



REPORTE DE INFLACIÓN

Enero 2008

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas**



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas

Enero 2008

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

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen	7
I. Decisiones de política monetaria	11
II. Inflación	15
III. Escenario internacional	34
IV. Actividad económica	44
V. Balanza de pagos	55
VI. Finanzas públicas	64
VII. Mercados financieros	71
VIII. Balance de riesgos	84

RECUADROS

1. Efectos económicos de las medidas recientes de encaje.....	13
2. Precios de alimentos e inflación.	25
3. Formación de precios: Principales determinantes.....	27
4. Inflación e IPC nacional.....	30
5. Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles	
Derivados de Petróleo.	32
6. Los desarrollos recientes en Estados Unidos y su posible	
impacto en el resto del mundo	42
7. Balance de oferta y demanda del sector eléctrico.....	53
8. Dolarización de los créditos hipotecarios.....	80

El presente Reporte de Inflación se ha elaborado con información preliminar a diciembre de 2007 del producto bruto interno, la balanza de pagos, operaciones del sector público no financiero y de las cuentas monetarias. Los datos de inflación, tipo de cambio y mercados financieros corresponden a enero de 2008.

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 crecimiento económico sostenido.
- Para el logro de este objetivo, el Banco a partir del año 2002 ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de metas explícitas de inflación. En el año 2007 se bajó la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniéndose un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La reducción de la meta de inflación del Banco Central contribuye a anclar las expectativas de inflación en el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y a mostrar un mayor compromiso del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.
- Hasta 2005, la medición del cumplimiento de la meta se realizaba empleando la variación anual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana al mes de diciembre. Desde enero de 2006 la evaluación de la meta es continua, es decir, toma en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo a diciembre de cada año. Ante cualquier desviación de la meta, el Banco Central toma las acciones necesarias para retornar a la meta tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria.
- A principios de cada mes, dentro de un cronograma anunciado, 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 5 de octubre de 2007 y el próximo se publicará el 13 de junio de 2008.
- El presente reporte informa sobre la evolución de los principales desarrollos económicos de 2007 y contiene el escenario de proyección que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria para el periodo comprendido entre los años 2008 y 2009.

Resumen

- i. Durante el año 2007 se registraron en el mundo mayores tasas de inflación con niveles no vistos en muchos países en los últimos 10 años. Esta evolución responde principalmente a la secuela de varios años de alzas significativas de las cotizaciones internacionales de los combustibles y, más recientemente, de los precios de los alimentos en magnitudes no registradas desde la década del setenta.
- ii. En este contexto la tasa de inflación en Perú continuó ubicándose por encima de lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre, aunque dentro de lo previsto en las contingencias del balance de riesgos (mayor inflación importada). Desde octubre, la tasa de inflación acumulada en los últimos 12 meses se viene ubicando por encima del rango meta (4,15 por ciento en enero de 2008) debido principalmente al impacto del aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles. Los incrementos de precios de estos bienes importados impactaron en la inflación de forma directa a través del rubro alimentos de la canasta del consumidor y de forma indirecta a través de los costos de producción e insumos de las empresas. La inflación importada aumentó de 0,3 por ciento en 2006 a 10,5 por ciento en 2007.
- iii. Estas alzas no tendrían efectos permanentes sobre la tasa de inflación en tanto no afecten las expectativas de los agentes ni se trasladen al resto de precios de la economía. En tal sentido, los comunicados del Programa Monetario han enfatizado que el Banco Central se mantendrá vigilante a la evolución de la inflación y de sus determinantes, distinguiendo los factores temporales de aquellos permanentes, y efectuará los ajustes a la política monetaria que sean necesarios para asegurar la convergencia de la inflación al rango meta y el control de las expectativas inflacionarias.
- iv. El Directorio del Banco Central decidió aumentar en tres oportunidades la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario -julio y setiembre de 2007 y enero de 2008- pasando ésta de un nivel de 4,5 por ciento en junio de 2007 a 5,25 por ciento en enero del presente año. Estas medidas

constituyen una acción preventiva que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria con el fin de evitar que el alto crecimiento de la demanda interna genere presiones inflacionarias, así como de mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos.

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

- v. La demanda interna creció en 2007 por encima del producto. En particular, el consumo privado y la inversión privada mantienen altas tasas de crecimiento, las que reflejan el optimismo de los consumidores y de los empresarios, el mayor ingreso nacional disponible, el incremento del empleo, los altos precios de las principales materias primas que Perú exporta y la expansión del crédito. Así, en 2007 se estima que la demanda interna creció 11,0 por ciento, mientras que el PBI lo habría hecho en 8,5 por ciento superando las tasas de crecimiento estimadas en setiembre de 2007.
- vi. La evolución del entorno internacional indica una desaceleración del crecimiento de la economía mundial desde 4,9 por ciento en 2007 a 4,1 por ciento en 2008. El impacto de la evolución de los mercados mundiales se daría principalmente a través de una menor demanda externa - que se profundizará si se produce una recesión en Estados Unidos- así como a través de los menores precios relativos de los bienes que Perú exporta en términos de los que importa.
- vii. Se estima que el entorno internacional menos favorable influya sobre la desaceleración del crecimiento de la actividad económica y de la demanda interna para ubicarla en tasas más sostenibles en el largo plazo. Se proyecta así un crecimiento del PBI de 7,0 y 6,3 por ciento para 2008 y 2009, respectivamente.
- viii. El año 2007 cerró con un superávit fiscal cercano al 3,0 por ciento del PBI y se espera que en 2008 y 2009 el sector público alcance resultados fiscales positivos de 1,8 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, contribuyendo así a la estabilidad macroeconómica. La disminución del resultado fiscal que se proyecta para los próximos años se sustenta en la previsión de mayores gastos no financieros del Gobierno General. Con respecto al Reporte de Inflación de setiembre último, el resultado económico de 2008 y 2009 implica menores requerimientos de financiamiento, con la consiguiente reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI a niveles cercanos al 23 por ciento hacia fines del horizonte de proyección.

