yen japonés y el franco suizo, por sus bajas tasas de interés, mientras que las monedas objetivo (de alto rendimiento) son tanto de países desarrollados (Estados Unidos, Eurozona, Reino Unido, entre otros) como de países emergentes (Islandia, Brasil, Tailandia, Indonesia, Sudáfrica, entre otros). Estas operaciones estarían detrás de la depreciación del yen y la apreciación de monedas emergentes, algunas de ellas con elevados déficit de cuenta corriente.

En febrero de 2007 se registró un nuevo episodio de incremento súbito en la aversión al riesgo de los inversionistas que se reflejó en la volatilidad de los mercados financieros, aunque fue más breve, de menor magnitud y con monedas distintas, en comparación con el de mayo-junio de 2006, cuando los países con mayor debilidad en las cuentas externas sufrieron las mayores presiones.

Este evento de volatilidad se dio luego de la caída de la bolsa de China en 8,8 por ciento, generada por la expectativa de regulaciones para controlar operaciones ilegales y ante preocupaciones sobre el sector *subprime* de hipotecas en Estados Unidos y la desaceleración de la economía norteamericana. En esta oportunidad, la reversión de operaciones de *carry trade* fortaleció al yen y al franco y debilitó a aquellas monedas de economías que registran mayores tasas de interés (Indonesia, Filipinas, Islandia, México, Hungría, Sudáfrica, Turquía y Brasil).

VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO (Febrero 26-28)



No existe consenso sobre el monto asociado a las operaciones especulativas entre monedas. Así, dentro de los estimados conservadores se encuentra el de John Dizard (*Financial Times*) quien sostiene que el *carry trade* del yen alcanzaría entre US\$ 20 y US\$ 40 mil millones, mientras que el Viceministro de Finanzas de Japón, Hiroshi Watanabe, lo estima entre US\$ 85 y US\$ 170 mil millones. Dentro de los estimados que otorgan mayor importancia a las operaciones especulativas destaca el de Jesper Koll (*Merril Lynch*), quien utilizando como medida el crédito otorgado a bancos extranjeros en Japón, estima que estas operaciones alcanzarían US\$ 1 billón (de los cuales US\$ 300 mil millones habrían sido generados en 2006).

Términos de intercambio

Luego de aumentar 27 por ciento en el año 2006 (máximo histórico), los términos de intercambio desacelerarían su tasa de expansión en 2007 y tendrían una corrección en los años 2008 y 2009. Para el año 2007, los términos de intercambio se incrementarían 1,9 por ciento, por la evolución más favorable de las cotizaciones de los metales respecto a lo esperado a inicios de año, ante los bajos inventarios de cobre, plomo y estaño principalmente.

Se proyecta que los términos de intercambio se reducirían 8 por ciento en el año 2008 y 5 por ciento en 2009, por menores precios de los minerales. Se presume que se mantendría la alta volatilidad en el precio de los commodities, con un sesgo al alza en el caso de los precios de petróleo.

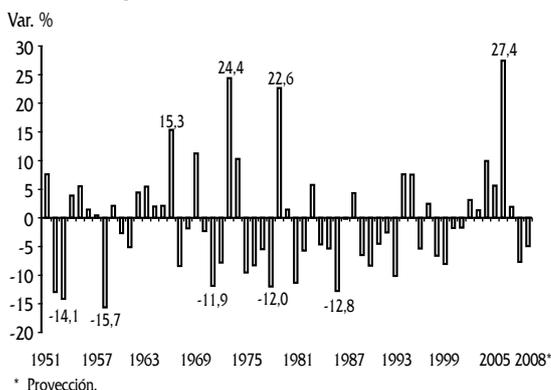
41. Luego de alcanzar un récord histórico de 27 por ciento en promedio en 2006, los términos de intercambio registrarían una nueva mejora por sexto año consecutivo con una tasa de crecimiento promedio de 1,9 por ciento en 2007. Los bajos niveles de inventarios de los metales básicos, la incertidumbre geopolítica en el medio oriente, la posibilidad de una desaceleración económica mundial mayor a la prevista se encuentran entre los principales factores que podrían modificar la proyección.

42. Los términos de intercambio aumentaron 5,1 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007 debido principalmente al alza de los precios de las exportaciones mineras en 7,6 por ciento. Este incremento contrasta con la caída que se proyectó en el Reporte de enero de 10,4 por ciento para el mismo periodo.

43. Las cotizaciones de los principales minerales que exporta Perú (oro, cobre, estaño, plomo, petróleo) se han incrementado, luego de las correcciones significativas que tuvieron hacia fines del año 2006 e inicios de 2007. Con ello, los precios de la mayoría de los minerales han superado considerablemente las proyecciones iniciales. Por el contrario, el precio del zinc fue el único que registró caídas significativas durante el primer trimestre del año, luego de alcanzar niveles récord históricos en noviembre y diciembre del año pasado. Sin embargo, se espera que los precios de algunos de estos productos se reviertan parcialmente en lo que resta del año, en especial el precio del cobre.

44. Para 2008, los términos de intercambio se reducirían 7,7 por ciento debido básicamente a la caída de los precios de los minerales en 9,0 por ciento y a la menor alza en el precio de los alimentos (5,3 por ciento). Esta tendencia seguiría en 2009, registrándose una disminución en los términos de 4,9 por ciento.

Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)



Cuadro 20**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**

(Variación porcentual anual)

	2005	2006	2007*		2008*		2009*
			RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
Términos de intercambio	5,6	27,4	-3,7	1,9	-6,3	-7,7	-4,9
1. Índice de precios de exportación	16,8	36,9	-1,6	6,5	-3,7	-4,6	-2,6
del cual:							
- Oro (US\$ / Oz.Tr.)	445	605	637	666	661	680	697
- Cobre (US\$ / Lb)	1,67	3,05	2,57	2,98	2,32	2,65	2,48
- Zinc (US\$ / Lb)	0,63	1,49	1,65	1,61	1,31	1,32	1,10
- Harina de Pescado (US\$ / TM)	686	1 080	1 074	1 157	1 062	1 052	1 036
2. Índice de precios de importación	10,6	7,4	2,2	4,5	2,8	3,4	2,4
del cual:							
- Petróleo (US\$ / barril)	57	66	62	63	65	67	67
- Trigo (US\$ / TM)	130	169	183	179	175	185	182

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

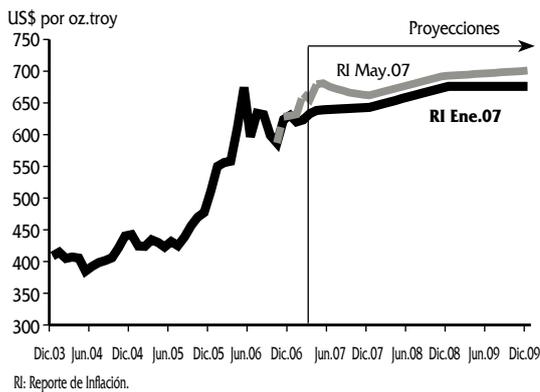
Oro

45. La cotización del oro se ha incrementado 6,9 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007, alcanzando un nivel de US\$ 673 por onza troy. Estos desarrollos son consistentes con las expectativas del mercado que, en términos generales, esperan para el año 2007 una recuperación en la cotización. Las principales causas que afectaron positivamente el precio del oro fueron:

- a. *Cobertura ante el debilitamiento del dólar.* La depreciación del dólar (en un contexto de elevado déficit de cuenta corriente de Estados Unidos y de menor diferencial en las tasas de interés), han incentivado la demanda de oro como activo de reserva.
- b. *Cobertura ante el alza del precio del petróleo.* El incremento del precio del petróleo genera temores inflacionarios; por ello la cotización del oro ha fluctuado históricamente de acuerdo con los cambios en el precio del petróleo. En los primeros cuatro meses del año, el precio del petróleo se ha elevado 3,1 por ciento mientras que la cotización del oro subió 7,9 por ciento.
- c. *Incertidumbre geopolítica mundial.* En el periodo enero-mayo se registraron tensiones geopolíticas en Medio Oriente, particularmente luego de que las Naciones Unidas impusieran nuevas sanciones a Irán por su programa nuclear.

- d. *Menor producción mundial.* Un estudio de la consultora Gold Field Mineral Service (GFMS), compañía de investigación y consultoría, estima que la oferta de oro caerá en 2007, aunque a una tasa menor que la registrada en 2006.
- e. *Interés por parte de inversionistas en el mercado de commodities.* La característica del metal precioso de ser considerado como un activo subyacente a diversos instrumentos financieros ha provocado el aumento del interés de inversionistas, que buscan rentabilizar sus fondos. Bloomberg reportó que las posiciones largas netas¹¹ en contratos especulativos se incrementaron hasta un máximo en el año de 142 mil el 27 de febrero, lo que representó un monto máximo desde el 24 de enero de 2006. Posterior a esa fecha, las posiciones largas netas especulativas disminuyeron ligeramente como consecuencia de la turbulencia financiera a raíz de la caída en la bolsa de Shanghai. A partir de abril estas posiciones se han venido recuperando.

Gráfico 31
PRECIO DEL ORO: PROYECCIÓN



46. Para 2007 las perspectivas del precio son favorables. A pesar de la volatilidad, se espera un precio promedio del oro de US\$ 665 por onza troy en 2007, lo que supone un incremento respecto a la proyección del Reporte de Inflación de enero (US\$ 637 por onza troy). Para los años 2008 y 2009, se estima que la cotización se eleve a US\$ 680 por onza troy y a US\$ 697 por onza troy.

Sin embargo, factores como las ventas de bancos centrales en Europa podrían reducir esta proyección. Reportes recientes confirman que los bancos centrales de Europa han incrementado sus ventas desde la semana que finalizó el 16 de marzo. Dos bancos centrales europeos disminuyeron sus activos en oro en 195 millones de euros (US\$ 265 millones), lo que representaría ventas de alrededor de 12,3 toneladas en la semana que finalizó el 27 de abril.

Cobre

47. La cotización del cobre se elevó 17,4 por ciento entre diciembre de 2006 y mayo de 2007. Sin embargo, mostró comportamientos diferenciados. Entre enero y la primera semana de febrero, la cotización mostró una tendencia a la baja alcanzando un nivel mínimo el 8 de febrero (US\$ 2,37 por libra). Si bien se esperaba una corrección en los precios, esta disminución fue mayor a la inicialmente prevista.

Posteriormente, la cotización retomó una tendencia al alza, alcanzando el 4 de mayo un nivel de US\$ 3,73 por libra, la mayor desde el 12 de julio de 2006.

11 Un inversionista adopta una posición larga, cuando compra contratos de futuros.

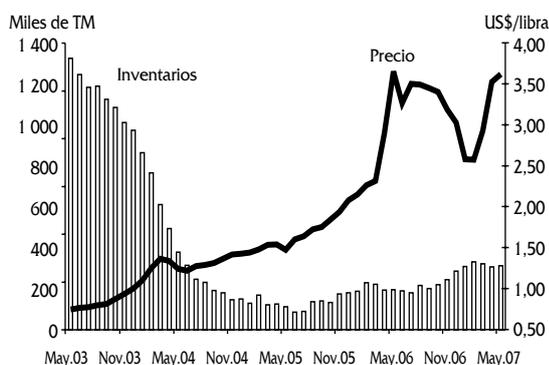
48. Entre las principales causas de esta tendencia al alza en el precio *spot* del cobre destaca el crecimiento de la demanda por encima de lo inicialmente esperado. Actualmente, existe cierto consenso de que la demanda se mantendría en niveles elevados durante este año, lo cual se fundamenta en algunos hechos recientes.

- a. *Mayor demanda de China durante el primer trimestre.* Las importaciones de cobre sin labrar y productos de cobre de China ascendieron a 777 mil TM en el primer trimestre del año, 58 por ciento mayores a las de igual periodo del año 2006.

El cobre refinado muestra similar tendencia. China importó en neto 478,4 mil TM en el primer trimestre del año, más del doble de las importaciones netas de 129,5 mil T.M. de similar periodo del año anterior.

- b. *Problemas de oferta.* Durante los primeros cuatro meses del año se dieron varios choques de oferta que afectaron la cotización (i) La huelga en la mina Grasberg en Indonesia (la segunda mina más grande del mundo) (ii) La reprogramación de los despachos del metal por parte la empresa Xstrata (el cuarto proveedor mundial de cobre), (iii) La huelga minera en el Perú realizada entre el 30 de abril y el 4 de mayo, a lo que se sumó la huelga de trabajadores de Doe Run (iv) Los temores de menor oferta luego de que Zambia, el mayor productor africano de cobre, anunciara que su producción disminuyó 14,3 por ciento anual en enero por problemas de interrupción parcial de operaciones (las huelgas en las minas Luanshya y Mopani); y (v) los temores de huelga en la mina Chuquicamata en Chile, que en 2006 representó el 38 por ciento de la producción total de Codelco.

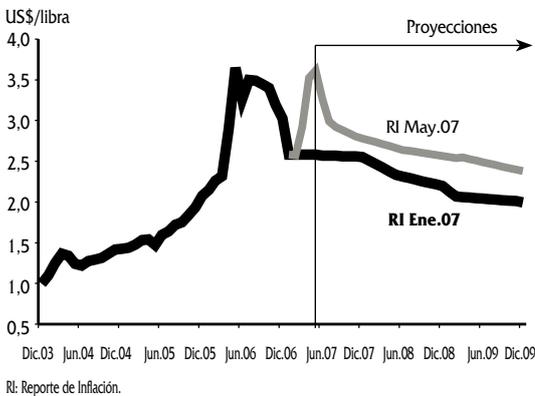
Gráfico 32
INVENTARIOS Y PRECIO DEL COBRE



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

- c. *Bajos inventarios.* Si bien los inventarios globales de las principales bolsas del mundo se han venido recuperando, éstos sólo garantizan 5 días de consumo mundial, muy lejos aún de los 41 días de consumo global que se podían cubrir a inicios de 2003.
- d. *Mayor participación de inversionistas.* Las posiciones cortas netas de los inversionistas que especulan con el precio del cobre vienen disminuyendo desde el 6 de febrero, lo cual implica menores apuestas a que el precio de este metal básico se va a corregir en el corto plazo y que más bien el alza en el precio del cobre refleja factores fundamentales.

Gráfico 33
PRECIO DEL COBRE: PROYECCIÓN



49. Las perspectivas del precio del metal rojo es de una paulatina y moderada disminución. La cotización promedio, que para 2006 fue de US\$ 3,05 por libra, se reduciría en 2007 a US\$ 2,98 por libra. Esta proyección se corrigió al alza respecto al US\$ 2,57 por libra proyectado en el Reporte de enero, tomando en cuenta los precios ya ejecutados; sin embargo, aún es conservadora respecto a las proyecciones del mercado.

La cotización de este metal continuaría reduciéndose y alcanzaría un precio promedio de US\$ 2,65 por libra en el año 2008 y US\$ 2,48 por libra en 2009.

50. Esta corrección a la baja esperada en los precios asume que, a pesar de las perspectivas de mayor demanda por parte de China, el alza reciente en los precios podría reflejar cierta sobre-reacción del mercado. Ello se vincula con la desaceleración de la economía de Estados Unidos (que representa el 13 por ciento de la demanda mundial), la recuperación de la producción mundial y la posible moderación de la demanda de China.

Sin embargo, el actual balance de oferta y demanda es aún muy estrecho, por lo que cualquier interrupción en la producción tendría un efecto directo en el precio, considerando que los inventarios aún se encuentran en niveles bajos.

Zinc

51. La cotización del zinc disminuyó 11,3 por ciento en los cuatro primeros meses del año, pasando de US\$ 2,00 por libra en diciembre de 2006 a US\$ 1,77 por libra en mayo de 2007. Luego de alcanzar un máximo histórico el 24 de noviembre (US\$ 2,10 por libra), la cotización del zinc se redujo hasta un mínimo US\$ 1,38 por libra el 8 de febrero de 2007, para recuperarse a partir de dicha fecha. Esta evolución fue en contra de las perspectivas del mercado ya que se consideraban que el zinc enfrentaba un balance de oferta-demanda bastante estrecho y que el precio continuaría subiendo.

