

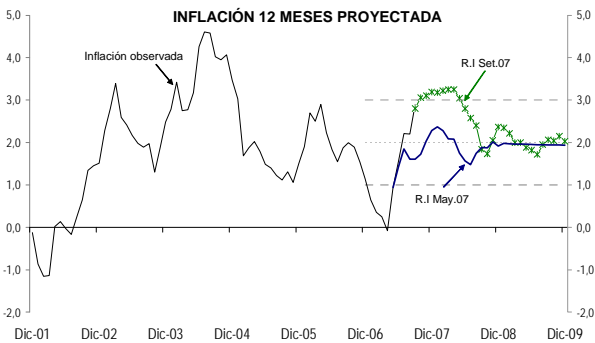


# Reporte de Inflación

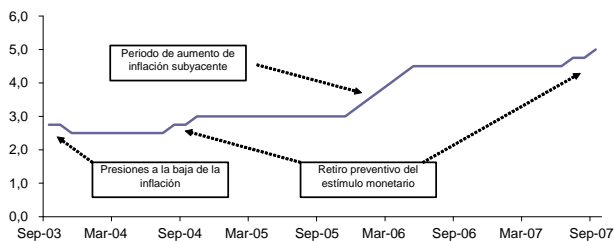
## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

Setiembre 2007

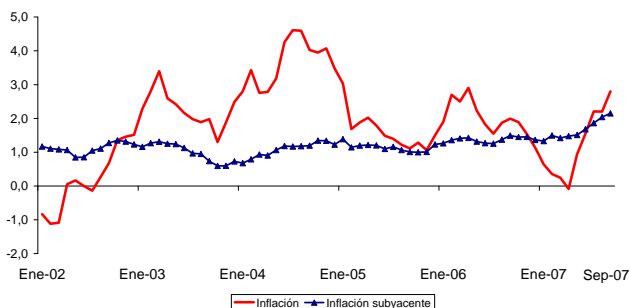
Este tercer Reporte de Inflación de 2007 contiene una descripción de los factores que explicaron la inflación en lo que va del presente año y las proyecciones macroeconómicas para los años 2008 y 2009.



TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL  
SETIEMBRE 2003 - SETIEMBRE 2007  
(En porcentajes)



INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SUBYACENTE  
(Variaciones 12 meses)



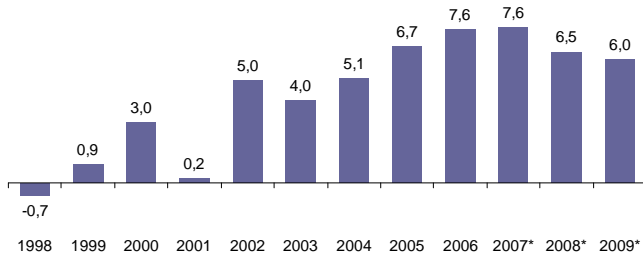
La tasa de **inflación** se viene ubicando por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación de mayo –pasando la tasa de variación últimos doce meses de 0,9 por ciento en mayo a 2,8 por ciento en setiembre– debido a una mayor magnitud y duración del periodo de alzas en las cotizaciones internacionales de combustibles e insumos para la producción de alimentos como el trigo, maíz y soya. La tasa de inflación importada últimos doce meses se elevó de 0,6 por ciento en mayo a 6,1 por ciento en setiembre. Estas alzas no tendrán efectos permanentes sobre la tasa de inflación, en tanto no afecten las expectativas de los agentes ni se trasladen al resto de precios de la economía.

El Directorio del Banco Central decidió aumentar en los meses de julio y setiembre la **tasa de interés de referencia** para el mercado interbancario en 25 puntos básicos, en cada caso, con lo cual se ha pasado de un nivel de 4,5 por ciento en mayo a 5,0 por ciento en la actualidad. Este retiro paulatino del estímulo monetario constituye una acción preventiva que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria con el fin de evitar que el alto crecimiento de la demanda interna genere presiones inflacionarias, así como de mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos. El Directorio del BCRP acordó en octubre mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,0 por ciento.

La **inflación subyacente** –indicador tendencial del crecimiento de los precios– se elevó de 1,5 por ciento en mayo a 2,1 por ciento en setiembre, situándose de esta manera alrededor del nivel meta, luego de haberse ubicado entre 1,3 y 1,5 por ciento desde mediados de 2006. Esta evolución obedece al traslado de mayores precios de insumos importados, en un contexto de un alto crecimiento de la demanda interna, que viene siendo contrarrestado por un aumento de la capacidad productiva debido tanto a la mayor inversión, así como por un fortalecimiento del Nuevo Sol y por expectativas de inflación ancladas a la meta del Banco Central.