-
- ix. La evolución del tipo de cambio nominal Nuevo Sol/dólar continuó reflejando la posición favorable de las cuentas externas, el proceso de desdolarización financiera, la propia debilidad del dólar en los mercados internacionales y las expectativas de apreciación del Nuevo Sol por la tendencia esperada de aumento de los rendimientos de activos financieros locales versus los de los mercados desarrollados. El Banco Central continuó con sus intervenciones en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad en este mercado, acumular preventivamente reservas internacionales y compensar las ventas de moneda extranjera al fisco.
- x. Los principales riesgos que podrían desviar las proyecciones de inflación del escenario central son los siguientes:
- **Mayor desaceleración de la economía mundial.** El entorno internacional se caracteriza por una reversión de los términos de intercambio (debido principalmente a un aumento de los precios de importación), una desaceleración transitoria de la economía en 2008 y una recuperación leve en 2009. Una situación de recesión económica en Estados Unidos podría -con una corrección severa de los precios de las materias primas de exportación- generar volatilidad en el flujo de capitales externos para las economías emergentes y causar un impulso contractivo adicional en el dinamismo de la demanda. Frente a ello el BCRP mantiene un elevado nivel de reservas internacionales y continuaría con su política de intervención para reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. De ser necesario, el Banco flexibilizará su posición de política monetaria para atenuar presiones de demanda a la baja sobre la inflación en el horizonte de proyección.
 - **Mayor precio de combustibles.** La proyección central considera una reversión parcial de las recientes alzas en la cotización internacional de combustibles (que llegó hasta cerca de 100 dólares por barril el 2 de enero de 2008). Un escenario de mayor volatilidad al alza en el mercado de petróleo impulsaría el precio de los combustibles por encima de los niveles considerados en el escenario de proyección.

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

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

una posición más restrictiva para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenido.

- **Mayor cotización de *commodities* alimenticios.** El escenario central asume que no existirían significativos choques de oferta asociados a condiciones climáticas. Sin embargo, no se puede descartar el riesgo que los precios altos persistan o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta o si continúa elevándose la demanda por biocombustibles, con lo cual los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

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

- **Mayores presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol.** En un escenario de mayor apreciación significativa del Nuevo Sol, presionando a la baja la inflación por debajo de la meta, el Banco reduciría la tasa de referencia actual.
- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica:** En este reporte se mantiene el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Se estima que ello impactaría sobre las tarifas de electricidad y los costos de las empresas. Si esto ocurriera, la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan alineadas a la meta.

- xi. La ponderación de los diversos riesgos sobre la tasa de inflación con respecto al escenario base da como resultado un sesgo al alza sobre la proyección de inflación.

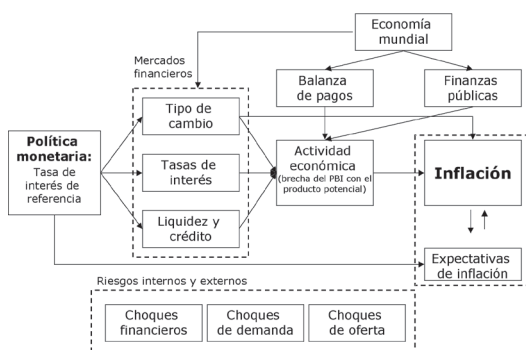
I. Decisiones de Política Monetaria

Los comunicados de política monetaria de los últimos meses han enfatizado que el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú se mantiene atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, distinguiendo aquellos que tienen efectos temporales de los que tienen efectos permanentes, para adoptar los ajustes necesarios en la tasa de interés de referencia en caso se perciba un aumento de las expectativas de inflación o un incremento de la demanda interna que sobrepase el crecimiento de la capacidad productiva.

En julio y setiembre de 2007 el BCRP incrementó la tasa de política en 25 pbs en cada caso, dejándola en 5,0 por ciento hasta fin de año. Esta pausa permitió al Banco Central observar la reacción de la economía y evaluar el impacto de la turbulencia en los mercados internacionales originada en la crisis del mercado hipotecario subprime de Estados Unidos.

Sin embargo, los precios de los alimentos y combustibles importados y la demanda interna se elevaron más de lo previsto en el escenario central del reporte de setiembre de 2007, posibilidad que se había señalado en el balance de riesgos. Esta evolución de la inflación importada contribuyó al alza de la inflación subyacente en los últimos meses de 2007. Dada la revisión al alza de las expectativas de inflación de los agentes económicos, en enero de 2008 el Banco Central elevó la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,0 a 5,25 por ciento. Asimismo, desde febrero se elevaron los encajes para restringir el crecimiento de la liquidez y el crédito en un contexto de altos influjos de capitales externos de corto plazo.