52. Entre las principales causas que explicarían esta reducción no prevista en el precio *spot* están:

- a. *La mayor producción de refinados de China.* La producción china de zinc refinado aumentó 22 por ciento en los primeros dos meses de 2007, frente al 15 por ciento del mismo periodo de 2006. Esta mayor producción se debería en parte a la inclusión de los residuos de mineral en el proceso productivo, lo que habría elevado la producción de zinc de China en alrededor de 100 mil TM. el año 2006.
- b. *Las exportaciones chinas de refinado de zinc.* China ha sido un importador neto de zinc en los últimos años. Sin embargo, en los últimos cuatro meses ha pasado a ser un exportador neto, por lo que a pesar que en un principio

Gráfico 34
INVENTARIOS Y PRECIO DEL ZINC

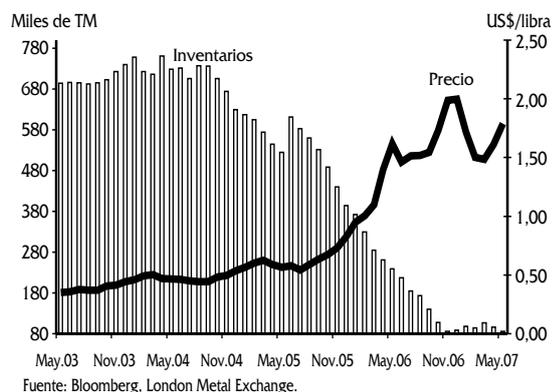
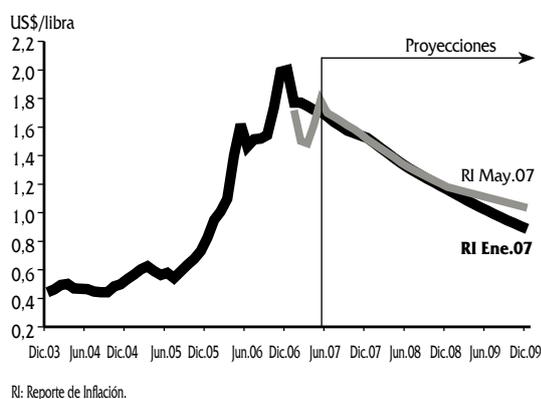


Gráfico 35
PRECIO DEL ZINC: PROYECCIÓN



se asumió como un evento temporal, se ha comenzado a especular que existen factores fundamentales detrás de este comportamiento.

- c. *La ligera recuperación de los inventarios.* Luego de caer 3 años seguidos, los inventarios de zinc de la *London Metal Exchange (LME)* aumentaron 24 por ciento al 26 de marzo. Sin embargo, a partir de dicha fecha disminuyeron a niveles de inicios de año, con lo que aún representan alrededor de 3 días de consumo global, comparados con los 18 días de consumo global a inicios del 2002.

53. A pesar de la caída de las cotizaciones del zinc en los primeros meses del año, las perspectivas de precios indican que el mercado mundial cerraría el 2007 con un déficit de oferta por cuarto año consecutivo. Ello debido a que se espera que el consumo de zinc se mantenga fuerte en el mediano y largo plazo, ante el incremento en la demanda de los países en desarrollo (en particular, se espera que China revierta sus exportaciones de zinc en el segundo semestre).

El precio de este metal debería subir en el largo plazo, basado en la escasa inversión en el sector, lo cual hace que la cotización sea muy sensible a temores de posibles interrupciones en la oferta. Por ello, se espera que la cotización promedio del zinc aumente de US\$ 1,49 por libra en 2006 a US\$ 1,61 por libra en 2007. Se ha revisado con ello a la baja la proyección del precio promedio del zinc para el año 2007, desde el nivel de US\$ 1,65 por libra proyectado en el Reporte de Inflación de enero. Ello debido a la inesperada caída de la cotización *spot* del zinc en el primer trimestre del año.

Cuadro 21

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

	2005	2006	2007*
Oro			
- Oferta	4 024	3 529	808
- Demanda	3 729	3 380	827
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>296</u>	<u>149</u>	<u>-19</u>
Cobre			
- Oferta	11 698	12 480	12 573
- Demanda	11 736	12 140	12 462
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-38</u>	<u>340</u>	<u>111</u>
Inventarios	451	791	902
Semanas de Consumo	2,0	3,4	3,8
Zinc			
- Oferta	7 015	7 239	7 626
- Demanda	7 316	7 523	7 745
<u>Brecha (Oferta - Demanda)</u>	<u>-301</u>	<u>-284</u>	<u>-119</u>
Inventarios	811	527	408
Semanas de Consumo	6,0	3,7	2,8

* Proyección. Para el caso del Oro, datos del período enero-marzo de 2007.

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

Petróleo

54. La cotización del petróleo se elevó 2,0 por ciento entre diciembre de 2006 y enero de 2007. Sin embargo, tuvo una evolución diferenciada. Luego de reducirse hasta US\$ 50,5 por barril el 18 de enero, la cotización del petróleo se elevó hasta alcanzar un máximo en el año de US\$ 66,5 por barril el 27 de abril. Las principales causas de esta alza en la cotización del petróleo fueron:

- a. *Tensiones geopolíticas.* Sanciones económicas a Irán por la negativa de suspender su programa nuclear.
- b. *Restricciones de oferta.* La Agencia Internacional de Energía informó que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) redujo su oferta a 30 millones de barriles diarios en marzo, el menor nivel desde enero de 2005.

Asimismo, aumentaron los temores sobre posibles recortes en el suministro de África por ataques terroristas y derrames en distintos países.

- c. *Inventarios de gasolina en Estados Unidos.* En un contexto de restricciones de oferta de crudo, la proximidad de la temporada de mayor demanda de gasolina en Estados Unidos (“*driving season*”) generó preocupación por los escasos inventarios de este producto. Estos cayeron 15 por ciento en 12 semanas consecutivas, de 227 a 193 millones de barriles entre el 2 de febrero y el 27 de abril.
- d. *Mayor participación de inversionistas en el mercado energético.* Inversionistas continuaron incrementando su participación en el mercado de petróleo. El mercado de futuros muestra que los fondos especulativos pasaron de registrar posiciones cortas netas durante las primeras 6 semanas del año 2007, a obtener posiciones largas netas cada vez mayores a partir de la semana que finalizó el 20 de febrero

Gráfico 36
PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN LOS ESTADOS UNIDOS

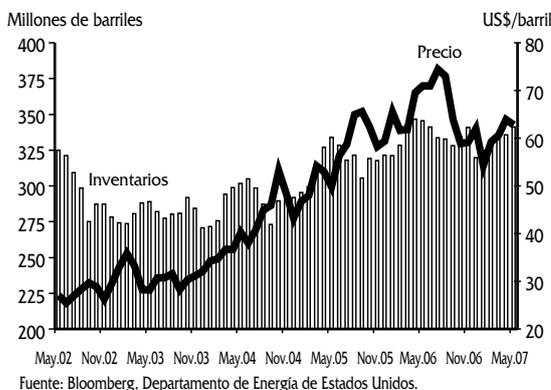
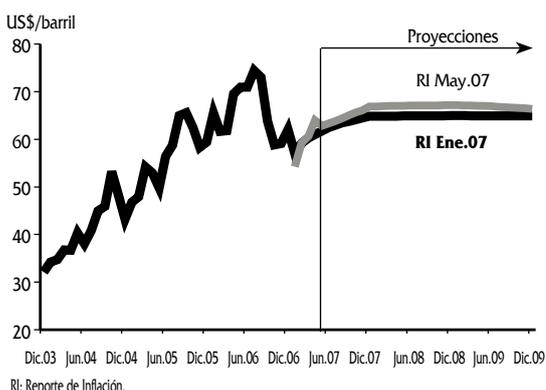


Gráfico 37
PRECIO DEL PETRÓLEO: PROYECCIÓN



55. Las perspectivas de la cotización del petróleo para este año se mantienen a pesar de la volatilidad observada durante los primeros cuatro meses del año. La proyección del precio promedio para 2007 se elevó a US\$ 63 por barril (US\$ 62 por barril en el Reporte anterior) mientras que la cotización promedio del petróleo aumentaría a US\$ 67 por barril en 2008 (US\$ 65 por barril en el Reporte anterior).

Estas perspectivas se basan en el hecho de que los fundamentos de este mercado no han cambiado drásticamente. El precio

del petróleo se sustenta en el déficit de oferta que se espera para los próximos dos años, lo que hace que el precio sea vulnerable a los riesgos geopolíticos que otorgan cierto soporte a los altos precios proyectados. A ello se suma la incertidumbre sobre la temporada de huracanes.

Harina de pescado

56. Luego del incremento en la cotización promedio de 2006 (58 por ciento), la cotización de la harina de pescado se ha incrementado 14 por ciento en lo que va del año, pasando de US\$ 1 100 TM en diciembre de 2006 a US\$ 1 255 TM en abril de 2007.

Este incremento se explica por menor oferta y mayor demanda. Por el lado de la oferta, Perú, uno de los principales productores y exportadores, ha registrado reducciones en la producción debido principalmente a la menor disponibilidad del recurso marino. Entre los factores de demanda destaca el mayor consumo de China (principal importador), y de otras economías como Japón y Alemania.

Para 2007 se estima una desaceleración en el crecimiento de los precios, estimándose un incremento promedio de 7 por ciento, en un contexto de paulatina normalización en las condiciones de oferta. Las condiciones de demanda se mantendrían al igual que en el mercado de soya, que constituye uno de los principales sustitutos. A partir de 2008, los precios de la harina de pescado se reducirían, estimándose una caída de 9 por ciento en 2008.

Maíz

57. En lo que va del año, la cotización del maíz se ha reducido 4 por ciento, pasando de US\$ 138 a US\$ 133 TM entre diciembre de 2006 y abril de 2007.

La evolución del precio del maíz se explica básicamente por el mercado de Estados Unidos (el mayor productor, consumidor y exportador). Las perspectivas favorables para la presente campaña en Estados Unidos (ciclo 2006/07) han afectado la cotización internacional; sin embargo, la cotización ha comenzado a elevarse desde mayo, en respuesta a las perspectivas para el resto del año.

Si bien la mayor demanda por etanol ha conllevado a una mayor aérea sembrada en Estados Unidos, el Departamento de Agricultura de dicho país estima que los efectos en la producción mundial recién se observarían el siguiente ciclo (2007/08). Así, el balance de oferta y demanda mundial de maíz

del Departamento de Agricultura de Estados Unidos estima que la producción mundial se habría incrementado en el ciclo 2006/07 por la mayor producción de Argentina, Brasil, México y China; y estima que se incrementaría significativamente en el ciclo 2007/08, básicamente por la mayor producción de Estados Unidos. Este incremento de la producción mundial vendría acompañado de un fuerte incremento en la demanda mundial para la producción de etanol.

Las perspectivas sobre el precio del maíz son al alza de acuerdo con el mercado de futuros, lo que refleja la prevalencia de las presiones de demanda señaladas. Así, se espera que la cotización promedio del maíz continúe incrementándose, con un alza de 55 por ciento para este año con respecto al promedio de 2006 y de 6 por ciento para el próximo.

Trigo

58. Luego del alza registrada en 2006, en lo que va del año, la cotización promedio del trigo se ha mantenido casi sin variación (US\$ 180 TM en diciembre de 2006 y US\$ 179 TM en abril de 2007).

El mantenimiento de los altos precios obedece a los bajos inventarios, asociado con la menor producción y el mayor consumo. De acuerdo al balance de oferta y demanda mundial de trigo se estima que la producción mundial de este grano en el ciclo 2006/07 (afectada por problemas climáticos), habría sido la menor desde 1994; y que la recuperación en la producción en el ciclo 2007/08, en particular en Australia, Brasil, India y Estados Unidos, se ubicaría en niveles aún por debajo de los del ciclo 2004/05.

Además, la mayor producción del ciclo 2007/08 se compensaría con el mayor consumo mundial. El incentivo a la producción de etanol en Estados Unidos y el mayor uso de maíz para ello, está dando un mayor espacio al trigo como fuente de alimentación animal. Con ello, se estima que los inventarios finales de la campaña 2007/08 descenderían a su nivel más bajo no observados desde 1981/82.

De acuerdo con el mercado de futuros, las perspectivas sobre el precio del trigo están al alza, esperándose que la cotización del trigo se incremente 6 por ciento en 2007 y 3 por ciento en 2008.

Harina de soya

59. Luego del descenso de 6 por ciento en la cotización promedio de 2006, en lo que va del año, la cotización promedio de la

harina de soya se ha incrementado 5 por ciento, de US\$ 201 TM en diciembre de 2006 a US\$ 212 TM en abril de 2007.

En general, el fuerte incremento del maíz ha impulsado la cotización del resto de granos, ya que el mayor cultivo de maíz en Estados Unidos se ha dado a expensas del cultivo de soya, grano del que se elabora la harina de soya. Sin embargo, la mayor producción de los países del sur (en particular en Brasil y Argentina) estaría influyendo en el incremento de la producción del ciclo 2006/07. Por su parte, los principales consumidores (China, Latinoamérica, el Norte de África, el Medio Oriente, el Sur y Sudeste de Asia) seguirían generando las presiones sobre los precios.

La producción mundial de este producto habría crecido de manera consistente con el incremento en la demanda aunque se observaría un ligero incremento de los inventarios del presente ciclo (2006/07). Para el ciclo 2007/08, se estima una reducción de la producción básicamente por la menor área cultivada del grano en Estados Unidos.

Respecto a las perspectivas, el precio de la harina de soya aumentaría 9 por ciento en 2007 y 4 por ciento en 2008, de acuerdo con la información del mercado de futuros.

Cuadro 22

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE ALIMENTOS

(Millones de TM)

	2004/05	2005/06	2006/07*	2007/08*
MAÍZ				
Producción Mundial	713	696	698	767
Inventarios Iniciales	104	131	122	93
Oferta Total	894	905	903	942
Consumo Mundial	685	704	727	769
Demanda Mundial	763	785	814	853
Inventarios Finales	131	122	93	90
TRIGO				
Producción Mundial	629	622	594	617
Inventarios Iniciales	133	151	149	120
Oferta Total	871	883	850	845
Consumo Mundial	610	624	622	624
Demanda Mundial	721	740	730	734
Inventarios Finales	151	149	120	113

* Proyección.

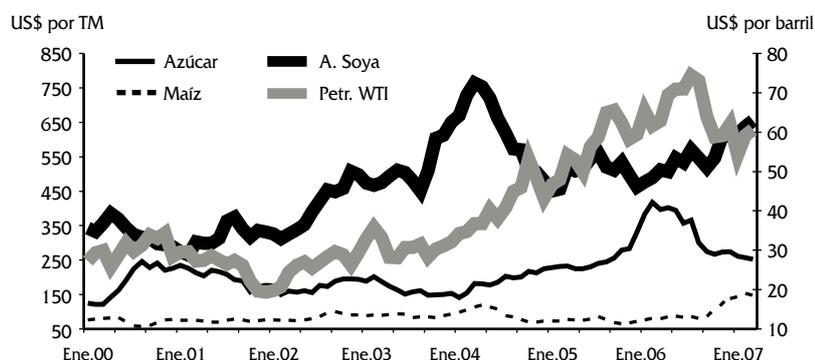
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

RECUADRO 5

BIOCOMBUSTIBLES: DESARROLLOS RECIENTES

El significativo incremento del precio del petróleo en los últimos años así como la mayor preocupación por temas medio ambientales han ido de la mano de un renovado y creciente interés por el uso de los biocombustibles (combustible que se deriva de cualquier recurso biológico o biomasa renovable), que ha llevado también a un incremento significativo de los precios de sus materias primas (maíz, azúcar y soya, principalmente).

COTIZACIONES



La producción de biocombustibles se concentra en Estados Unidos, Europa, sudeste asiático, China y Brasil. Los biocombustibles más comunes son el etanol de maíz (Estados Unidos) y de caña de azúcar (Brasil) y biodiesel de soya (Estados Unidos) y canola (Europa). La producción mundial de etanol ha pasado de 4 mil millones de galones a 10 mil millones de 1990 a 2006 (más de 250 por ciento), principalmente por la mayor producción de Estados Unidos y Brasil (ambos representan el 70 por ciento de la producción mundial). La producción mundial de biodiesel pasó de un nivel casi nulo en 1990 a más de 1 000 millones de galones en 2006. Europa explica el 90 de la producción mundial.

En Estados Unidos el objetivo de consumo de biocombustibles aumentará de 5 a 35 mil millones de galones entre 2007 y 2017 mientras que en la Unión Europea el porcentaje de energía proveniente de una fuente renovable se elevará de 2 a 5,75 por ciento en 2010 y a 20 por ciento en 2020. Dadas estas diferentes iniciativas gubernamentales y mientras los precios de petróleo se mantengan elevados, la demanda será creciente, aunque hay aún aspectos controvertidos relacionados al impacto neto sobre el consumo de energía y sobre la agricultura así como el efecto en la seguridad alimentaria de los países pobres.

PRECIOS DE PETRÓLEO PARA VIABILIDAD DE BIOCOMBUSTIBLES (SIN SUBSIDIO)

US\$ 110/barril	Etanol UE
US\$ 80/barril	Biodiesel UE
US\$ 60/barril	Etanol Estados Unidos
US\$ 30-35/barril	Etanol Brasil

Impacto en el Perú

El Perú es importador neto de alimentos básicos. En 2006 se importaron 4,4 mil TM de alimentos básicos por US\$ 860 millones. Por esta característica, el impacto de un alza de los precios de los alimentos básicos implica un efecto negativo en la balanza comercial y en los términos de intercambio.