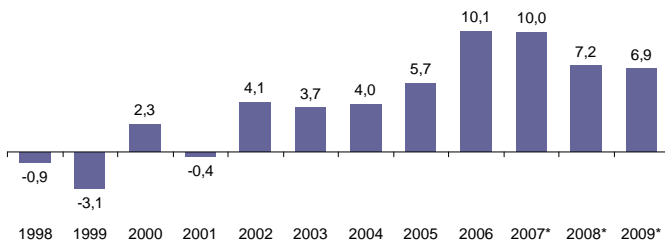
El escenario central de proyección del presente Reporte prevé que la inflación se ubicará en los siguientes meses alrededor del límite superior del

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



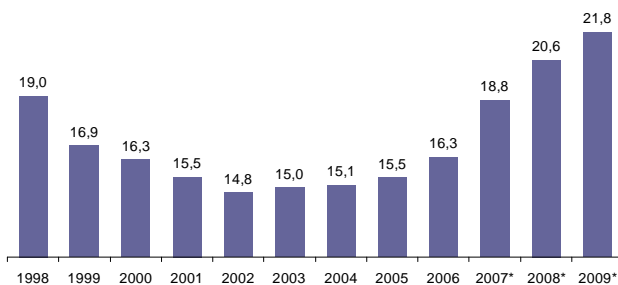
\* Proyección.

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



\* Proyección.

**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

rango meta (3,0 por ciento) por efecto de los choques que se vienen presentando; para luego converger al nivel meta de 2,0 por ciento hacia el segundo semestre de 2008.

La **demanda interna** continúa mostrando incrementos importantes, por encima del crecimiento del producto. En particular, el consumo privado y la inversión privada han mantenido un alto ritmo de crecimiento, reflejando el optimismo de consumidores y empresarios en un contexto de alto incremento del ingreso nacional disponible, altos precios de nuestras principales materias primas de exportación y bajo costo del crédito.

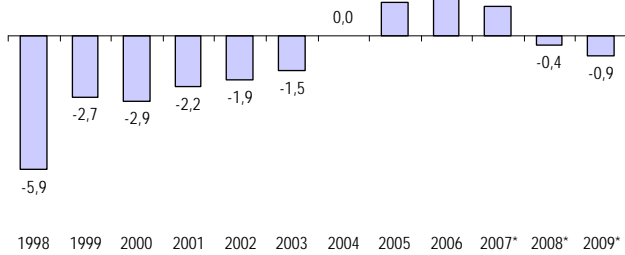
El dinamismo en la demanda interna ha sido acompañado por el incremento de las importaciones, especialmente de las de bienes de capital que registraron un crecimiento de 45 por ciento en el periodo enero - julio de 2007. Teniendo en cuenta esta dinámica, **se ha elevado la previsión de crecimiento del PBI de 7,2 a 7,6 por ciento para 2007**. Sin embargo, se prevé que en 2008 el entorno internacional menos favorable incidirá en un crecimiento menor del ingreso disponible, moderando de esta manera el impulso de demanda hacia tasas aún altas pero más sostenibles en el largo plazo.

La **inversión del sector privado** ha venido siendo el componente más dinámico de la demanda desde el inicio de la actual fase de expansión, y desde el año 2006 su crecimiento se ha acelerado al registrar tasas de alrededor de 20 por ciento. En los primeros seis meses de este año ha crecido 21,9 por ciento y sólo en el segundo trimestre aumentó 24,3 por ciento.

Durante los últimos meses se han registrado nuevos desarrollos en el **escenario internacional**: la incertidumbre sobre la calidad de la cartera hipotecaria del segmento de alto riesgo (*subprime*), la inyección de liquidez por parte de los bancos centrales de los países desarrollados que vienen inyectando liquidez en sus mercados, la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos y la decisión de la Reserva Federal (FED) de reducir en agosto y setiembre su tasa de redescuento en 50 puntos básicos en cada oportunidad, así como su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos en setiembre.

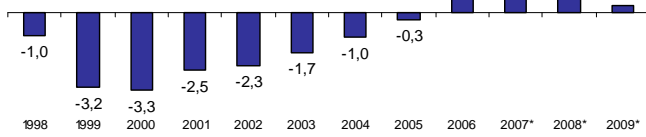
Perú, al igual que otras economías emergentes, presenta en la actualidad una posición más sólida para enfrentar entornos internacionales como el observado en los últimos meses. La liquidez internacional, la mejor posición fiscal y los menores requerimientos de endeudamiento externo son factores que ayudan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

**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)



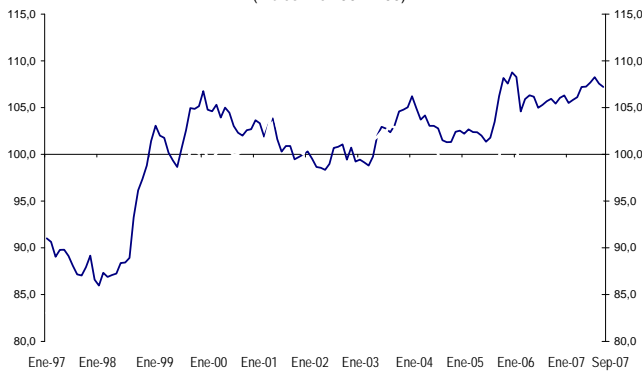
\* Proyección.