Gráfico 1
CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



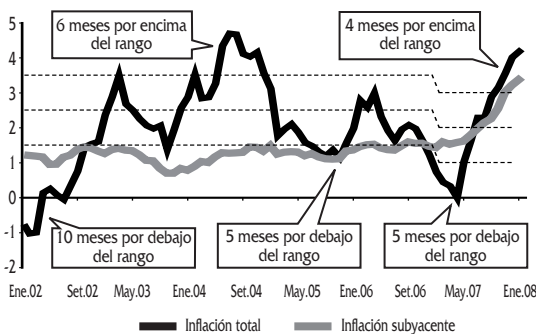
1. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) determina mensualmente el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios, luego de examinar la evolución y los pronósticos de la inflación, así como sus determinantes internos y externos, de manera que la inflación se ubique en 2,0 por ciento en el horizonte de política monetaria (de uno a dos años). Sin embargo, la tasa de inflación puede desviarse de la meta e inclusive ubicarse eventualmente fuera del margen de tolerancia (un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo).

En este sentido, el BCRP monitorea continuamente si estas desviaciones son de naturaleza permanente con el fin de tomar las medidas correctivas necesarias para asegurar el retorno de la inflación al rango meta, considerando que las decisiones de política monetaria afectan con rezago a la economía y a los precios.

2. El Directorio señaló, a través de las Notas Informativas del programa monetario, que la tasa de inflación acumulada a doce meses estaba siendo influenciada por las alzas de las cotizaciones internacionales de granos y petróleo, y esperaba que estos aumentos de precios por factores de oferta fueran transitorios, como había ocurrido durante los años 2004 y 2006.

El Directorio expresó su preocupación por el posible traslado a las expectativas inflacionarias de estos aumentos de precios internacionales y estimó que las alzas en los precios de la soya, el trigo y el petróleo no debían tener un impacto permanente y generalizado en los precios de la canasta del consumidor, en la medida que las expectativas se mantuviesen ancladas.

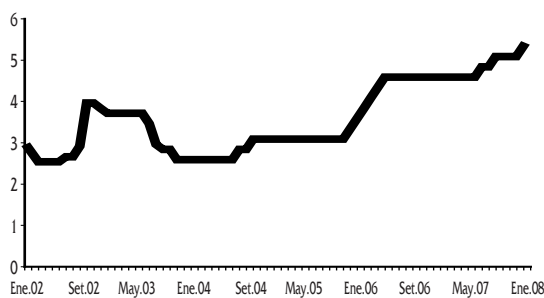
Gráfico 2
INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variaciones porcentual últimos 12 meses)



3. La desviación de la tasa de inflación acumulada anual por encima del 3 por ciento (banda superior del rango de la meta de inflación), ocurrida en el cuarto trimestre de 2007, obedeció fundamentalmente a la inflación importada. Así, se materializaban los riesgos que se señalaban en el reporte de inflación de setiembre 2007.

La mayor tasa de inflación, causada por la persistencia en las alzas de los precios de los alimentos, se habría trasladado parcialmente a expectativas y a algunos componentes de la inflación subyacente (por ejemplo leche evaporada). Esto reflejó el comportamiento de la tasa anual de inflación subyacente que pasó de 1,5 por ciento en mayo a 3,1 por ciento en diciembre. Esta evolución también estaría explicada por el alto crecimiento de la demanda interna que superó los estimados anteriores (crecimiento de 11 por ciento en 2007 versus 10 por ciento proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre 2007). El fuerte dinamismo de la demanda interna habría facilitado el traslado del alza de los precios internacionales de alimentos, insumos alimenticios y precio de combustibles al resto de precios de la economía, por lo cual la tasa de inflación subyacente sin alimentos se ubicó en 2,4 por ciento durante 2007.

Gráfico 3
TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentajes)



4. En este contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna, el Directorio elevó en enero de 2008 la tasa de interés de referencia de 5,0 a 5,25 por ciento para reducir los riesgos de una mayor propagación de la elevada inflación observada durante el último trimestre de 2007 hacia expectativas, y con el fin de asegurar que la inflación retorne al rango meta en el horizonte de proyección. En el mismo sentido apunta la elevación -desde febrero 2008- de las tasas de encaje aplicadas a obligaciones en moneda nacional y extranjera.

RECUADRO 1

EFFECTOS ECONÓMICOS DE LAS MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

Los cambios al régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera anunciados por el Banco Central el 16 de enero y vigentes a partir del 1 de febrero, tienen como objetivo reforzar el control monetario y reducir las necesidades de esterilización en un contexto de fuerte entrada de capitales externos de corto plazo y de turbulencia internacional. La elevación de las tasas de encaje en moneda nacional implica una posición más restrictiva de la política monetaria, ya que se traduciría en mayores tasas de interés activas y menores fondos prestables, por lo que favorecería una moderación del alto crecimiento del crédito del sistema financiero.

Las medidas implementadas son:

- Aumento de la tasa de encaje marginal de 30 a 40 por ciento para las obligaciones en moneda extranjera y a 15 por ciento para el caso de depósitos en moneda nacional.
- El monto promedio diario de las cuentas corrientes de los bancos en el BCRP deberá ser 2 por ciento de las obligaciones de los bancos, en lugar de 1 por ciento.
- La tasa de encaje mínima legal aumenta de 6 a 7 por ciento de las obligaciones sujetas a encaje.
- Se introdujeron nuevos instrumentos de esterilización como los depósitos a plazo en el BCRP y, posteriormente, los Certificados de Depósito de Negociación Restringida (CDBCRP-NR) y que sustituyen a los CDBCRP.
- Se introdujo una comisión a la transferencia de propiedad de los Certificados del BCRP.

Efectos sobre las tasas de interés

Las modificaciones en el régimen de encaje influyen sobre las tasas de interés mediante su impacto en el margen financiero de los bancos (una mayor tasa de encaje reduciría el margen financiero). Los bancos buscarían estabilizar su margen a través del incremento en el *spread* entre las tasas activas y pasivas, es decir, elevar la tasa activa y/o reducir la tasa pasiva.