El aumento de precios ha sido significativo en 2006, particularmente el del azúcar y el del maíz con 54 y 23 por ciento promedio, respectivamente. Ello ha determinado un efecto precio negativo de US\$ 87 millones en 2006 (maíz US\$ 32 millones y azúcar US\$ 35 millones); es decir, la balanza comercial ha sido negativamente afectada en dicho monto.

EFECTO PRECIO DE LAS IMPORTACIONES DE PRINCIPALES ALIMENTOS

(Millones de US\$)

	Valor hipotético ^{1/}	Valor realizado	Efecto precio ^{2/}
PRINCIPALES ALIMENTOS	793	880	87
Trigo	211	224	13
Maíz y/o sorgo	140	172	32
Arroz	15	14	- 1
Azúcar	65	100	35
Soya	295	300	5
Lácteos	48	46	- 2
Carnes	19	24	5

1/ Volúmenes de importación del año 2006 valorizados a precios promedio de 2005.

2/ Diferencia entre el valor realizado y el valor hipotético.

El incremento de 10 por ciento en los precios de los alimentos implica una reducción de 0,6 por ciento en los términos de intercambio, explicando el maíz, trigo y la soya la mitad de dicho efecto.

En relación con la inflación, el importante incremento del precio de los granos del último año no se trasladó íntegramente a la inflación por efecto de sustitución por otras materias primas y la competencia interna, entre otros factores. Sin embargo, de continuar la creciente demanda de biodiesel ello podría tener un impacto mayor en los precios del consumidor. Así, se estima que un incremento de 10 por ciento en los precios internacionales del maíz, trigo y soya y azúcar se tendría un impacto directo en la inflación de 0,7 por ciento si se traslada íntegramente a la estructura de costos del pan, pollo, fideos y azúcar.

En estas estimaciones no están incluidos los efectos indirectos sobre la cadena productiva asociada a la materia prima para biocombustibles (ganado, carnes, cueros, etc.) ni los derivados de la mayor demanda de fertilizantes y sus efectos sobre los costos de producción de otros alimentos (incluyendo la agroexportación).

IV. Balanza de pagos

Con revisiones al alza de los términos de intercambio y del crecimiento mundial para el año 2007, se espera un mayor superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto a lo contemplado en el Reporte de Inflación de Enero.

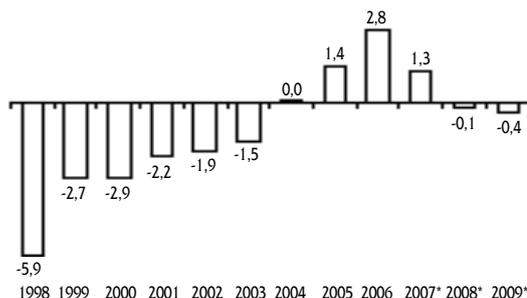
Para los años 2008 y 2009, se espera un contexto internacional menos favorable respecto a los años 2006 y 2007 por la paulatina reversión en la tendencia de los términos de intercambio con una actividad económica mundial que mostraría todavía signos de fuerte crecimiento. Por ello se estima que la cuenta corriente mostraría un déficit de 0,1 y de 0,4 por ciento del PBI en los años 2008 y 2009, respectivamente.

Cuenta corriente

60. En el **primer trimestre de 2007** se registró un déficit de la cuenta corriente de 0,3 por ciento del PBI, resultado que obedecería a factores transitorios que afectaron la dinámica de la producción de productos. Las exportaciones de bienes aumentaron en US\$ 1 007 millones (22 por ciento) debido al incremento de 20 por ciento en los precios y de 1 por ciento en el volumen; mientras que las importaciones de bienes sumaron US\$ 4 225 millones, incrementándose en US\$ 842 millones (25 por ciento). Asimismo se registraron mayores transferencias corrientes por US\$ 77 millones, alcanzando un monto de US\$ 549 millones, de las cuales US\$ 470 millones correspondieron a remesas de los peruanos residentes en el exterior (21 por ciento mayores respecto a las registradas en el primer trimestre de 2006).

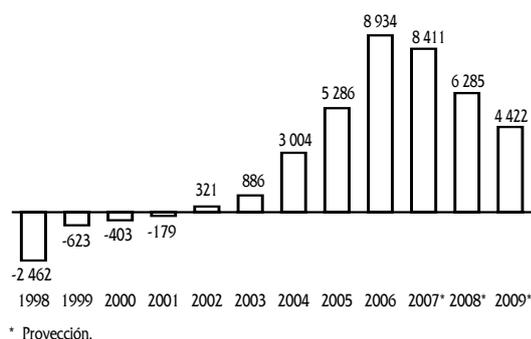
61. Para **2007** se prevé un superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,3 por ciento del PBI. Este superávit es mayor en 0,6 puntos al estimado en el Reporte de Inflación de enero, lo cual se explica por las mayores previsiones de términos de intercambio y del crecimiento mundial. Por esta razón, la balanza comercial se proyecta sea superavitaria en US\$ 8,4 mil millones, resultado mayor al proyectado en el Reporte de Inflación de enero (US\$ 7,3 mil millones).

Gráfico 38
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 39
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

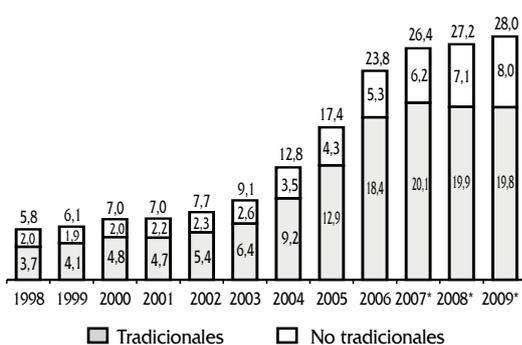


El resultado de la balanza comercial sería inferior a la del año 2006 (US\$ 8,9 mil millones) en un contexto de desaceleración en el ritmo de incremento del volumen de exportaciones tradicionales, principalmente mineras y pesqueros, mientras que las importaciones mantendrían una evolución acorde con el crecimiento de la economía.

62. Para **2008 y 2009** se espera un contexto internacional menos favorable, con una caída de los términos de intercambio. Así, se estiman déficit de cuenta corriente equivalentes a 0,1 y a 0,4 por ciento del PBI, respectivamente, mientras que la balanza comercial sería positiva en US\$ 6,3 y US\$ 4,4 mil millones, en dichos años.

Exportaciones

Gráfico 40
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



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

* Proyección.

63. En el **primer trimestre de 2007** las exportaciones crecieron 22 por ciento, siguiendo la tendencia de los últimos trimestres. Por países de destino, las exportaciones a Estados Unidos muestran niveles similares a las del mismo período de 2006, en tanto que las exportaciones al resto del mundo subieron 30 por ciento, destacando las mayores exportaciones a Colombia (33 por ciento), Venezuela (47 por ciento), España (29 por ciento), Chile (24 por ciento) y a Ecuador (26 por ciento).

Durante este trimestre, las exportaciones tradicionales sumaron US\$ 4 267 millones, monto mayor en 23 por ciento (US\$ 786 millones) con respecto a similar período de 2006. El precio promedio aumentó 25 por ciento y los volúmenes embarcados cayeron 2 por ciento. El menor volumen correspondió a la disminución en los embarques de oro (16 por ciento), harina de pescado (18 por ciento), molibdeno (42 por ciento) y estaño (34 por ciento).

Por otro lado, las exportaciones no tradicionales totalizaron US\$ 1 346 millones, mayores en US\$ 227 millones (20 por ciento) a las del mismo período del año anterior. Este incremento se explica tanto por precios (12 por ciento) cuanto por volumen (8 por ciento).

Para el año **2007** las exportaciones alcanzarían un nivel de US\$ 26,4 mil millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 11 por ciento, tasa mayor en 7 puntos porcentuales a la contemplada en el Reporte anterior. Esta revisión al alza considera los datos observados en el primer trimestre, mayores a los proyectados; así como mayores precios esperados de los metales a lo largo del año con respecto al Reporte de enero. Por componentes destaca el mayor crecimiento que tendrían las exportaciones tradicionales (10 por ciento frente a 1 por

ciento en el Reporte anterior), mientras que las exportaciones no tradicionales crecerían 17 por ciento, en línea con las previsiones previas. El incremento de los productos tradicionales respondería a la entrada en operación de varios proyectos mineros, como sulfuros primarios de Cerro Verde (cobre) y Cerro Lindo (zinc).

El crecimiento en 11 por ciento de las exportaciones de bienes en 2007 se puede descomponer en un aumento del volumen de 5 por ciento y en un aumento de precios de 6 por ciento.

Las exportaciones crecerían entre 3 por ciento en **2008 y 2009** respectivamente, principalmente por las mayores ventas de productos no tradicionales (15 y 13 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente), destacando textiles y agropecuarios; mientras que, las exportaciones de productos tradicionales mostrarían una caída de 1 por ciento en cada año, en los mismo años, debido a los menores precios de los metales exportados.

Cabe mencionar que, entre **2007-2009**, la producción de cobre aumentaría a una tasa promedio de 12 por ciento, mientras que la producción de oro registraría una caída en 2007 para luego recuperarse y crecer a tasas de alrededor de 4 por ciento en los años 2008 y 2009.

Cuadro 23

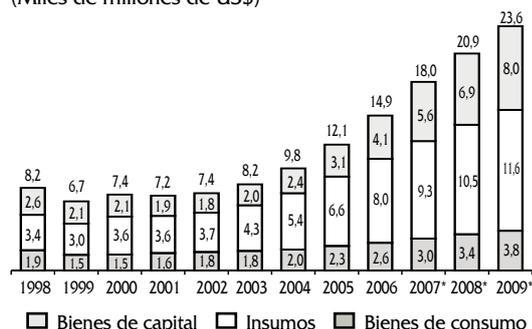
BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)

	2006		2007*			2008*		2009*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
EXPORTACIONES	4 640	23 800	5 647	24 771	26 435	25 481	27 231	27 994
De los cuales:								
Productos tradicionales	3 481	18 374	4 267	18 497	20 121	18 216	19 949	19 782
Productos no tradicionales	1 120	5 271	1 346	6 101	6 153	7 078	7 100	8 016
IMPORTACIONES	3 383	14 866	4 225	17 507	18 024	20 026	20 946	23 572
De los cuales:								
Bienes de consumo	564	2 611	684	2 926	3 009	3 405	3 448	3 811
Insumos	1 839	7 987	2 217	8 945	9 291	9 936	10 526	11 617
Bienes de capital	936	4 145	1 306	5 479	5 631	6 520	6 875	8 044
BALANZA COMERCIAL	1 257	8 934	1 421	7 264	8 411	5 456	6 285	4 422
Nota: Var %								
Exportaciones	23,8	37,0	21,7	4,3	11,1	2,9	3,0	2,8
Importaciones	27,2	23,0	24,9	17,5	21,2	14,4	16,2	12,5

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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



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

* Proyección.

Importaciones

64. Las importaciones en el **primer trimestre de 2007** crecieron 25 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior, en un contexto en el que el dinamismo de la inversión privada y de la actividad económica impulsaron el crecimiento de las importaciones de insumos para la industria en 34 por ciento, y el de bienes de capital en 40 por ciento.

Por sectores económicos, destacaron las importaciones de bienes de capital orientadas a la manufactura (48 por ciento), las de maquinaria para el sector construcción (54 por ciento) y las orientadas al sector transporte (14 por ciento). Asimismo, sobresalieron las mayores compras de equipos de tecnología de la información, las cuales aumentaron 40 por ciento respecto al primer trimestre del año anterior.

Cuadro 24

IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA POR SECTORES ECONÓMICOS
(Millones de US\$)

	I Trimestre		Var. %
	2006	2007	
Agricultura	7	12	58,6
Pesca	1	3	368,3
Minería e hidrocarburos	179	179	0,3
Manufactura	65	90	39,1
- Maquinaria textil	4	5	28,9
Construcción	14	22	54,4
Electricidad, gas y agua	12	13	8,2
Transportes	182	276	51,5
Telecomunicaciones	109	189	73,4
Comercio y Servicios	159	254	59,6
- Equipos de tecnología de la información	48	71	50,0
- Maquinaria y equipos diversos	21	41	94,2
- Instrumentos de medicina y cirugía	8	11	44,7
- Equipos de oficina	3	5	41,7
- Servicios financieros	34	64	87,9
- Otros	45	62	36,0
Sub Total	729	1 039	42,6
Materiales de construcción y otros	208	268	29,0
Total	936	1 306	39,5

En **2007** las importaciones de bienes alcanzarían los US\$ 18,0 mil millones, nivel acorde con el dinamismo de la actividad económica que involucra compras de insumos y de bienes de capital. Así, los principales incrementos de compras del exterior se registrarían en los bienes de capital (36 por ciento) y en las materias primas para la industria (27 por ciento).

Las importaciones crecerían 16 por ciento en **2008** y 13 por ciento en **2009**, sustentadas en las mayores adquisiciones de bienes de capital e insumos para la industria. En estas proyecciones se incluyen las importaciones asociadas al inicio de la fase preoperativa de los proyectos mineros como Cerro Corona, Toromocho, Minas Conga y Río Blanco.

Cuadro 25

BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2006		2007*			2008*		2009*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
I. CUENTA CORRIENTE	-219	2 589	-83	752	1 352	-617	-86	-490
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,1</i>	<i>2,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,7</i>	<i>1,3</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>
1. Balanza comercial	1 257	8 934	1 421	7 264	8 411	5 456	6 285	4 422
a. Exportaciones	4 640	23 800	5 647	24 771	26 435	25 481	27 231	27 994
b. Importaciones	-3 383	-14 866	-4 225	-17 507	-18 024	-20 026	-20 946	-23 572
2. Servicios	-221	-949	-266	-1 248	-1 220	-1 400	-1 419	-1 462
3. Renta de factores	-1 726	-7 581	-1 787	-7 628	-8 441	-7 320	-7 863	-6 656
4. Transferencias corrientes	472	2 185	549	2 364	2 602	2 648	2 911	3 205
II. CUENTA FINANCIERA	595	589	1 235	1 048	3 648	1 117	1 086	1 490
III. FLUJO DE RIN	375	3 178	1 152	1 800	5 000	500	1 000	1 000
Memo:								
RIN								
(Millones de US\$)	14 472	17 275	18 427	19 075	22 275	19 575	23 275	24 275
RIN/Obligaciones externas								
corto plazo	3,1	3,7	3,6	3,3	4,3	3,6	4,8	4,7
RIN/Liquidez total (%)	58%	72%	74%	73%	78%	68%	73%	69%
RIN/PBI (%)	18%	19%	19%	19%	21%	18%	21%	20%

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

65. En 2007 la **cuenta financiera** del sector privado registraría un flujo positivo de US\$ 3,9 mil millones, explicado por el flujo de Inversión Directa Extranjera (IDE) por US\$ 3,8 mil millones, con niveles similares para los dos siguientes años, impulsado por expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica. El mayor flujo de inversión estaría dirigido no sólo al sector minero e hidrocarburos que tiene varios proyectos de envergadura para los próximos años, sino también hacia sectores como el de telecomunicaciones con inversiones esperadas por alrededor de los US\$ 1,5 mil millones en los próximos años. Se proyectan inversiones en el sector eléctrico, de infraestructura vial, agroindustria y petroquímica, entre otros.

La ejecución del primer trimestre también muestra una mayor preferencia de los inversionistas institucionales por mantener un menor porcentaje de su portafolio en activos financieros en el exterior.

V. Finanzas Públicas

Los altos precios de las exportaciones de los minerales, el dinamismo de la actividad económica y el menor ritmo en la ejecución del gasto público permitieron que se registre un superávit de 4,8 por ciento del producto en el primer trimestre de 2007.

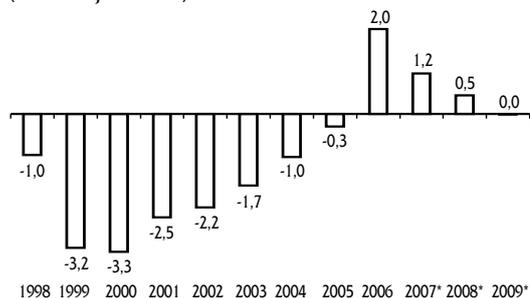
Para el año 2007 se ha revisado la proyección del resultado económico del sector público elevándolo a un superávit de 1,2 por ciento frente al resultado nulo que se preveía en el Reporte de Inflación de enero. En la medida que los términos de intercambio se encuentren por encima de su nivel tendencial, este escenario de posición fiscal implicaría un impulso adicional sobre la demanda interna en un contexto de ciclo económico expansivo, aunque dicho impulso se ha reducido respecto a lo previsto en el Reporte de enero.