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

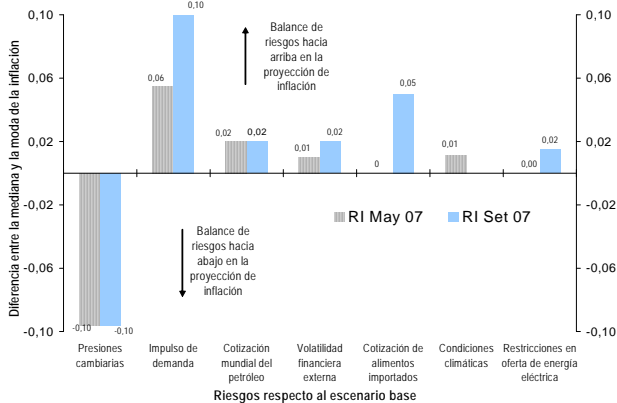


\* Proyección

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



**FACTORES DE RIESGO EN LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN**



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

El comportamiento de la posición fiscal continuó reflejando el buen desempeño de los ingresos tributarios asociados a los precios de las exportaciones, al dinamismo de la actividad económica y al menor ritmo de ejecución del gasto público. Así, el **superávit fiscal del Sector Público No Financiero (SPNF)** en el periodo julio 2006 - junio 2007 fue 3,1 por ciento del PBI (2,1 por ciento en 2006). Con este resultado y considerando que el Acuerdo de Promoción Comercial con Estados Unidos entraría en vigencia entre 2008 y 2009, se ha revisado la proyección de superávit fiscal de 2007 de 1,2 a 2,0 por ciento del PBI, mientras que para los siguientes dos años se proyecta un superávit de 1,0 y 0,3 por ciento, respectivamente.

La evolución del **tipo de cambio** nominal Nuevo Sol/dólar continuó reflejando el desarrollo favorable de las cuentas externas, el proceso de desdolarización financiera y la propia debilidad del dólar en los mercados internacionales. El Banco Central continuó con sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad en este mercado y, en el caso de las compras de dólares, además para acumular preventivamente reservas internacionales y compensar las ventas de moneda extranjera al fisco.

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

Los riesgos planteados en el Reporte de Inflación de mayo se mantienen. La evolución de los últimos meses muestra que algunos de estos escenarios contingentes se han producido total o parcialmente, tales como mayores precios internacionales de petróleo, un debilitamiento del mercado inmobiliario de Estados Unidos con sus efectos sobre los mercados financieros internacionales y un mayor crecimiento de la demanda interna. A ello se añade los mayores precios de insumos importados de alimentos, en particular el trigo. La evolución reciente de la actividad económica doméstica y del entorno internacional hace necesario modificar el énfasis en cada uno de ellos. En particular, los riesgos de prolongación de los choques financieros externos, de un impulso de demanda más fuerte se han acrecentado y de mayores cotizaciones de alimentos importados.

**Los principales factores que podrían desviar las proyecciones del BCRP del escenario central**

Mayores presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol	Mayor impulso de demanda	Mayor cotización internacional del petróleo	Mayor volatilidad financiera externa	Mayores cotizaciones de alimentos importados	Restricciones en la oferta de energía eléctrica
En un escenario de mayor apreciación significativa del Nuevo Sol, presionando a la baja la inflación por debajo de la meta, el Banco mantendría por más tiempo o reduciría la tasa de referencia actual.	Un mayor crecimiento de la demanda interna se traduciría en un impulso sobre los componentes de la inflación más sensibles a movimientos en la demanda. En estas circunstancias, el Banco Central elevaría adicionalmente la tasa de referencia para mantener la inflación bajo control.	La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en el precio internacional de combustibles. Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado del petróleo impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.	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.	El escenario central asume que los desequilibrios entre oferta y demanda de los <i>commodities</i> alimenticios irán disminuyendo a lo largo del horizonte de proyección. Sin embargo, existe el riesgo de que los precios altos persistan, si hay un deterioro en las condiciones de oferta o se eleva aún más la demanda de biocombustibles.	Para este reporte se incluye el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Esto impactaría adversamente sobre las tarifas y los costos de las empresas.

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

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

RI: Reporte de Inflación

<sup>1/</sup> Proyección.

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

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