Las modificaciones en el encaje legal tendrán un mayor impacto inicial en la medida que modifiquen el encaje medio y adicional a remunerar. El incremento en el encaje marginal tendrá un impacto gradual, a medida que la expansión de los depósitos vaya elevando el encaje medio.

En concordancia con los impactos en el margen financiero, se estima que el impacto inicial de las medidas sería equivalente a una elevación de la tasa de referencia de 25 pbs (principalmente por la elevación del encaje mínimo legal) y alrededor de 25 pbs adicionales por efecto del encaje marginal (50 pbs en total) en los siguientes meses.

$$\text{Margen Financiero} = (1 - \text{Tasa de encaje exigible}) * i_{\text{activa}} + (\text{Tasa de encaje exigible} - \text{Tasa de encaje mínimo legal}) * i_{\text{rem. encaje}} - i_{\text{pasiva}}$$

EFFECTO EQUIVALENTE ESTIMADO EN TASA DE REFERENCIA

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

^{1/} A diciembre 2008.

^{2/} En el largo plazo el encaje medio converge al marginal.

RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO:

Setiembre 2007 - Enero 2008

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

Octubre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,0 por ciento. Asimismo, manifestó que si se vislumbrara un aumento de las expectativas de inflación o un incremento de la demanda interna que sobrepase el crecimiento de la capacidad productiva y las ganancias de la productividad, el Banco adoptará ajustes preventivos adicionales de la tasa de interés de referencia.

Noviembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,0 por ciento. El Banco señaló que la reciente alza de la inflación por encima de la meta responde fundamentalmente a aumentos de los precios internacionales de algunos de los insumos alimenticios básicos. Por ello, el Banco sigue de cerca los desarrollos de la economía internacional y sus repercusiones sobre la inflación en el país.

Diciembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 5,0 por ciento. De igual forma manifestó que la reciente alza de la inflación por encima de la meta responde fundamentalmente a aumentos de los precios internacionales de algunos de los insumos alimenticios. Además señaló que la inflación de noviembre se ha reducido a 0,11 por ciento, tasa compatible con la meta de inflación.

Enero 2008: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,0 a 5,25 por ciento. Esta medida se adoptó para mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta frente al aumento de los precios internacionales de los alimentos en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna. El Directorio continúa atento a la evolución de la inflación y sus determinantes tanto internos como externos, distinguiendo aquellos que tienen efectos temporales de los que tienen efectos permanentes. El Banco adoptará los ajustes requeridos en la tasa de referencia para asegurar la convergencia de la inflación al rango meta, tal como ha sucedido en ocasiones anteriores.

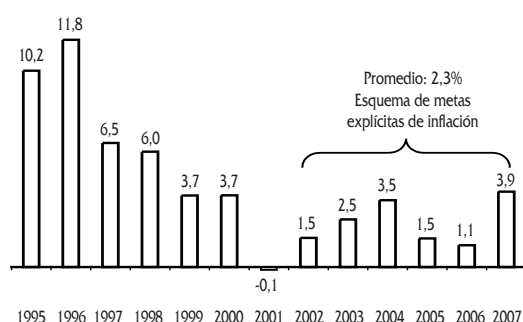
II. Inflación

La tasa de inflación en 2007 fue 3,9 por ciento, la tasa anual más alta desde 1998. La mayor inflación se debió principalmente al efecto del alza en el precio de alimentos e insumos importados (trigo, aceite de soya y petróleo), tal como lo refleja la evolución de la tasa de inflación importada que alcanzó 10,5 por ciento en 2007 después de registrar un incremento de 0,3 por ciento en 2006. Por su parte, la tasa de inflación subyacente -indicador de tendencia del crecimiento de los precios- pasó de 1,4 a 3,1 por ciento entre 2006 y 2007, como resultado de los mayores precios de los alimentos. Excluyendo el rubro de alimentos y bebidas, la tasa de inflación fue 2,0 por ciento.

El alza en el precio de alimentos es un fenómeno internacional. Tanto factores de oferta -como la disminución del área sembrada y sequías en los principales países productores- así como factores de demanda -como el incremento del consumo en países de Asia- han generado el fuerte incremento del precio internacional de los alimentos e insumos alimenticios.

En Perú, este fenómeno viene ocurriendo en un contexto de alto dinamismo de la demanda interna y viene afectando directamente los precios de algunos bienes finales de la canasta del consumidor (pan, comida fuera del hogar, leche evaporada), así como los costos de producción de las empresas (combustibles, insumos vinculados como plásticos y fertilizantes e insumos para la producción de alimentos).

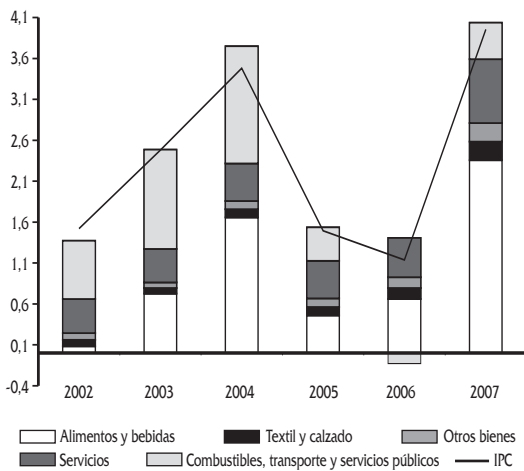
Gráfico 4
INFLACIÓN
(Variación porcentual acumulada)



Ejecución de la inflación

- Los rubros que más contribuyeron a la tasa de inflación de 3,9 por ciento en 2007 están asociados a la evolución del precio internacional de los alimentos e insumos importados. Estos rubros fueron pan, comida fuera del hogar, combustibles, leche evaporada y huevos; ligeramente contrarrestados por aquellos rubros con una contribución negativa como azúcar, legumbres frescas, teléfonos, papa y cebolla.