Para los años 2008 y 2009 se proyecta un superávit de 0,5 por ciento en el primer caso y un resultado económico nulo para el segundo. Estos últimos resultados estarían asociados a un entorno internacional menos favorable con términos de intercambio que disminuyen paulatinamente y a una demanda interna que modera su ritmo de expansión en los próximos periodos.

Resultado económico

66. Durante el **primer trimestre de 2007** el resultado económico del Sector Público no Financiero registró un superávit equivalente a 4,8 por ciento del PBI, nivel superior al alcanzado en el primer trimestre del año previo (3,9 por ciento del PBI). El superávit del primer trimestre se descompone en 2,9 por ciento correspondiente a operaciones del gobierno central (frente a 3,1 por ciento del PBI en el primer trimestre de 2006), 1,8 por ciento a operaciones del resto del gobierno general (frente a 0,6 por ciento del PBI en el primer trimestre de 2006), mientras que las empresas estatales mostraron un resultado nulo.

Gráfico 42
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

67. Se ha revisado la proyección del resultado económico del año **2007**, el cual pasa de un resultado nulo a un superávit de 1,2 por ciento del PBI. Esta revisión se sustenta principalmente en una mejora de los términos de intercambio, un mayor crecimiento para la demanda interna, mayores importaciones para el año y transferencias de remanentes de utilidades de las empresas a los gobiernos regionales. Tomando en cuenta la ejecución de las cuentas fiscales se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de la inversión pública de 35 a 29 por ciento en términos reales en el año.

Para **2008** y **2009** también se ha mejorado la proyección elevándola a 0,5 y 0,0 por ciento del PBI (resultados de 0,0 y -0,5 por ciento del PBI en el Reporte de enero), en vista de las mejores previsiones de actividad económica para estos años y de la evolución de los términos de intercambio.

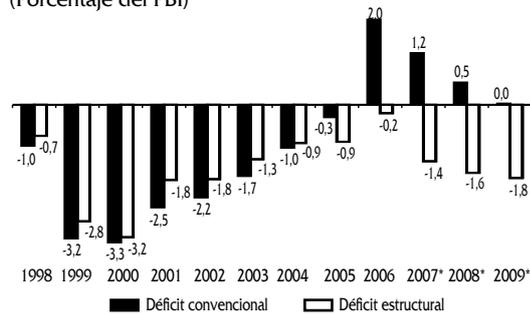
Cuadro 26

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de nuevos soles)

	2006		2007*			2008*		2009*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
1. Ingresos corrientes del								
Gobierno General	13 997	60 056	15 348	61 963	65 949	63 990	69 536	72 889
(% del PBI)	20,5	19,6	20,2	19,2	19,9	18,8	19,9	19,6
Variación % real	23,3	23,1	9,2	2,7	8,5	1,3	3,5	2,8
2. Gastos no financieros del Gobierno General	9 867	49 318	10 221	55 701	56 103	59 258	62 213	67 261
(% del PBI)	14,4	16,1	13,5	17,3	17,0	17,4	17,8	18,1
Variación % real	8,4	8,7	3,2	12,1	12,4	4,4	8,8	6,0
Del cual:								
a. Corriente	8 719	40 833	9 123	43 491	45 239	46 758	48 323	51 213
(% del PBI)	12,7	13,4	12,0	13,5	13,7	13,7	13,8	13,8
Variación % real	7,7	7,3	4,2	5,8	9,5	5,5	4,8	4,0
b. Formación Bruta de Capital	1 101	7 880	1 050	10 709	10 346	11 843	13 388	15 510
(% del PBI)	1,6	2,6	1,4	3,3	3,1	3,5	3,8	4,2
Variación % real	14,0	14,2	-5,1	34,6	29,7	8,5	27,0	13,6
3. Otros	322	1 219	131	163	420	36	457	456
(% del PBI)	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
4. Resultado Primario (1-2+3)	4 451	11 956	5 258	6 425	10 265	4 769	7 781	6 083
(% del PBI)	6,5	3,9	6,9	2,0	3,1	1,4	2,2	1,6
5. Intereses	1 757	5 693	1 621	6 304	6 158	6 430	6 063	6 066
(% del PBI)	2,6	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	1,7	1,6
6. Resultado Económico	2 694	6 263	3 637	121	4 107	-1 662	1 718	16
(% del PBI)	3,9	2,0	4,8	0,0	1,2	-0,5	0,5	0,0
Ingresos corrientes del Gobierno Central	17,7	17,2	17,3	16,7	17,4	16,2	17,3	16,9
Gastos no financieros del Gobierno Central	12,5	14,1	12,5	14,9	15,3	14,9	15,6	15,6

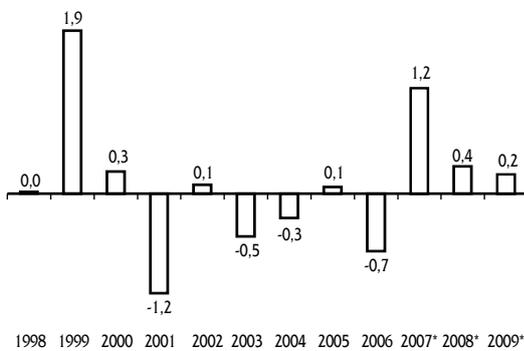
* Proyección.

Gráfico 43
RESULTADO ECONÓMICO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 44
IMPULSO FISCAL
(Porcentajes del PBI)



* Proyección.

Gráfico 45
IMPULSO FISCAL Y BRECHA DEL PBI

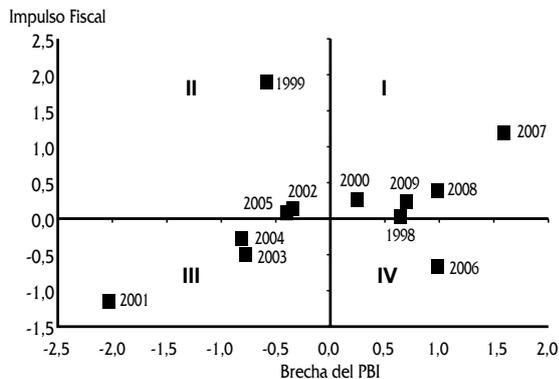
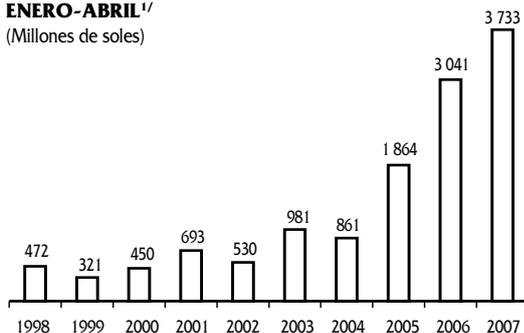


Gráfico 46
REGULARIZACIÓN POR IMPUESTO A LA RENTA: ENERO-ABRIL^{1/}
(Millones de soles)



1/ Corresponde a la regularización del impuesto a la renta del año anterior.

Para **2009** se proyecta para el Sector Público No Financiero un resultado nulo, lo que respecto al año precedente constituiría un menor resultado que se explicaría por los menores términos de intercambio, una variación moderada de la demanda interna, así como las reducciones de las tasas del ITF de 0,07 por ciento a 0,06 por ciento y del Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN) de 0,5 por ciento a 0,4 por ciento.

Resultado económico estructural

68. El resultado económico estructural aísla el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos del gobierno general así como el impacto de los mayores precios de productos mineros y de hidrocarburos en las cuentas fiscales. Este indicador arrojaría para el período 2007-2009 un déficit creciente, lo que indicaría una posición fiscal expansiva. Por ello, el impulso fiscal, indicador que mide la postura expansiva o contractiva de la política fiscal y que se define como el cambio en el resultado primario estructural (diferencia entre el resultado estructural y los gastos por intereses), mostraría que en el período 2007-2009 la política fiscal impulsaría la demanda interna.

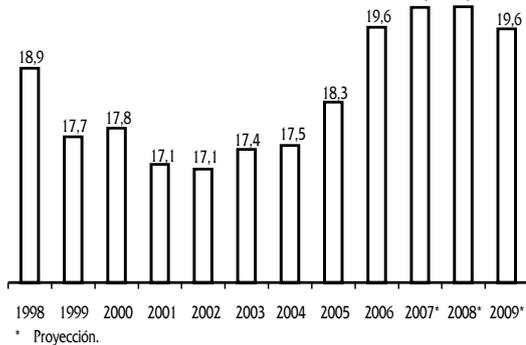
El gráfico de cuatro cuadrantes muestra la relación entre el impulso fiscal y la brecha del PBI y permite analizar la asociación entre la política fiscal y el ciclo económico en los años indicados. En los cuadrantes I y III la relación es positiva lo que significa que en esos años la política fiscal fue procíclica. Por su parte, en los cuadrantes II y IV se aprecia una asociación negativa, esto es, la política fiscal tuvo un carácter anticíclico en aquellos años. Considerando la relación positiva entre el impulso fiscal y la brecha del producto proyectados para el período 2007-2009 la política fiscal mostraría una posición procíclica.

69. En la medida que los mayores ingresos fiscales responden significativamente a factores cíclicos en el comportamiento de la actividad económica, es importante mantener una política fiscal prudente que permita el ahorro de la mayor parte de los recursos fiscales de carácter transitorio. Este ahorro se podría canalizar a la acumulación de recursos en el Fondo de Estabilización Fiscal o a operaciones de reducción de la deuda pública.

Evolución de los ingresos fiscales

70. En el **primer trimestre de 2007** los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 20,2 por ciento del PBI lo que representa un crecimiento del 9,2 por ciento en términos reales lo que se sustenta en el comportamiento que mostraron el impuesto a la renta y el impuesto general a las ventas. La mayor recaudación por impuesto a la renta (29 por ciento

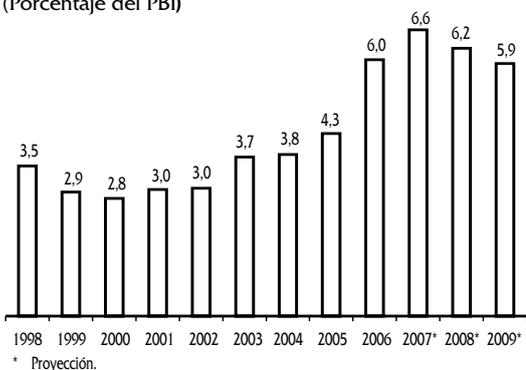
Gráfico 47
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)



en términos reales) se asocia principalmente a los mayores coeficientes de pago a cuenta vigentes desde abril de 2006 producto de la mejora de la actividad económica y de las utilidades generadas en la actividad minera.

La campaña de regularización de renta 2006, entendida como la recaudación por regularización del periodo enero-abril 2007, logró un crecimiento real de 23 por ciento respecto a la del año pasado. El monto recaudado (S/. 3 733 millones) es el más alto registro por regularización que se haya dado en los últimos diez años.

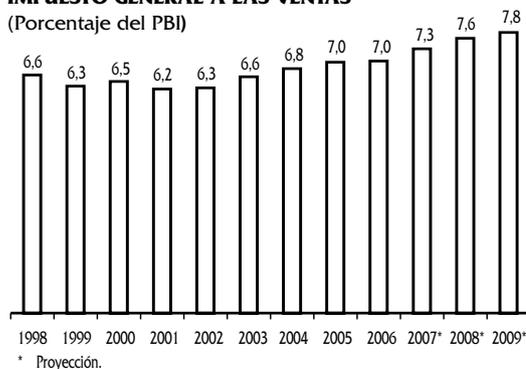
Gráfico 48
IMPUESTO A LA RENTA
(Porcentaje del PBI)



71. La recaudación por el Impuesto General a las Ventas registró una tasa de crecimiento de 14 por ciento como resultado del dinamismo de la actividad económica, lo que aunado a los mecanismos de fiscalización introducidos por la administración tributaria (sistemas de percepciones, deducciones y retenciones), continúan reportando resultados positivos y contribuyen al crecimiento de la recaudación por IGV interno.

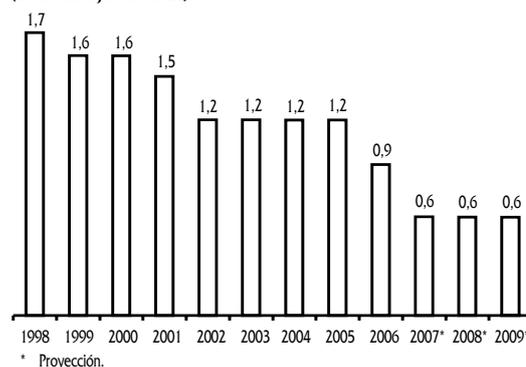
72. Para el año **2007** se han revisado los ingresos corrientes del Gobierno General elevándolos a 19,9 por ciento del PBI (0,7 puntos porcentuales adicionales respecto a lo proyectado en el Reporte anterior). El crecimiento del IGV también se ha revisado hacia arriba considerando el mayor dinamismo previsto de la demanda interna. Por el lado del Impuesto a la Renta, la revisión al alza responde a que durante el año los precios de las materias primas han estado por encima de lo esperado y a los mayores coeficientes de pago a cuenta.

Gráfico 49
IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS
(Porcentaje del PBI)



Para 2008-2009, los ingresos fiscales seguirían la evolución de los términos de intercambio en un escenario de reducción gradual de los precios de las materias primas y una menor actividad económica mundial. A su vez, el escenario de proyección considera la reducción paulatina de la tasa del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y del Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN) de acuerdo al cronograma anunciado por el gobierno.

Gráfico 50
IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES
(Porcentaje del PBI)



Evolución de los gastos fiscales

73. Durante el **primer trimestre de 2007** el gasto no financiero del gobierno general reflejó la menor ejecución del gasto de los gobiernos subnacionales lo que llevó a que la formación bruta de capital tuviera una reducción de 5 por ciento en términos reales. De esta manera, el gasto no financiero del gobierno general fue 13,5 por ciento del PBI, inferior en 0,9 puntos porcentuales del PBI respecto al obtenido en el primer trimestre de 2006.

Gráfico 51
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

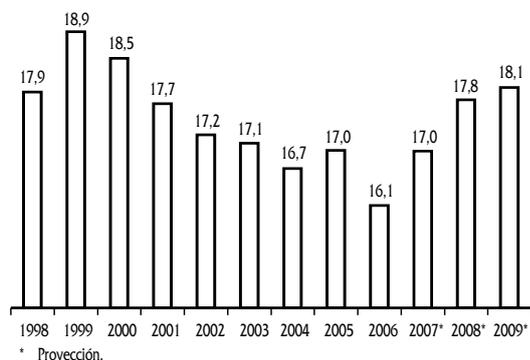


Gráfico 52
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones reales)

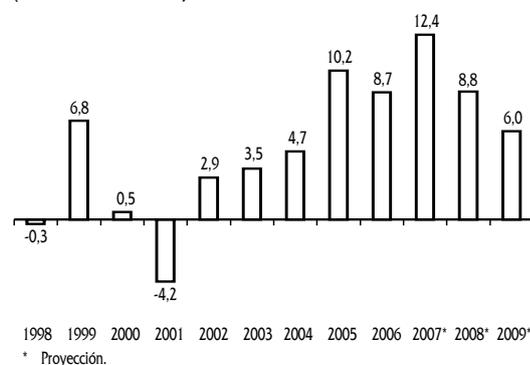
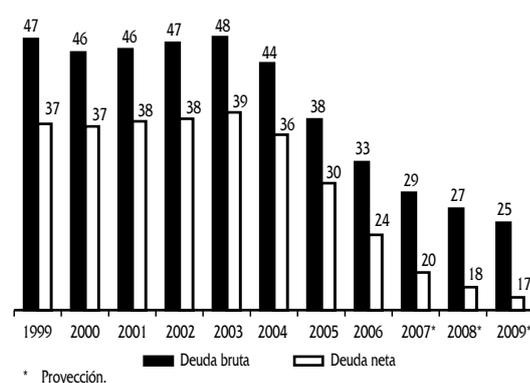


Gráfico 53
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



74. Para el periodo 2007-2009, la proyección considera los cambios propuestos en el Marco Macroeconómico Multianual respecto a la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) en referencia al gasto del gobierno central. Dada la evolución del primer trimestre, se contempla un menor gasto no financiero del gobierno general para el año 2007 en 0,3 por ciento del PBI respecto al Reporte de enero, con un crecimiento del gasto de capital de 30 por ciento para el año.

Para los años 2008 y 2009 se espera que el gasto no financiero del Gobierno General muestre tasas de crecimiento real de 9 y 6 por ciento, respectivamente. En estos años el principal impulso del gasto se daría por el lado de la inversión pública, estimándose que la inversión del gobierno general se incrementará en 27 y 14 por ciento real, respectivamente.

Requerimiento financiero

75. Tomando en consideración que el sector público maneja tanto pasivos como activos el concepto de **deuda pública neta** permite analizar las finanzas públicas desde una perspectiva global. En la medida que estos últimos crezcan más rápidamente que la deuda pública, se tendrá una mejora en la situación financiera del fisco en términos de solvencia. Así tenemos que el saldo de la deuda pública neta se redujo de 28 por ciento del PBI en el primer trimestre 2006 a 22 por ciento en el primer trimestre 2007.

Cabe indicar que en cuanto al financiamiento externo en el **primer trimestre de 2007** se aprobó la operación de administración de deuda pública a través del intercambio y/o recompra total o parcial del Bono Global 2012 y Bonos Brady por bonos con vencimiento en los años 2016, 2033 y 2037, a fin de suavizar el perfil de amortizaciones en los próximos años. Esta operación de intercambio es la segunda que el país realiza (la primera se realizó en febrero de 2002) y por su magnitud puede ser considerada como la más importante realizada hasta ahora, debido a que reduce el peso de los Bonos Brady sobre el total adeudado.

El escenario fiscal descrito, 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 33 por ciento en 2006 a 25 por ciento hacia 2009 y de la deuda pública neta de 24 por ciento en el 2006 a 17 por ciento en el 2009.

En línea con la orientación de la política de endeudamiento, el gobierno optó por continuar con su estrategia de

reperfilamiento del servicio de deuda y acudió en mayo de este año al Foro del Club de París con el propósito de negociar una recompra de la deuda para el período 2007-2015 de las categorías que se incluyeron en la recompra efectuada en julio de 2005. Esta transacción permitirá una recomposición del portafolio de la deuda pública hacia deuda denominada en moneda doméstica reduciendo el riesgo cambiario. A su vez, se logrará una extensión en el plazo de maduración de la deuda lo que contribuirá a una reducción del riesgo país.

Cuadro 27

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

	2006		2007*		2008*		2009*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
I. Usos	-462	-234	143	1 493	1 086	2 728	1 525	1 358
1. Amortización	345	1 649	1 283	1 531	2 339	2 197	2 082	1 363
a. Externa	281	1 193	355	1 174	1 179	1 673	1 594	1 110
b. Interna	64	456	928	357	1 160	523	488	252
Del cual: Bonos de Reconocimiento	30	148	32	81	155	94	170	183
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-807	-1 883	-1 140	-38	-1 253	531	-557	-5
II. Fuentes	-462	-234	143	1 493	1 086	2 728	1 525	1 358
1. Externas	10	534	110	1 034	974	1 046	1 042	611
2. Internas ^{1/}	-575	-1 620	-1 017	-240	-1 525	782	-623	-177
3. Bonos ^{2/}	103	852	1 050	700	1 637	900	1 106	923
Memo:								
Saldo de deuda pública bruta								
En millones de US\$	29 482	30 484	29 819	30 294	30 484	29 940	30 716	30 995
En porcentaje del PBI	36,1	32,6	30,8	29,7	29,1	27,5	27,2	25,4
Saldo de deuda neta ^{3/}								
En millones de US\$	23 086	22 396	21 146	21 887	20 553	22 220	20 064	20 109
En porcentaje del PBI	28,3	24,0	21,8	21,4	19,6	20,4	17,7	16,5

RI: Reporte de Inflación. * Proyección.

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

2/ Incluye bonos internos y externos. Se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos realizados en el segundo trimestre de 2006 y primer trimestre de 2007.

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

Fuente: BCRP, MEF.

VI. Actividad Económica

En el primer trimestre de 2007 la actividad económica creció 7,5 por ciento, con un importante dinamismo de la demanda interna, en especial de la inversión y el consumo del sector privado. Durante este trimestre los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, así como el aumento sostenido del empleo en las principales ciudades del país, continúan mostrando un continuo ritmo de expansión de la actividad económica.

Dado el mayor dinamismo económico y las previsiones de inversión, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2007 de 6,8 a 7,2 por ciento. Este desempeño ocurriría en un entorno internacional que continuaría siendo favorable, dada la revisión al alza en las previsiones de términos de intercambio y crecimiento mundial para 2007. Asimismo, el dinamismo de la actividad económica continuaría siendo consistente con tasas de inflación dentro del rango meta en la medida que se espera continúen las mejoras en la productividad de diversos sectores.

Para los años 2008 y 2009 se estima que la economía crezca a una tasa de alrededor de 6,0 por ciento. De esta forma, se proyecta un crecimiento económico más cercano a las tasas proyectadas de aumento del PBI potencial para este periodo.

Gráfico 54
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

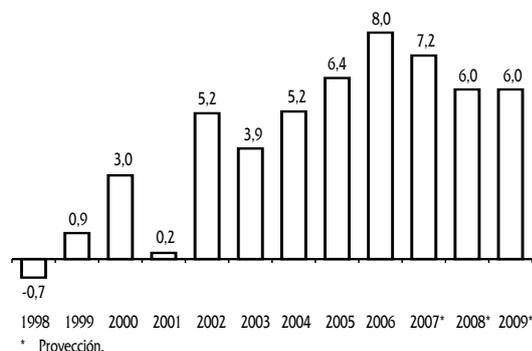
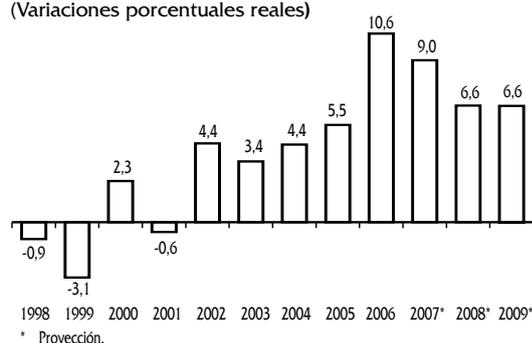


Gráfico 55
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)



76. Las tasas de crecimiento de 2006 y del primer trimestre de 2007 se han caracterizado por una expansión significativa en el gasto interno. Las altas tasas de crecimiento del consumo e inversión privada corresponden a una fase de expansión con crecimiento por encima de la tendencia. La revisión al alza de la proyección de crecimiento del PBI en 2007 (6,8 a 7,2 por ciento), corresponde a un mayor crecimiento de la demanda interna de 8,1 a 9,0 por ciento, consistente con mayores tasas de expansión del gasto del sector privado.

Gráfico 56
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)

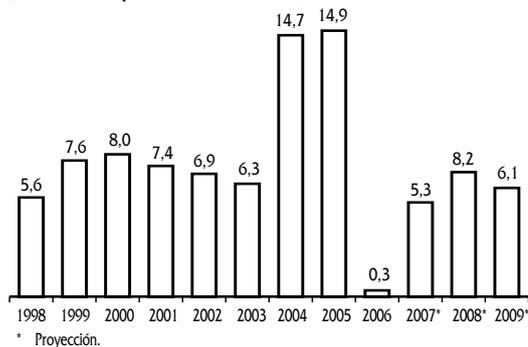


Gráfico 57
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)

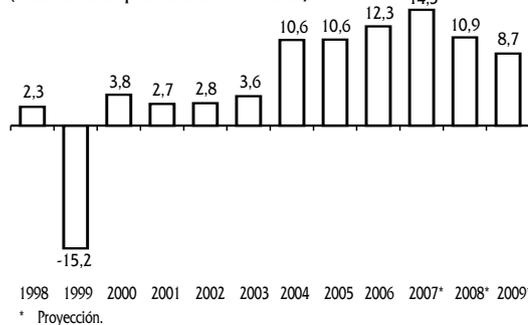


Gráfico 58
BRECHA DEL PRODUCTO

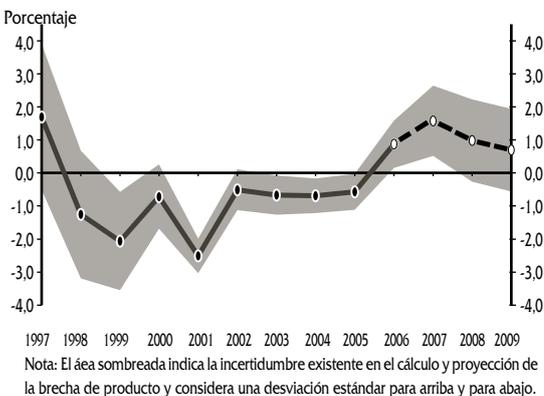
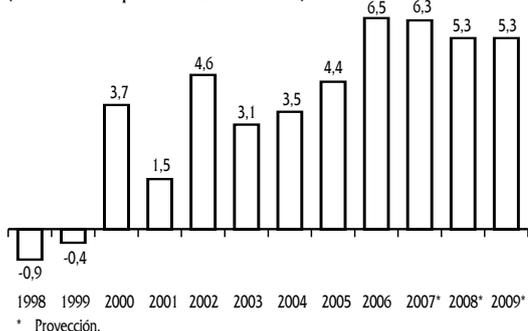


Gráfico 59
TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)



Para el año 2008, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de 5,8 a 6,0 por ciento debido a que se prevé un entorno internacional más favorable. Para el 2009, se proyecta un crecimiento de 6,0 por ciento, en línea con la dinámica del producto potencial.

Cuadro 28

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2006		2007*		2008*		2009*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07 RI May.07	RI Ene.07 RI May.07	RI Ene.07 RI May.07	RI Ene.07 RI May.07	
1. Demanda interna	11,3	10,6	10,2	8,1	9,0	6,4	6,6	6,6
a. Consumo privado	5,6	6,5	7,4	5,7	6,3	5,4	5,3	5,3
b. Consumo público	8,6	8,7	2,5	8,8	5,4	4,9	4,1	3,8
c. Inversión privada	24,3	20,2	19,5	16,3	19,7	12,2	14,1	12,1
d. Inversión pública	8,4	12,7	-4,3	34,7	29,1	8,6	25,3	13,0
2. Exportaciones	0,6	0,3	1,0	6,8	5,3	7,2	8,2	6,1
3. PBI	8,0	8,0	7,5	6,8	7,2	5,8	6,0	6,0
4. Importaciones	16,4	12,3	14,9	13,3	14,3	9,9	10,9	8,7

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

77. El dinamismo de la actividad económica sería una de las principales fuerzas que haría retornar la inflación hacia el nivel meta. A lo largo del horizonte de proyección la brecha de producto muestra niveles positivos pero decrecientes, de modo que el impulso de demanda se irá cerrando en el horizonte de proyección. Así, se espera que las tasas de crecimiento del producto converjan de forma gradual a las tasas de crecimiento del PBI potencial de la economía.

78. El **consumo privado** aumentó 7,4 por ciento en el primer trimestre de 2007, impulsado por el mayor ingreso nacional disponible (en un contexto de mejores términos de intercambio), el crecimiento del empleo, el incremento del crédito de consumo y la mejora de la confianza de los consumidores. Considerando estos resultados, en particular el incremento previsto en el ingreso nacional disponible (7,6 por ciento), se espera un crecimiento del consumo privado de 6,3 por ciento para 2007, mayor al proyectado en el Reporte anterior (5,7 por ciento).

Gráfico 60
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
INDICCA

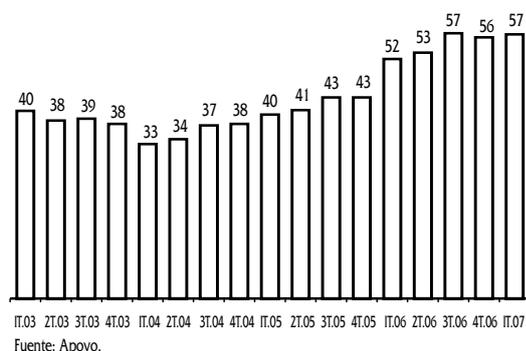


Gráfico 61
IMPORTACIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
EN EL PRIMER TRIMESTRE
(Millones de US\$)

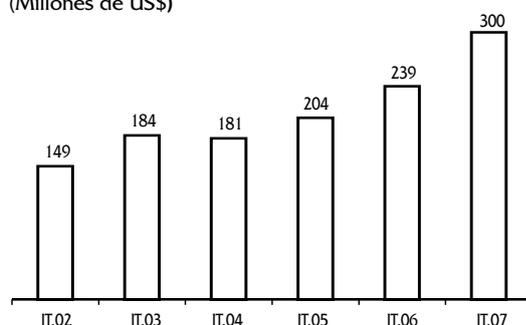


Gráfico 62
VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES EN EL PRIMER
TRIMESTRE
(Unidades)

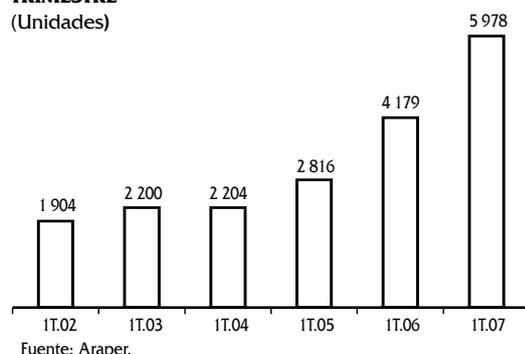
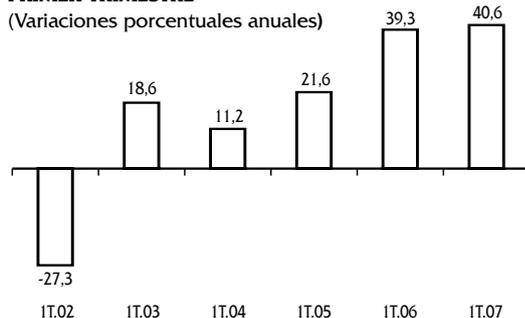


Gráfico 63
IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL EN EL
PRIMER TRIMESTRE^{1/}
(Variaciones porcentuales anuales)



1/ No incluye materiales de construcción.

79. Se prevé que el ingreso nacional disponible, que aumentó 11,3 por ciento en el primer trimestre de 2007 debido a la ganancia por términos de intercambio, modere su crecimiento en los años siguientes. Considerando esta desaceleración, así como la reversión en la tendencia de los términos de intercambio, el consumo privado aumentaría 5,3 por ciento en 2008 y 2009.

Cuadro 29

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2006		2007*		2008*		2009*
	I Trim	Año	I Trim	RI Ene.07	RI May.07	RI Ene.07	RI May.07
Producto bruto interno	8,0	8,0	7,5	6,8	7,2	5,8	6,0
Producto nacional bruto	5,1	5,5	8,4	8,3	7,4	6,9	7,9
Ingreso nacional bruto	8,9	11,7	11,3	6,3	7,5	5,4	5,7
Ingreso nacional disponible ^{1/}	9,1	11,9	11,3	6,9	7,6	5,5	5,7

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.

80. La **inversión privada** creció 19,5 por ciento durante el primer trimestre, lo cual se reflejó en el crecimiento de 40,6 por ciento en las importaciones de bienes de capital, principalmente equipos para la industria.

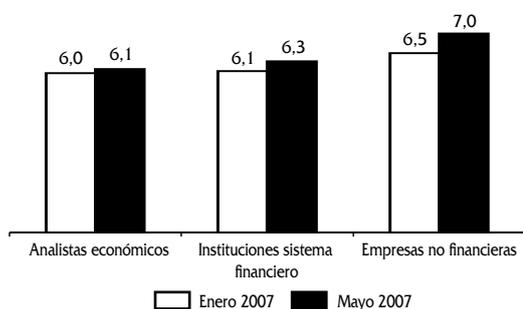
Considerando el dinamismo interno así como la mejora de los términos de intercambio respecto a las proyecciones del Reporte anterior, se proyecta un incremento de 19,7 por ciento en la inversión privada para el 2007 (mayor al 16,3 por ciento proyectado en el Reporte anterior).

Las inversiones del sector privado responderían a los mayores niveles de demanda asociados a las mayores ventas y utilidades producto de un buen desempeño económico y a la mejora de las expectativas empresariales. Las principales inversiones estarían ligadas a ampliaciones de capacidad de empresas manufactureras, así como a proyectos de infraestructura, energía y telecomunicaciones. 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. Éste último proyecto implicaría inversiones por más de US\$ 2 500 millones en los próximos años e iniciaría sus operaciones de exportación en el año 2010.