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL IPC ANUAL
(Puntos porcentuales)



La tasa de inflación promedio desde la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en enero de 2002 es de 2,3 por ciento, con una tasa de inflación subyacente promedio de 1,5 por ciento.

Cuadro 1

CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN 2007
(Puntos porcentuales)

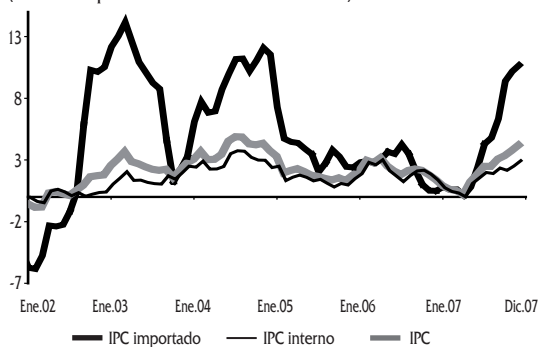
Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Pan	3,7	19,2	0,84	Azúcar	1,4	-9,2	-0,14
Comidas fuera del hogar	10,2	4,1	0,41	Legumbres frescas	0,4	-13,1	-0,07
Combustibles	3,9	6,4	0,36	Teléfonos	1,3	-7,2	-0,07
Leche evaporada	2,2	11,3	0,24	Papa	1,5	-4,0	-0,07
Huevos	0,7	33,1	0,23	Cebolla	0,4	-14,4	-0,07
Total			2,08				-0,42

El componente de alimentos y bebidas dentro del hogar explicó 2,4 puntos porcentuales de la variación del IPC (equivalente a 59 por ciento de la inflación), la mayor contribución al alza del IPC registrada desde la década del 90.

La inflación de enero de 2008 fue 0,22 por ciento, correspondiendo más de la mitad del incremento a alzas del precio de la papa y de comida fuera del hogar. Con este resultado, la tasa de inflación de los últimos 12 meses fue 4,15 por ciento. La inflación importada, por su parte, fue 0,5 por ciento, alcanzando una tasa últimos doce meses de 10,7 por ciento.

La tasa de inflación subyacente fue 0,25 por ciento en enero y 3,27 por ciento en los últimos doce meses. En esta evolución contribuyó el efecto de los mayores precios de alimentos, reflejados en el alza de la carne de res y la leche evaporada.

Gráfico 6
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Inflación importada

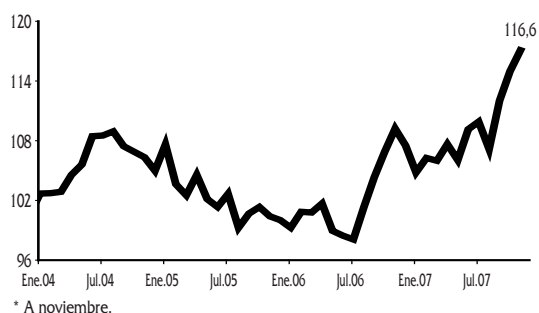
6. La inflación importada -que recoge la evolución de los rubros asociados a alimentos e insumos importados- pasó de 0,3 por ciento en 2006 a 10,5 por ciento en 2007, debido al alza en alimentos (pan, fideos y aceite) y combustibles. Dentro de esta clasificación destaca el incremento de precios en alimentos, que pasó de 2,1 por ciento en 2006 a 18,8 por ciento en 2007; así como el aumento de los precios de combustibles, que pasó de una variación negativa en 2006 (1,5 por ciento) a un incremento de 6,4 por ciento en 2007.

Cuadro 2

INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2002-2007
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006	2007
I. IPC IMPORTADO	12,1	10,3	3,0	11,3	2,2	0,3	10,5
Alimentos	5,4	10,0	-0,1	10,9	-1,5	2,1	18,8
Combustibles	3,9	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	6,4
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,4	-1,9	-2,8	-1,2	-1,3	-1,5
Otros	1,8	3,4	1,4	3,2	2,3	0,6	0,5
II. IPC INTERNO	87,9	0,3	2,4	2,3	1,4	1,3	2,8
III. IPC	100,0	1,5	2,5	3,5	1,5	1,1	3,9
Tipo de cambio		2,3	-1,2	-5,5	4,4	-6,4	-7,0

Gráfico 7
ÍNDICE DE PRECIOS - INSUMOS (Origen: China): 2004-2007*
 (Dic. 2003 = 100)



7. El aumento en los precios internacionales de alimentos y combustibles ha llevado también a mayores precios de algunos insumos importados como el caso de los plásticos y fertilizantes. En otros casos, como el de los insumos importados de origen chino (hilados y tejidos, productos laminados de hierro y acero, insumos metálicos e insumos químicos y plásticos), el alza de los precios (7,5 por ciento en promedio en el año 2007) estuvo asociado a incrementos salariales y diversas regulaciones medioambientales, así como al mayor costo de materias primas en dicho país.