Gráfico 64
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2007



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2008



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2009

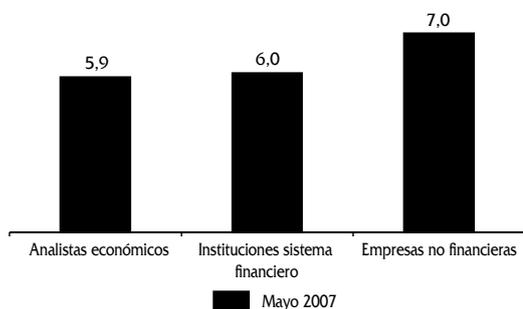
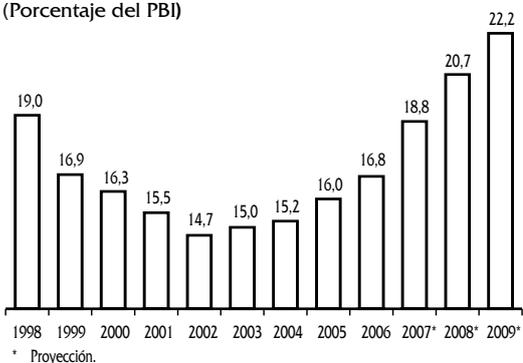


Gráfico 65
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)



Para los años 2008 y 2009 se proyecta que la inversión privada mantendrá un alto dinamismo con tasas de 14,1 y 12,1 por ciento, respectivamente. Estas inversiones se prevén en todos los sectores incluyendo los proyectos de la segunda etapa de Camisea y la construcción de las instalaciones del Lote 67 para la extracción de petróleo crudo.

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

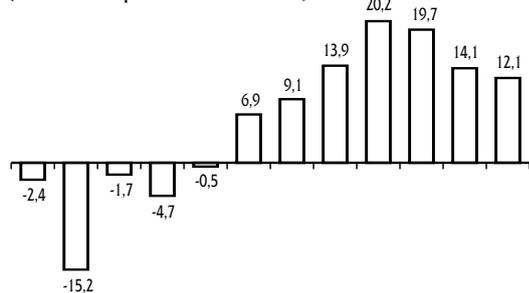
82. Al igual que la evolución positiva que viene mostrando la variación del capital, el factor **mano de obra** ha continuado con la tendencia creciente iniciada en 2002. Así, en marzo de 2007, el empleo en las empresas que tienen más de diez trabajadores en el área urbana aumentó 9,2 por ciento con respecto al mismo mes del año anterior, correspondiendo la mayor tasa de crecimiento a Lima Metropolitana (9,4 por ciento) mientras que el resto urbano presentó un menor dinamismo (7,9 por ciento). Este resultado está en relación al dinamismo observado en la industria manufacturera, servicios y el sector comercio.

Con respecto a las 21 ciudades más grandes del país, Trujillo presentó la tasa más alta gracias al mayor envasado y procesamiento de alcachofa, espárrago y pimiento. Le siguió en importancia Talara, debido a labores de perforación y extracción de petróleo.

83. La proyección del gasto público asume que las cuentas fiscales alcanzarían un superávit de 1,2 por ciento en 2007, tomando en consideración la ejecución del primer trimestre, y de 0,5 por ciento en 2008, así como un resultado nulo para el año 2009. No obstante, la inversión pública mostraría un mayor dinamismo en el resto de este año, asociado a la ejecución de gastos no realizados durante 2006, con lo cual se registraría un incremento de 29,1 por ciento. En 2008, la inversión pública tendría un crecimiento de 25,3 por ciento y en 2009 de 13,0 por ciento, tendencia consistente con un nivel de alrededor de 4,4 por ciento del PBI.

Por su parte, el consumo público, que aumentó 2,5 por ciento en el primer trimestre de 2007, crecería 5,4 por ciento en 2007, reduciendo su crecimiento a 4,1 y 3,8 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente.

Gráfico 66
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Variaciones porcentuales reales)



1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007* 2008* 2009*
* Proyección.

Gráfico 67
SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA DENTRO DE 3 MESES
Promedio trimestral (en porcentaje)

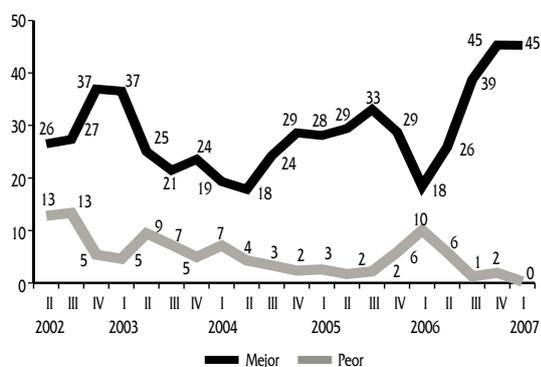


Gráfico 68
EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Índices enero 2000 = 100)

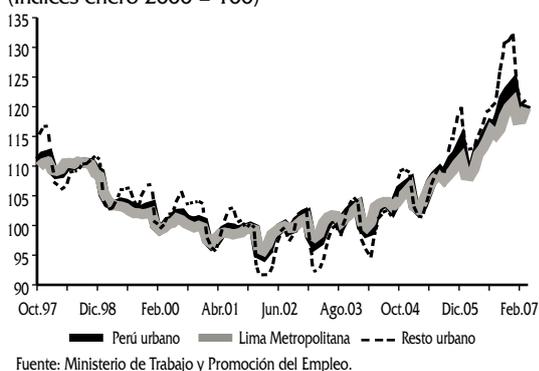
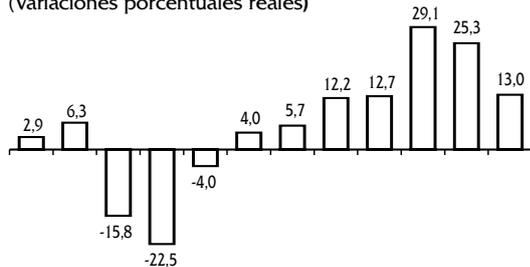


Gráfico 69
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)



1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006* 2007* 2008* 2009*
* Proyección.

Producción sectorial

84. Durante el **primer trimestre de 2007**, el crecimiento del producto bruto interno (7,5 por ciento) correspondió al dinamismo de los sectores no primarios que registraron una tasa de crecimiento de 9,4 por ciento, destacando el resultado de los sectores manufactura no primaria (11,1 por ciento), comercio (10,2 por ciento), y construcción (9,0 por ciento).

El crecimiento de la manufactura no primaria estuvo vinculado al consumo privado y la fabricación de insumos. En el caso de la construcción, el sector fue impulsado por el dinamismo de los créditos hipotecarios, por la ejecución de obras de autoconstrucción y de oficinas, así como por la continuación de obras civiles por parte de los gobiernos locales.

Los sectores primarios crecieron 0,6 por ciento debido a que el crecimiento del sector agropecuario (4,5 por ciento) fue contrarrestado por la caída de la manufactura primaria (-4,5 por ciento), del sector minero (-1,6 por ciento) y de la pesca (-1,2 por ciento).

Cuadro 30

PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales)

	2006		2007*		2008*		2009*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.07	RI Ene.07	RI May.07	RI May.07
Agropecuario	4,7	7,2	4,5	4,0	4,0	3,5	3,9
Agrícola	2,4	7,7	5,1	3,7	3,7	3,2	4,0
Pecuario	7,4	6,6	3,9	4,6	4,4	3,9	3,6
Pesca	31,9	2,7	-1,2	4,3	3,5	3,8	3,5
Minería e hidrocarburos	6,1	1,0	-1,6	3,3	2,9	5,1	5,2
Minería metálica	6,4	0,5	-2,7	3,1	2,6	5,0	5,1
Hidrocarburos	0,4	5,7	10,6	5,6	6,5	6,1	6,3
Manufactura	7,3	6,6	8,4	6,5	7,8	6,2	6,5
Procesadores de recursos primarios	9,0	2,1	-4,5	2,6	2,2	3,9	4,4
Manufactura no primaria	6,9	7,7	11,1	7,6	9,1	6,8	7,0
Electricidad y agua	7,2	6,9	8,3	6,8	8,8	5,5	6,0
Construcción	16,3	14,7	9,0	11,5	11,5	10,2	11,0
Comercio	11,7	12,1	10,2	7,9	8,1	6,2	6,2
Otros servicios	7,2	8,2	8,4	7,4	7,7	5,8	5,8
PBI GLOBAL	8,0	8,0	7,5	6,8	7,2	5,8	6,0
Primario	6,6	4,0	0,6	3,5	3,3	4,1	4,4
No Primario	8,7	9,3	9,4	7,8	8,4	6,4	6,5

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

El incremento del sector agropecuario estuvo asociado a las buenas condiciones climáticas, que permitieron incrementar el área cosechada en cultivos como papa, uva y maíz amarillo duro. Por su parte, el sector de hidrocarburos creció como consecuencia de la mayor producción de gas natural.

Se registró una caída en la minería metálica debido a la menor producción de oro, en tanto que la disminución de la actividad pequera respondió a la menor captura de anchoveta, lo cual fue atenuado por el mayor desembarque de especies para consumo humano.

85. En el año **2007** el crecimiento continuaría siendo liderado por los **sectores no primarios**, que si bien crecerían a una tasa menor que en 2006, consistente con la descaleración prevista en la demanda interna, aún mantendrían un importante dinamismo (8,4 por ciento).

Para este año se prevé una expansión de 9,1 por ciento en la manufactura no primaria, mayor a la proyectada en el Reporte anterior (7,6 por ciento) dada la evolución observada en las ramas orientadas a la producción de bienes de consumo y a las perspectivas de mayor acceso de nuestros productos a mercados externos.

Por otro lado, para el sector construcción se espera un incremento de 11,5 por ciento, considerando el desarrollo de la autoconstrucción y el aumento de la construcción residencial, así como la ejecución de proyectos viales y de obras mineras. La evolución del sector también estaría sustentada en el dinamismo que viene mostrando el mercado hipotecario.

En los **sectores primarios** la proyección considera un crecimiento de 4,0 por ciento en el sector agropecuario y de 3,5 por ciento en el caso del sector pesca.

El sector minería e hidrocarburos crecería 2,9 por ciento, destacando el inicio de operaciones de Cerro Lindo, previsto para mediados de año, que se suma a la ampliación de Cerro Verde. El inicio de operaciones de estos proyectos atenuaría la caída en la producción de oro prevista por Yanacocha.

86. Para **2008** destaca la recuperación de los sectores primarios destacando el crecimiento de 5,2 por ciento en el sector minería e hidrocarburos, considerando el inicio de operaciones de Cerro Corona (oro) y de la planta de tratamiento de minerales de oro en sulfuros de Yanacocha así como la producción a plena capacidad de Cerro Verde (cobre) y Cerro Lindo de Milpo (zinc). A ello se sumaría la nueva planta concentradora

de molibdeno de Cerro Verde. En el caso de los sectores agropecuario y pesca, la proyección considera condiciones climáticas normales, tanto en 2008 como en 2009.

Los sectores no primarios moderarían su crecimiento en 2008 a una tasa de 6,5 por ciento, ligeramente mayor a la proyectada en el Reporte anterior (6,4 por ciento). La construcción crecería 11,0 por ciento considerando el desarrollo de programas de infraestructura vial y el inicio de la construcción de varios proyectos mineros y de hidrocarburos, en tanto que la manufactura no primaria crecería 7,0 por ciento.

Se prevé que en el año **2009** los sectores no primarios crezcan a una tasa de 6,6 por ciento. La manufactura no primaria crecería 7,0 por ciento, en tanto que la construcción mantendría una tasa elevada de incremento (11,0 por ciento), considerando la evolución prevista en la inversión privada.

En los sectores primarios destacaría el crecimiento de 4,2 en el sector minería e hidrocarburos, considerando el inicio de operaciones de Magistral (cobre) y la producción a plena capacidad de la planta de tratamiento de minerales de oro en sulfuros de Yanacocha.

RECUADRO 6

CRECIMIENTO DIVERSIFICADO DEL EMPLEO

De acuerdo a la encuesta de trabajo del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, en 2004, de las 22 ciudades que conforman la muestra, 17 experimentaron un crecimiento en los niveles de empleo, mientras que en 2006 todas registraron un aumento. En el primer trimestre de 2007, sólo Paita experimentó una variación negativa asociada a la reducción de 1,2 por ciento del sector pesquero por la menor extracción para la elaboración de conservas, principalmente.

En el siguiente cuadro se presenta la distribución de ciudades de la muestra de acuerdo con las tasas de crecimiento que experimentó el empleo en cada una de ellas en los últimos tres años. Así, entre 2004 y 2006, el número de ciudades que aceleraron su crecimiento

CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES POR CIUDADES (Variación porcentual)

	2004	2005	2006	2007 I Trim
Perú Urbano	2,7	4,5	7,3	8,9
Lima Metropolitana	2,4	3,8	7,1	8,9
Resto Urbano	3,6	6,4	8,3	8,2
Arequipa	2,6	4,2	7,5	12,6
Cajamarca	1,4	3,6	4,1	2,2
Chiclayo	-1,3	3,5	7,5	6,8
Chimbote	2,6	0,4	0,8	1,4
Chincha	4,7	15,5	14,2	1,4
Cusco	0,6	6,4	5,7	13,0
Huancayo	2,6	3,8	6,1	6,4
Huaraz	9,7	-7,4	3,0	5,0
Ica	8,8	16,5	10,4	4,5
Iquitos	6,6	9,1	3,2	0,3
Paita	6,8	-4,6	9,4	-4,6
Pisco	1,3	6,1	6,6	0,9
Piura	8,9	8,5	8,3	10,2
Pucallpa	0,4	2,9	2,1	2,9
Puno	-4,4	5,5	3,1	4,0
Sullana	-2,7	23,3	14,1	9,7
Tacna	-3,7	2,4	2,0	3,4
Talara	9,4	18,7	10,7	18,3
Tarapoto	-0,9	7,3	8,7	5,7
Trujillo	5,8	5,6	17,0	22,2

Fuente: Ministerio de Trabajo y Promoción del empleo (MTPE).

aumentó. Las ciudades que crecieron más de 5 y 8 por ciento, se incrementaron de 7 a 15 y de 4 a 12 en dicho período, respectivamente.

**NÚMERO DE PRINCIPALES CIUDADES QUE REGISTRARON
CRECIMIENTO DEL EMPLEO**

	2004	2005	2006
Var % > 0	17	20	22
Var % > 5	7	12	15
Var % > 8	4	7	12
Dispersión ^{1/}	6	8	2
Total de Ciudades	22	22	22

Fuente: Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE).

^{1/} La medida de dispersión se construyó a partir de la variabilidad del crecimiento de las ciudades ajustadas por crecimiento promedio.

Durante estos 2 años, además del aumento del empleo en un mayor número de ciudades, también se ha homogeneizado el crecimiento del mismo, es decir, la brecha entre ciudades con alto crecimiento respecto a las de menor incremento se ha reducido. Esto se refleja en la disminución del coeficiente de dispersión el cual pasó de 6 a 2 entre 2004 y 2006.

En el siguiente cuadro, se observa que del total de ciudades que obtuvieron incrementos en los niveles de empleo, cada año se ha incrementado la participación de nuevas ciudades en la aceleración del crecimiento económico.

**PORCENTAJE DE PRINCIPALES CIUDADES QUE REGISTRARON
CRECIMIENTOS MAYORES A :**

	2004	2005	2006
Var % > 5	41	60	68
Var % > 8	24	35	55

Fuente: Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE).

VII. Inflación

De acuerdo a lo previsto en los reportes anteriores, la tasa de inflación últimos 12 meses continuó su tendencia decreciente en los primeros cuatro meses del año por factores transitorios de oferta, aumentando en el mes de mayo. La tasa de inflación subyacente -medida tendencial- se ubicó entre 1,3 y 1,5 por ciento en este periodo.

Ejecución de la inflación

Gráfico 70
INFLACIÓN

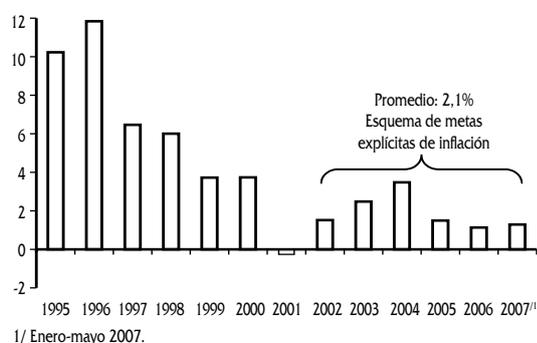
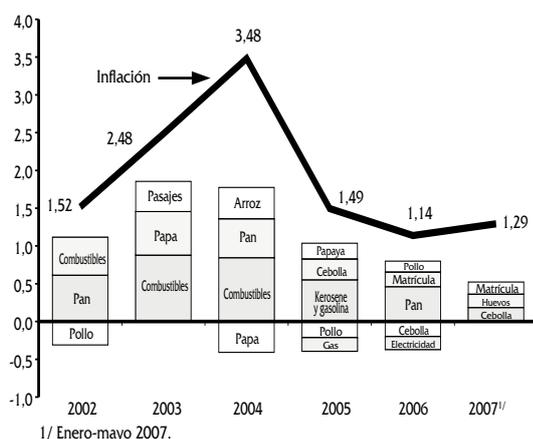


Gráfico 71
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN
(Puntos porcentuales)



87. La tasa de inflación promedio, desde la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación (2002), es de 2,1 por ciento, con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,2 por ciento. Al mes de mayo, las tasas de inflación total y subyacente últimos 12 meses se ubicaron en 0,9 y 1,5 por ciento, respectivamente.