Cuadro 3

PRECIOS DE PRINCIPALES INSUMOS PARA LA INDUSTRIA 1/

	Variación % promedio anual		
	2005	2006	2007
INSUMOS PLÁSTICOS Y QUÍMICOS			
Polipropileno	24,0	11,9	5,0
INSUMOS METÁLICOS			
Cables, trenzas y similares, de aluminio, sin alisar para la electricidad	11,8	29,9	27,4
Válvulas esféricas de grifería	-8,1	27,1	26,4
Conductores eléctricos de cobre (tensión entre 80 y 1000 V)	47,8	20,6	21,8
TEXTILES E HILADOS			
Tejidos denim en colores	-11,3	10,1	21,3
PAPELES, Y PULPA DE PAPEL			
Papel y cartón de multicapas	7,0	4,3	7,5
Pulpa de madera de coníferas	0,0	4,0	19,7

1/ Valor unitario.

Inflación subyacente

8. El aumento de la inflación subyacente de 1,4 por ciento en 2006 a 3,1 por ciento en 2007 correspondió principalmente al incremento del rubro alimentos ubicado dentro de este índice, cuya tasa de inflación pasó de 1,0 por ciento en 2006 a 6,2 por ciento en 2007.

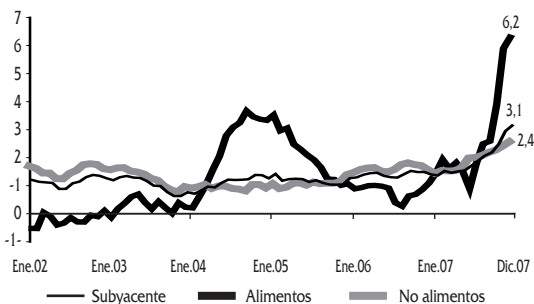
Cuadro 4

INFLACIÓN: 2002-2207

(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Promedio anual 2002-2007
I. Subyacente	60,6	1,23	0,73	1,23	1,23	1,37	3,11	1,48
1. Alimentos	10,7	0,02	0,14	3,24	0,98	0,98	6,24	1,91
2. No alimentos	49,9	1,49	0,85	0,80	1,28	1,45	2,44	1,39
a. Bienes	23,3	1,39	0,08	-0,29	0,71	0,97	1,92	0,80
b. Servicios	26,6	1,57	1,53	1,75	1,77	1,85	2,88	1,89
II. No Subyacente	39,4	1,96	5,16	6,75	1,87	0,83	5,07	3,58
1. Alimentos	22,5	0,28	3,73	5,82	1,62	2,06	7,25	3,43
2. No alimentos	16,9	4,22	7,00	7,90	2,17	-0,67	2,37	3,79
a. Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77	6,89	-1,50	6,45	8,84
b. Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	1,12	0,82	2,90
c. Servicios públicos	4,6	1,96	-1,98	6,19	-1,72	-3,22	0,24	0,20
III. Total	100,0	1,52	2,48	3,48	1,49	1,14	3,93	2,33

Gráfico 8
INFLACIÓN SUBYACENTE, SUBYACENTE ALIMENTOS Y SUBYACENTE NO ALIMENTOS
 (Variación porcentual últimos 12 meses)



9. Al interior del rubro de alimentos del índice subyacente destaca el aumento de precios de los lácteos que acumularon una variación de 11,3 por ciento, principalmente en el último trimestre del año, debido a los mayores precios de la leche fresca nacional que se utiliza para su elaboración. El aumento en el precio de leche fresca estaría reflejando los mayores costos de producción por alza de precios en los insumos utilizados para alimentar el ganado (afrecho de trigo, maíz y pasta de algodón) así como por el alza en los costos de energía y combustibles.

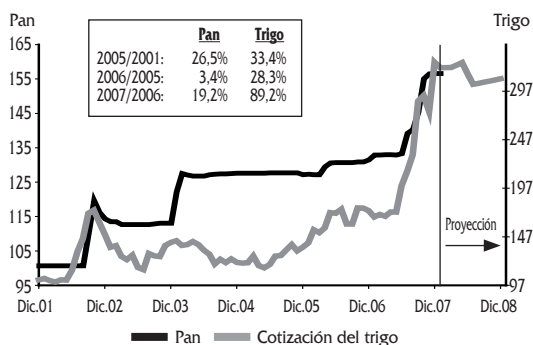
Los componentes distintos a los alimentos en la tasa de inflación subyacente tuvieron un aumento de precios de 2,4 por ciento en 2007, mayor al aumento de 1,5 por ciento registrado en 2006. En este resultado influyó el aumento de precio de servicios que incluye comida fuera del hogar (4,1 por ciento) y educación (3,6 por ciento).

10. La tasa de inflación subyacente viene acelerándose desde noviembre de 2005 (1,0 por ciento), lo que -además del efecto de mayor inflación importada- coincide con un mayor crecimiento de la demanda interna (10 por ciento en 2006 y 11 por ciento en 2007).

Inflación no subyacente

11. La inflación no subyacente, que representa el conjunto de bienes y servicios que enfrentan choques de oferta o cuyos precios se encuentran regulados, acumuló una variación de 5,1 por ciento en 2007. Destacó el aumento en los precios de pan, combustibles, y huevos, que fue parcialmente compensado

Gráfico 9
COTIZACIÓN DEL TRIGO Y PRECIO DEL PAN
(Diciembre 2001=100)

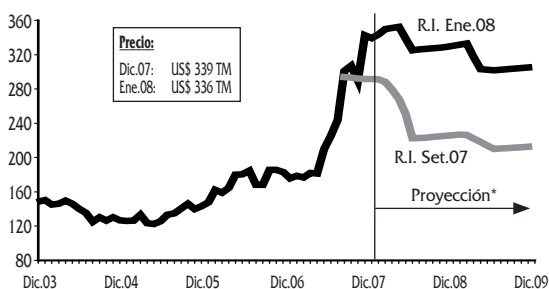


por la caída en los precios de azúcar, tarifas telefónicas, papa y cebolla.