Entre enero y mayo 2007 la tasa de inflación acumulada fue 1,3 por ciento, menor a la registrada en el mismo periodo de 2006 (1,5 por ciento), debido principalmente a la menor variación registrada en los precios de pollo, azúcar y papa, gracias a un aumento de su producción. La tasa de inflación subyacente fue 0,9 por ciento en este periodo, tasa ligeramente superior a la registrada entre enero y mayo de 2006 (0,8 por ciento).

Entre los productos que más contribuyeron a la inflación entre enero y mayo de 2007 destacan cebolla, huevos, matrículas y pollo; mientras que los productos que tuvieron mayor contribución negativa fueron teléfono, electricidad, transporte nacional y tomate.

Al mes de mayo, la inflación subyacente acumuló una variación de 0,9 por ciento (1,5 por ciento en los últimos doce meses) mientras que la inflación no subyacente acumuló 1,8 por ciento (0,2 por ciento en los últimos doce meses).

Cuadro 31

CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2007
(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Cebolla	0,4	40,5	0,19	Teléfonos	1,3	-7,2	-0,07
Huevos	0,7	25,0	0,18	Electricidad	2,2	-2,8	-0,06
Matrículas pensiones enseñanza	5,1	3,0	0,16	Transporte nacional	0,3	-14,9	-0,06
Carne de pollo	4,0	3,3	0,12	Tomate	0,3	-15,6	-0,05
Total			0,65				-0,24

Cuadro 32

INFLACIÓN
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006		2007		Promedio anual 2002-2007
						Ene.-May.	May.-Dic.	Año	Ene.-May.	
I. Subyacente	60,6	1,23	0,73	1,23	1,23	0,76	0,60	1,37	0,91	1,24
1. Alimentos	10,7	0,02	0,14	3,24	0,98	0,41	0,57	0,98	0,83	1,14
2. No alimentos	49,9	1,49	0,85	0,80	1,28	0,84	0,61	1,45	0,92	1,26
a. Bienes	23,3	1,39	0,08	-0,29	0,71	0,75	0,22	0,97	0,84	0,68
b. Servicios	26,6	1,57	1,53	1,75	1,77	0,91	0,93	1,85	0,99	1,75
II. No Subyacente	39,4	1,96	5,16	6,75	1,87	2,51	-1,65	0,83	1,83	3,38
1. Alimentos	22,5	0,28	3,73	5,82	1,62	5,02	-2,81	2,06	3,56	3,14
2. No alimentos	16,9	4,22	7,00	7,90	2,17	-0,52	-0,15	-0,67	-0,33	3,69
a. Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77	6,89	1,15	-2,62	-1,50	2,37	9,04
b. Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	0,06	1,06	1,12	-0,74	2,92
c. Servicios públicos	4,6	1,96	-1,98	6,19	-1,72	-3,85	0,65	-3,22	-3,01	-0,39
III. Total	100,0	1,52	2,48	3,48	1,49	1,49	-0,35	1,14	1,29	2,10

Gráfico 72
INFLACIÓN SUBYACENTE

(Variación porcentual últimos 12 meses)



Inflación subyacente

88. La tasa de inflación subyacente, indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios, aislando los componentes más volátiles del índice general, acumuló 1,5 por ciento en los últimos doce meses. Luego de la aceleración que registró entre noviembre de 2005 (1,0 por ciento) y abril de 2006 (1,4 por ciento), lo 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), este indicador se ha mantenido entre 1,3 y 1,5 por ciento entre mayo de 2006 y mayo de 2007.

En mayo 2007, los diferentes indicadores de inflación tendencial¹² se ubican entre 0,8 por ciento y 1,7 por ciento. Estos bajos niveles de inflación -ubicados por debajo o en la parte inferior del rango meta- en un contexto de ciclo económico expansivo, reflejarían mejoras de productividad, mayor competencia y ausencia de presiones de costos laborales en la economía.

Inflación no subyacente

89. La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran administrados, acumuló una variación de 1,8 por ciento entre enero y mayo de 2007. Destacaron el aumento en los precios de cebolla, huevos y carne de pollo, lo que fue parcialmente compensado por la caída en los precios de tomate, así como de tarifas de electricidad y telefónicas.

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

Gráfico 73
INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN NO SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)

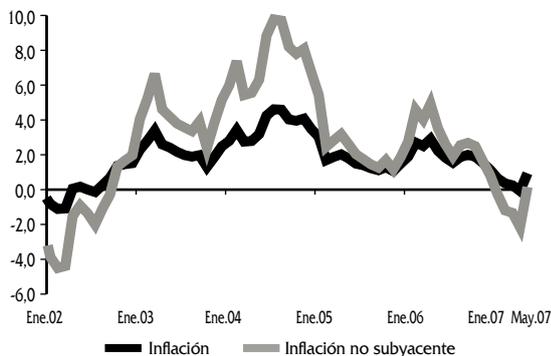


Gráfico 74
PRECIO DE LOS HUEVOS
(Nuevos soles por kg.)

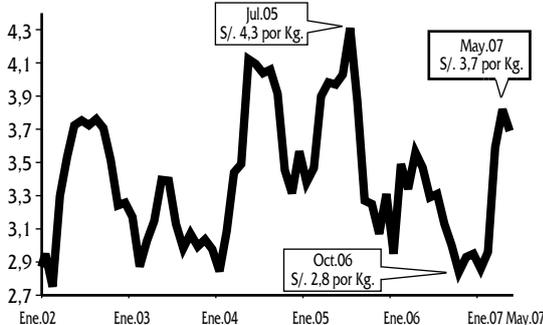
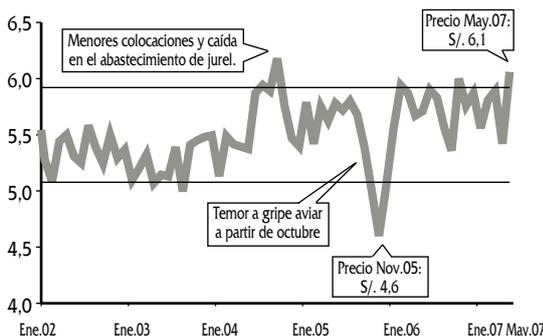


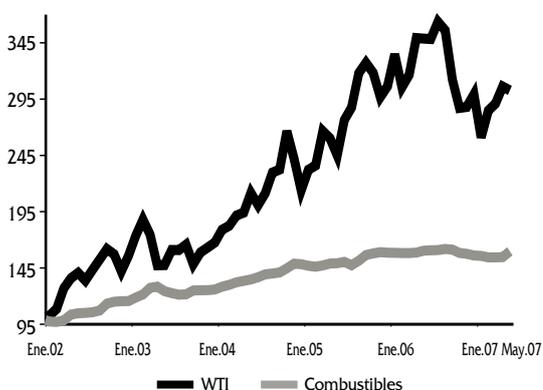
Gráfico 75
PRECIO DEL POLLO
(Nuevos soles por kg.)



- **Cebolla:** El precio registró un aumento de 40,5 por ciento, de acuerdo a su evolución estacional. En Arequipa, que es la principal zona abastecedora de Lima, el precio pasó de S/. 0,50 por Kg. a fines de abril a S/. 1,20 por Kg. a partir de la segunda quincena de mayo, lo que se atribuye, además del factor estacional, a una disminución de las hectáreas cosechadas.
- **Huevos:** El incremento del precio de los huevos (25,0 por ciento) obedeció principalmente a una recuperación del precio relativo, debido a una mayor demanda estacional.
- **Pollo:** Si bien la variación promedio del precio en todo el período fue de 3,3 por ciento, durante los meses de enero a mayo, el precio mantuvo su tradicional comportamiento fluctuante, destacando la caída de 6,9 por ciento en abril y el alza de 10,6 por ciento en mayo. Las disminuciones del precio en abril respondieron básicamente a un alto nivel de oferta ya que las colocaciones de pollos bebé correspondientes a la oferta del período enero-mayo 2007 fueron mayores en 9 por ciento a las mismo período del año anterior. El alza del precio en mayo respondió a una mayor demanda, motivada tanto por las celebraciones del día de la Madre, como por el menor abastecimiento de algunas especies hidrobiológicas de alto consumo popular (bonito, lisa, y perico, entre otros).

12 La metodología de estos indicadores se encuentra en la Nota de Estudios No. 11, 2006.

Gráfico 76
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y
PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
 (Índices diciembre 2001 = 100)



- **Tomate:** El precio del tomate disminuyó 15,6 por ciento debido a un aumento de la producción (29 por ciento en el período enero-abril), resultado de la mayor área sembrada en los departamentos de Lima e Ica.
- **Combustibles:** el precio interno de los combustibles registró un incremento promedio de 2,4 por ciento entre enero y mayo de 2007. En el mercado internacional, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) pasó de US\$ 62 en diciembre 2006 a US\$ 63 en mayo 2007.

Cuadro 33

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES

(Variación porcentual mensual)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 Ene.-May.
Combustibles	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	2,4
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	-6,2	3,1
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3	1,3
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	2,2	2,3
Cotización Internacional WTI						
US Dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	61,9	63,4
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	198,6	200,9

Fuente: INEI, Bloomberg.

- **Tarifas de servicios públicos:** Entre enero y mayo destaca la reducción de las tarifas de electricidad (2,8 por ciento) y telefónicas (7,2 por ciento). La caída en las tarifas telefónicas refleja principalmente la reducción de la renta básica mensual de la línea clásica residencial y un conjunto de planes tarifarios, producto de la negociación entre el Estado y Telefónica.

Cuadro 34

TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

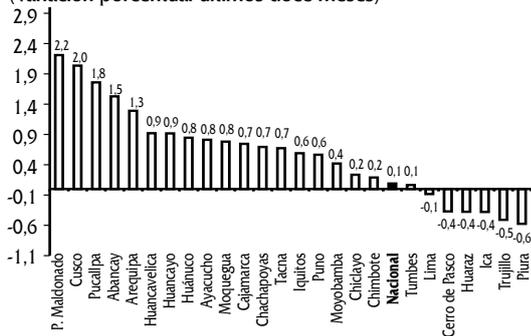
(Variación porcentual mensual)

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

Fuente: INEI.

Gráfico 77
INFLACIÓN NACIONAL ABRIL 2007

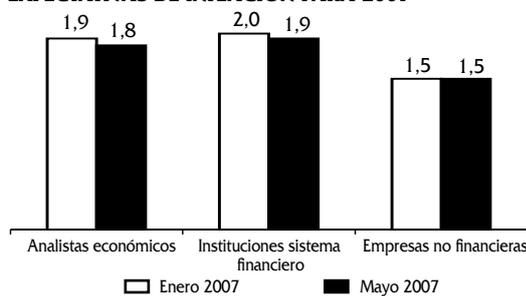
(Variación porcentual últimos doce meses)



Inflación nacional

90. 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 entre abril 2006 y abril 2007 fue 0,1 por ciento. En 18 ciudades se observó un incremento mayor que el promedio, mientras que las restantes 7 tuvieron una inflación media menor que el promedio, de éstas, 6 mostraron inflación negativa.

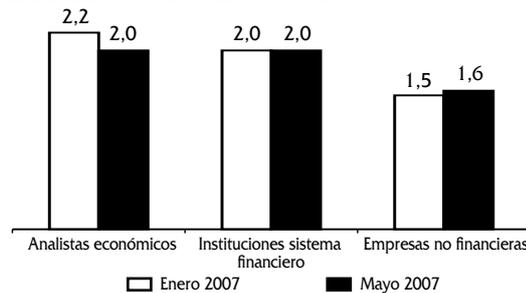
Gráfico 78
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2007



Las ciudades con mayor crecimiento de precios fueron Puerto Maldonado (2,2 por ciento), Cusco (2,0 por ciento) y Pucallpa (1,8 por ciento). En contraste, las ciudades que registraron menor crecimiento de precios fueron: Piura (-0,6 por ciento) y Trujillo (-0,5 por ciento).

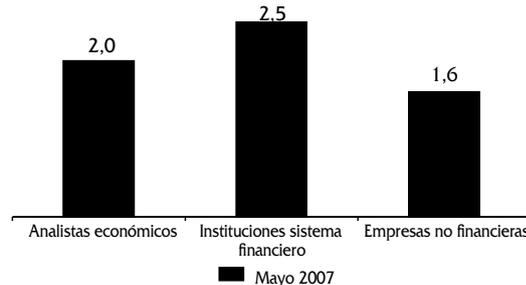
Expectativas

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2008



91. 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 realizadas a los agentes económicos por el BCRP muestran que en los últimos años se ha reforzado la credibilidad de la política monetaria de manera tal que las expectativas de inflación se encuentran ancladas en la meta a lo largo del horizonte de proyección.

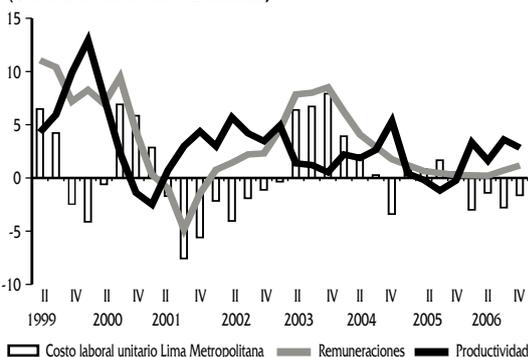
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2009



Costo laboral unitario

92. El costo laboral unitario (CLU) se define como el cociente entre las remuneraciones y la productividad media del trabajo. Si las remuneraciones aumentan (disminuyen) más que la productividad, el CLU aumenta (disminuye). Con información preliminar de remuneraciones para diciembre de 2006 se calcula el CLU para Lima Metropolitana (global y del sector manufactura).

Gráfico 79
COSTO LABORAL UNITARIO, REMUNERACIONES Y PRODUCTIVIDAD
(Variación últimos 12 meses)



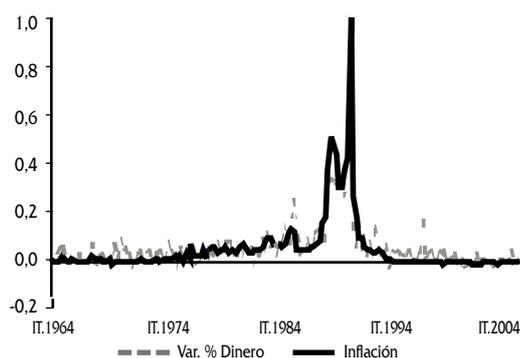
Analizando las variaciones porcentuales últimos doce meses del CLU y sus componentes, se observa que en el caso del indicador de Lima Metropolitana, que la productividad del trabajo viene creciendo a tasas mayores que las remuneraciones por lo que las variaciones del CLU siguen siendo negativas.

RECUADRO 7

IMPACTO DE LA GLOBALIZACIÓN EN LA INFLACIÓN

La reducción de la inflación en el Perú durante la década pasada hasta alcanzar niveles internacionales ha venido acompañada de una menor incertidumbre (volatilidad) de la inflación.¹³ El proceso de desinflación y la menor incertidumbre sobre la inflación (de largo plazo) estarían asociados a los cambios en la conducción de la política monetaria hacia posiciones más intolerantes a la inflación; a la adopción completa del esquema de metas de inflación y, finalmente, al cambio del instrumento de política desde un agregado monetario hacia una tasa de interés.

INFLACIÓN Y DINERO



Evolución Inflación

Período	Tasa de Inflación Mensual	
	Promedio	Desv. Est.
1951 - 1960	0,60	0,99
1961 - 1970	0,78	0,97
1971 - 1980	2,41	2,40
1981 - 1990	16,40	38,28
1991 - 2000	1,88	2,58
2001 - 2006	0,16	0,36

Los choques transitorios a la inflación, asociados a la inflación no subyacente, también habrían disminuido en volatilidad. Esto podría deberse a los efectos beneficiosos de una política monetaria claramente adversa a la inflación y exitosa en anclar las expectativas de los agentes alrededor de la inflación meta.

Adicionalmente, la globalización es un factor que puede haber contribuido a mantener los precios bajos y a reducir la incertidumbre sobre la inflación. Así, por ejemplo, la mayor oferta de bienes importados (de países intensivos en mano de obra no calificada) a menores precios que los bienes domésticos, puede haber presionado hacia menores niveles de inflación. Esta nota, discute los canales por los cuales la globalización puede haber tenido este efecto.