Pan: El precio del pan aumentó 19,2 por ciento en 2007 afectado por el alza del precio de la harina de trigo (43 por ciento al por mayor), principal insumo para su elaboración. Esta última alza a su vez se debió al aumento de la cotización internacional del trigo (89 por ciento).

El aumento del precio internacional del trigo fue amortiguado por dos factores, la rebaja arancelaria para la importación y la apreciación del Nuevo Sol. La rebaja arancelaria permite que este insumo se importe sin pagar derecho arancelario (a julio 2007 el arancel era de 12 por ciento) y además se eliminó la sobretasa de 5 por ciento al cual estaba afecto. Si no se hubiera producido, tanto la rebaja arancelaria como la apreciación cambiaria, el efecto sobre la inflación del aumento del precio del trigo así como de sus derivados y sustitutos hubiese sido 1,5 puntos porcentuales en la inflación en lugar de 0,9 por ciento.

Gráfico 10
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL TRIGO
(US\$ por TM)



Fuente: Bloomberg.
* En base a las posiciones en futuros.
R.I: Reporte de Inflación.

El precio del trigo se ha elevado por las mayores restricciones de oferta, superiores a las previsiones del escenario base del Reporte de Inflación de setiembre 2007, aunque dentro de las contingencias del balance de riesgos. La menor área sembrada en Canadá y las desfavorables condiciones climáticas (principalmente en Australia, Ucrania y algunas economías de Europa Occidental) han influido en la evolución del precio de este *commodity*.

Para la campaña 2007/08, de acuerdo con las estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos, continuarían estas restricciones de oferta aunque ligeramente compensadas por el incremento de la producción en algunas economías de Asia (India, China y Rusia, principalmente) así como por la reducción del consumo no humano mundial. Los altos precios del trigo han generado su sustitución a favor del maíz en la elaboración de los alimentos para animales (ganado), particularmente en Europa Occidental.

Las restricciones de oferta conllevarían a un descenso en los inventarios finales del trigo a su nivel más bajo desde fines de la década del setenta; y si además se considera el ratio de estos inventarios respecto al consumo mundial, el nivel descendería a su nivel histórico más bajo. En este escenario, sin considerar alteraciones climáticas graves, se proyecta que los precios del trigo para 2008 se mantendrían altos pero con una ligera corrección a la baja desde mediados del año, tendencia que continuaría durante 2009.

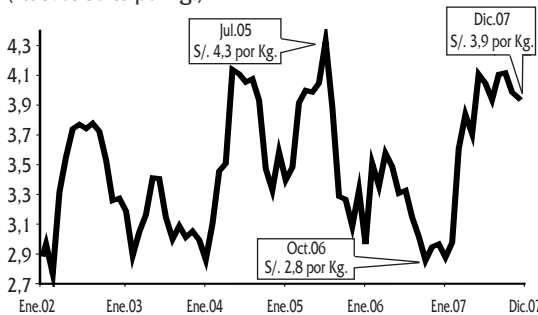
Cuadro 5

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

	Ciclo 2004/05	Ciclo 2005/06	Ciclo 2006/07	Ciclo 2007/08
1. Inventarios Iniciales	133	151	148	124
2. Producción Mundial	629	621	594	603
3. Consumo Mundial	610	624	617	616
4. Inventarios Finales (1+2-3)	150	148	124	111

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (reporte del mes de enero 2008).

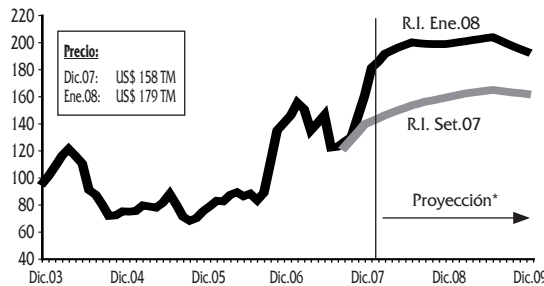
Gráfico 11
PRECIO DE LOS HUEVOS
(Nuevos soles por kg.)



Huevos: El aumento en el precio estaría relacionado con la mayor demanda interna y con la reducción de las colocaciones de aves de postura en 4 por ciento respecto a 2006. Esta menor oferta estaría determinada por la mayor venta de gallinas ponedoras (17 por ciento en el periodo enero-noviembre 2007 comparado con el mismo periodo del año anterior).

El alza de los precios de los insumos alimenticios (maíz y soya) determinó la salida de algunas empresas del mercado, básicamente pequeñas. Esta menor oferta permitió una recuperación del precio de los huevos, en términos reales así como en precios relativos, respecto a bienes sustitutos como el pollo y jurel (por su alto contenido protéico).

Gráfico 12
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL MAÍZ
(US\$ por TM)



Fuente: Bloomberg.
* En base a las posiciones en futuros.
RI: Reporte de Inflación.

El precio internacional del maíz se elevó 47 por ciento debido principalmente a factores de demanda internacional. El consumo para la producción de etanol en Estados Unidos (principal productor y consumidor) y el consumo no humano para la elaboración de alimentos de ganado (en sustitución del trigo) vienen generando un incremento significativo de la demanda mundial de maíz. Asimismo, el alza del precio del petróleo generó mayores expectativas sobre el aumento del uso de los biocombustibles por parte de Estados Unidos, lo cual posteriormente se materializó con la firma de la Nueva Ley de Energía en diciembre de 2007 que elevó el uso de biocombustibles.