El nivel de inflación estaría determinado por las presiones de demanda (la brecha producto), las expectativas de inflación, el efecto traspaso (de cambios en los precios importados hacia la inflación) y los márgenes de ganancia sobre los costos marginales ¹⁴. La evolución reciente de estos factores respondería a la conducción de una política monetaria adversa a la inflación en un contexto favorable de globalización. A continuación se discute los mecanismos que explican cada uno de estos factores y su influencia en la inflación.

a) Presiones de demanda

Usualmente un ritmo de crecimiento de la demanda agregada por encima del nivel del producto potencial genera presiones inflacionarias. En los últimos años, la demanda agregada en nuestra economía ha venido creciendo a ritmos por encima del 5 por ciento. No obstante ello, la inflación total se ha mantenido dentro de la banda meta (incluso con sesgo hacia el límite inferior). Esto puede deberse a que el producto potencial habría aumentado también como resultado de nuevas inversiones productivas y por el aumento de la productividad de factores.

Alternativamente, la globalización puede haber aumentado los niveles a los cuales la brecha producto es consistente con la estabilidad de precios. La presencia de productos importados más baratos puede haber modificado la oferta laboral al haber elevado el bienestar de los trabajadores, sin requerir aumentos del salario real. Este factor habría actuado como un choque de oferta positivo que contrarrestó la presión de demanda agregada y mantuvo la inflación

13 Castillo, Humala y Tuesta (2007) evalúan la relación positiva entre el nivel y volatilidad de la inflación y muestran que la dinámica de inflación en el Perú ha estado sujeta a cambios de régimen.

14 El marco conceptual correspondiente es la curva (de oferta) de Phillips que representa una ecuación de inflación del tipo nekeynesiana híbrida. También pueden considerarse los choques de oferta, pero la política monetaria no puede influenciar éstos. Vega y Winkelried (2005) señalan un efecto de arrastre de precios internacionales a precios domésticos, adicional al efecto traspaso.

bajo control (colaborando, así, con la política monetaria). Sin embargo, este resultado de la globalización podría ser sólo transitorio¹⁵ y, por lo tanto, la decisión de política monetaria de contrarrestar una presión de demanda agregada ser condicional a la permanencia de este efecto sobre la oferta agregada.

Teóricamente, Bean (2007) refiere la posibilidad de una menor pendiente de la curva de Phillips debido a los cambios de régimen en la inflación inducidos por las modificaciones en la política monetaria¹⁶. El esquema de metas de inflación habría mantenido ancladas las expectativas inflacionarias correctamente. En tal sentido, los negocios requerirían mover menos sus precios en el corto plazo si los niveles de inflación son bajos.

b) Expectativas de inflación

La adopción del esquema de metas de inflación a partir del 2002 habría reforzado la credibilidad de los agentes económicos en una política monetaria adversa a la inflación. La mayor autonomía del banco central y el manejo de instrumentos de política monetaria orientados al mercado habrían también contribuido a esta mayor credibilidad. Las expectativas de inflación estarían ancladas alrededor de la meta y la volatilidad de los choques de corto plazo a la inflación sería también menor. Así, este componente estaría bajo control y no presentaría mayores riesgos de desvíos respecto a la meta de inflación.

c) El efecto traspaso

Las variaciones en los precios internacionales pueden ser transmitidas directamente hacia movimientos en el nivel de precios, por su participación en el índice de precios al consumidor (IPC) doméstico. Indirectamente, los precios de los insumos importados pueden influenciar también los precios domésticos de los bienes finales en cuya producción participan. Adicionalmente, aún si los precios internacionales (inflación externa) se mantienen estables, movimientos en el tipo de cambio nominal pueden traspasar impulsos a los precios internos y, con ello, a la inflación.

Debe considerarse, sin embargo, que la globalización representa un choque a los precios relativos y no, necesariamente, al nivel de precios absolutos. Los bienes importados son solo una parte de la canasta de consumo del IPC. El efecto final depende de qué pasa con los precios de los bienes producidos localmente.¹⁷ Así, por ejemplo, los precios de los productos transables que son sustitutos cercanos de las importaciones pueden también reducirse. Entonces, el efecto completo dependería de qué pasa con los precios de los bienes no transables, los cuales podrían aumentar rápidamente si los consumidores reaccionan al incremento de su poder de compra (importaciones baratas) incrementado su gasto en estos bienes, elevando sus precios y contrarrestando el efecto anterior.

d) Márgenes sobre los costos marginales

Incrementos en los costos pueden ser transferidos hacia los precios en la medida que el grado de competencia en los mercados y la permanencia de los cambios permitan a las empresas ajustar sus precios correspondientemente. Este efecto se habría reducido con la persistencia de la inflación en los últimos años. La menor inflación, en nivel y volatilidad, habría también reducido la persistencia de la inflación y esto contribuido a incrementar la competencia en los mercados y, con ello, mantener los márgenes de las empresas.

En general, en el largo plazo, si el país tiene un sistema cambiario flexible y conduce una política monetaria independiente, puede efectivamente escoger su tasa de inflación. Los efectos de la globalización sobre la inflación podrían ser sólo temporales, pero se requiere mayor investigación empírica para precisar su magnitud.

Referencias

- * Bean, Charles (2007). Globalisation and inflation. *World Economics*, Vol. 8, No. 1, enero - marzo.
- * Castillo, Paúl; Alberto Humala y Vicente Tuesta (2007). Monetary policy, regime shifts, and inflation uncertainty in Peru (1949 - 2006). Documento de Trabajo No. 2007-05, Banco Central de Reserva del Perú, marzo.
- * Rogoff, Kenneth (2003). Globalization and global disinflation. Mimeo, Preparado para la Conferencia "Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy" de la Reserva Federal de Kansas City, agosto.
- * Vega, Marco y Diego Winkelried (2005). How does a global disinflation drag inflation in small open economies?. Documento de Trabajo No. 2005-001, Banco Central de Reserva del Perú, enero.

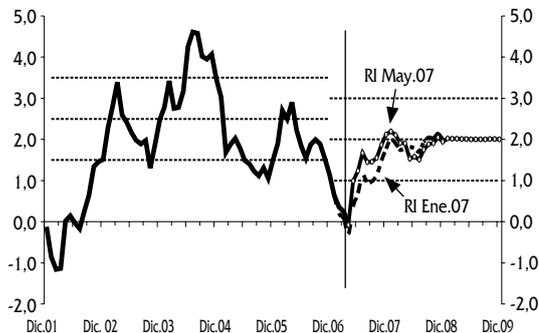
15 Los trabajadores pueden incluir en sus demandas salariales, las ganancias por términos de intercambio y, así, contrarrestar el efecto inicial (Bean, 2007). El efecto de precios crecientes del petróleo habría contrarrestado también esta presión a la baja de los precios importados.

16 Castillo, Humala y Tuesta (2007) proveen evidencia para Perú sobre cambios de régimen en inflación y en la política monetaria. Vega y Winkelried (2005) respecto al cambio de pendiente en la curva de Phillips. Rogoff (2003) sugieren cambios en el proceso de inflación en los principales países desarrollados.

17 Esta distinción es enfatizada por Bean (2007).

Pronósticos de inflación

Gráfico 80
INFLACIÓN 12 MESES PROYECTADA

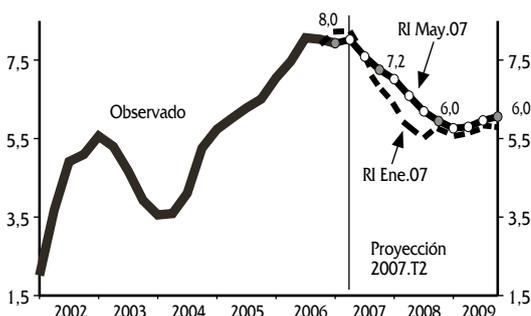


RI: Reporte de Inflación.

93. Se espera que en los próximos meses de 2007 la inflación converja gradualmente al nivel meta de 2,0 por ciento. De esta forma, se proyecta una reversión de la tendencia decreciente que mostró dicha variable a partir de setiembre de 2006. Con respecto al Reporte de enero 2007, la proyección se diferencia por el hecho de que la convergencia hacia la meta de 2 por ciento se produce más rápidamente. Ello se debe a que se ha revisado al alza el supuesto del precio doméstico de combustibles durante el presente año, lo cual implica un efecto marginal alto en la proyección de inflación para los siguientes meses. Más aún, la inflación podría ubicarse ligeramente por encima de 2 por ciento alrededor de finales del año. Sin embargo, a partir de mediados de 2008 la trayectoria de la inflación no presenta mayores diferencias con relación al escenario mostrado en el Reporte de enero. Ello equivale a decir que no se han efectuado revisiones importantes sobre la evolución esperada de los determinantes macroeconómicos de la inflación en el mediano plazo.

94. Si bien en el actual Reporte de Inflación se han revisado levemente al alza los precios esperados de los combustibles en el mercado doméstico y los servicios públicos, se mantiene la previsión de condiciones estables de oferta de alimentos. Así, la reversión de los choques de oferta no implicará desvíos significativos de la inflación no subyacente respecto al nivel meta. Por lo tanto, son los factores sensibles a la política monetaria del BCRP los que determinan la convergencia de la tasa de inflación hacia un nivel de 2 por ciento en el horizonte de proyección. Entre estos factores, que constituyen los fundamentos macroeconómicos de la inflación tendencial, se hallan las expectativas de los agentes acerca de la evolución de los precios, el crecimiento de la actividad económica y, por último, los determinantes de la denominada inflación importada, tales como el tipo de cambio y las cotizaciones internacionales de combustibles y alimentos.

Gráfico 81
CRECIMIENTO DEL PBI
(Tasas de variación promedio últimos 4 trimestres)



RI: Reporte de Inflación.

95. Se prevé que la inflación importada no genere presiones significativas en el horizonte de proyección. El presente Reporte incorpora una revisión moderada en el precio internacional de los combustibles para el presente año, así la cotización internacional promedio se elevaría de US\$ 62 a US\$ 63 por barril en relación al estimado en el Reporte de enero, en tanto que para 2008 se revisa desde US\$ 65 a US\$ 67 por barril.

96. La expansión de la actividad económica se explica tanto por factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, se conserva la previsión de términos de intercambio favorables,

así como de un impulso fiscal positivo y de condiciones financieras en línea con un auge del crédito sustentado en la alta confianza de consumidores e inversionistas. Por otra parte, el crecimiento de la oferta se explica por el aumento de la productividad total de factores y por las perspectivas de inversión sostenida en sectores tales como minería y generación eléctrica; esta expansión de la oferta se considera compatible con un PBI potencial que crecería a tasas cercanas a 6 por ciento en el horizonte de proyección.

La proyección de crecimiento del PBI para el cierre de 2007 y trimestres posteriores se ha incrementado con respecto al Reporte de enero. Esta revisión se explica fundamentalmente por una menor magnitud esperada en la reducción de los términos de intercambio.

VIII. Balance de Riesgos

97. El balance de riesgos es la evaluación y ponderación de los diferentes escenarios de riesgo de desvío de la proyección respecto al escenario base. Distintas fuentes de choques pueden impactar sobre la inflación en uno u otro sentido.

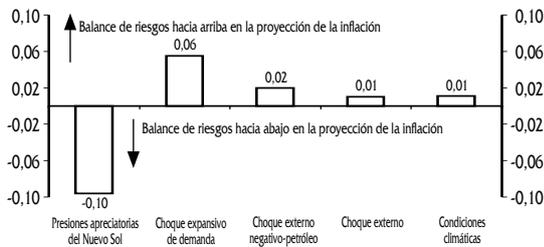
98. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones del escenario central son los siguientes:

- **Presiones apreciatorias del Nuevo Sol.** En un escenario de apreciación del Nuevo Sol, la inflación importada presionaría la inflación hacia la baja. Frente a esta eventualidad, el BCRP podría mantener por más tiempo la tasa de referencia actual o reducir dicha tasa.
- **Choque expansivo de demanda.** El alto crecimiento de la demanda interna se ha desacelerado en el primer trimestre, pasando de 12,6 por ciento en el cuarto trimestre de 2006 a 10,2 por ciento en el primer trimestre de 2007. Si se presentara una expansión del gasto interno que exceda el crecimiento de la productividad y cree presiones inflacionarias, el BCRP elevaría la tasa de interés de referencia.
- **Choque externo negativo por precio internacional del petróleo.** El riesgo geopolítico que generó una elevación del precio del petróleo en los primeros meses de 2007 aún no se ha disipado. Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado de petróleo impulsaría el precio de este combustible por encima de los niveles considerados en el escenario base de proyección.

Ante un choque de oferta como este, el BCRP sólo reaccionaría si se produjera una elevación de los precios generalizada y sostenida, y si las expectativas de inflación de los agentes se modificaran hacia niveles inconsistentes con la meta de inflación. Este no ha sido el caso de los últimos episodios de alzas de precios internacionales de combustibles ya que las expectativas de inflación se han mantenido dentro del rango meta.

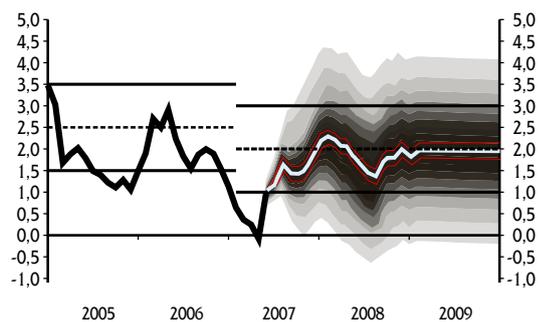
Gráfico 82
FACTORES DE RIESGO EN LA PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN^{1/}

(Puntos porcentuales de desvío de la inflación dos años hacia adelante)



1/ Se muestra el impacto parcial de cada uno de los factores de riesgo en el balance de la proyección de inflación. Una forma de medir la asimetría de la densidad predictiva de la inflación es a través de la diferencia entre la media y el valor central (moda). Para cada uno de los factores de riesgo se construyen densidades predictivas de inflación (derivadas del carácter asimétrico de los factores) y se extraen las asimetrías.

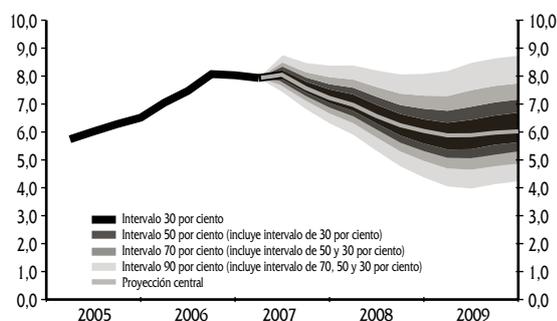
Gráfico 83
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN
(Variación porcentual 12 meses)



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

Gráfico 84
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.

- **Choque externo negativo.** El entorno internacional se mantiene favorable en el horizonte de proyección con una reversión gradual del alza de los términos de intercambio y una desaceleración transitoria de la economía de Estados Unidos y con el resto del mundo, en particular Asia, creciendo a tasas elevadas. Este escenario supone una corrección moderada de los desequilibrios mundiales fiscales y de balanza de pagos. Un escenario de corrección severa de los precios de las materias primas de exportación y/o una situación de recesión en Estados Unidos (donde el menor dinamismo del sector construcción se extienda al resto de la economía de dicho país y se registre una contracción de las importaciones) implicaría, dependiendo del movimiento de capitales externos en las economías emergentes, una depreciación del Nuevo Sol y posteriormente un impulso a la baja en el dinamismo de nuestra economía. Esta situación podría acentuarse de no aprobarse el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC).

Esta menor demanda internacional podría implicar un menor dinamismo de la actividad económica doméstica, de manera que el BCRP podría mantener por más tiempo la tasa de interés de referencia, en tanto se mantengan las condiciones normales en los mercados cambiarios y financieros.

- **Choque negativo de oferta por condiciones climáticas adversas.** El escenario base considera unas condiciones climáticas estables para el periodo 2008-2009. La probabilidad de la aparición de un Fenómeno El Niño fuerte es reducida para 2008. Existe una baja probabilidad de presencia de un Fenómeno de la Niña, el cual implicaría temperaturas más bajas de lo normal que podrían afectar la actividad agrícola, causando por tanto efectos temporales sobre los precios de los alimentos.

Ante este evento el BCRP sólo reaccionaría si el alza de precios agrícolas afectara las expectativas de inflación y se propagara a los demás precios de la economía.

99. La ponderación de los diversos riesgos de presiones al alza o baja de la inflación con respecto al escenario base da como resultado un balance neutral -sin sesgos- sobre la proyección de inflación. Los factores de riesgo se pueden aproximar a través de la cuantificación de la probabilidad de ocurrencia del factor y su impacto en términos de desvío de la proyección de inflación si este riesgo se materializa. En el caso del PBI, la ponderación de los diversos factores que afectan la proyección presenta una asimetría al alza.

CONCLUSIÓN

100. Se prevé que la inflación a 12 meses empiece a converger a la meta de 2 por ciento a lo largo del año para estabilizarse alrededor de esta meta durante el resto del horizonte de proyección. Este contexto de estabilidad de precios se mantendrá acompañado por un crecimiento sostenido del PBI en niveles cercanos al nivel potencial. Los diversos factores de riesgo apuntan a un posible balance de riesgos neutral en la proyección de inflación.