Para la campaña 2007/08, de acuerdo con las estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos, se espera un incremento del consumo mundial de maíz asociado al incremento de la capacidad para elaborar etanol en Estados Unidos. Asimismo, los altos precios del trigo seguirían impulsando el consumo no humano de maíz.

Se estima un fuerte incremento de la producción mundial básicamente por la mayor área sembrada (en perjuicio de la siembra de soya) y por altos rendimientos (por favorables condiciones climáticas) en Estados Unidos cuya producción alcanzaría un nivel récord. Pese a ello, se estima una reducción de los inventarios mundiales a niveles no observados desde

inicios de los ochenta (por debajo del 13 ciento del consumo mundial, ratio no observado desde la década del setenta).

En este contexto se proyecta que los precios, en 2008 y 2009, mantendrían su tendencia al alza. Este incremento se sustentaría en las perspectivas de crecimiento de la demanda asociada con las metas futuras de producción de biocombustibles en Estados Unidos.

Cuadro 6

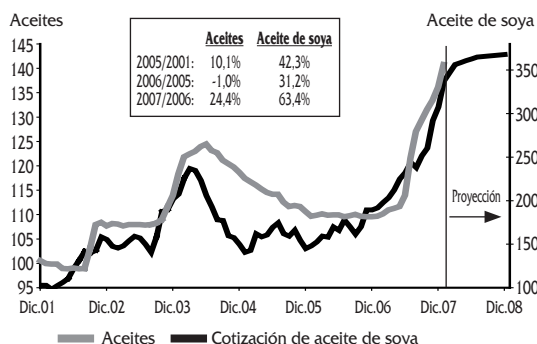
BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE MAÍZ

(Millones de TM)

	Ciclo 2004/05	Ciclo 2005/06	Ciclo 2006/07	Ciclo 2007/08
1. Inventarios Iniciales	103	131	124	107
2. Producción Mundial	712	696	704	767
3. Consumo Mundial	685	704	720	773
4. Inventarios Finales (1+2-3)	131	124	107	101

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (reporte del mes de enero 2008).

Gráfico 13
PRECIO DE ACEITES Y COTIZACIÓN DE ACEITE DE SOYA
(Diciembre 2001=100)



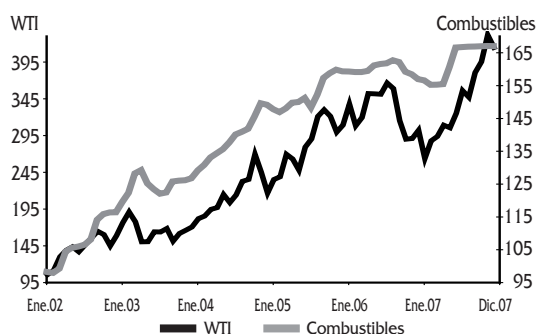
Aceites: El precio de los aceites aumentó 24 por ciento en 2007 afectado por el alza de la cotización internacional del aceite de soya (63 por ciento), principal insumo para su elaboración. El incremento de precios pudo ser mayor de no ser por la fuerte competencia que se observa en este sector, así como la rebaja arancelaria efectuada en el año.

Como en el caso del precio del trigo, el aumento de la cotización del aceite de soya fue amortiguado en parte por la reducción del arancel a la importación, así como por la apreciación cambiaria. El arancel aplicado a este producto bajó de 17 a 9 por ciento. De no haberse efectuado ni la rebaja en el arancel ni la apreciación del tipo de cambio, el efecto sobre la inflación hubiese sido 0,8 puntos porcentuales y no de 0,6 por ciento.

El precio de la soya subió 43 por ciento en 2007, acentuando su tendencia al alza observada desde el último trimestre de 2006. El aumento se explica por factores de oferta y demanda. Entre los factores de oferta están la menor área sembrada (por la sustitución del cultivo a favor del maíz para la producción de etanol), las desfavorables condiciones climáticas en Estados Unidos (principal productor y consumidor) y la menor producción de China (cuarto productor y segundo consumidor) también afectado por condiciones climáticas adversas.

Entre los factores de demanda están el mayor consumo de las economías de Asia impulsado por la depreciación del dólar y el fuerte crecimiento económico de esta región, en particular de China. Adicionalmente, los altos precios del petróleo han impulsado la demanda para la elaboración de biocombustibles derivados del aceite de soya.

Gráfico 14
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI Y
PRECIO INTERNO DE LOS COMBUSTIBLES
 (Dic. 2001 = 100)



Precio de los combustibles: El precio interno de los combustibles registró un incremento promedio de 6,4 por ciento en 2007. En el mercado internacional, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) pasó de US\$ 62 en diciembre de 2006 a US\$ 91 en diciembre de 2007 (aumento de 47 por ciento).

Para mitigar el impacto del alza del precio internacional del petróleo sobre la inflación, el gobierno viene utilizando el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. Durante 2007 este fondo contingente aumentó en S/. 770 millones. De no haberse aplicado este mecanismo durante el año, el impacto sobre la inflación hubiese sido de 0,8 puntos porcentuales adicionales.

Cuadro 7

PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES

(Variación porcentual anual)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Combustibles	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	6,4
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	-6,2	10,7
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3	1,3
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	2,2	5,8
Cotización WTI fin de período						
US Dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	61,9	91,7
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	198,6	273,4

Fuente: INEI, Bloomberg.

Tarifas de servicios públicos: En 2007 destaca el incremento de las tarifas de electricidad (1,9 por ciento) y agua (3,2 por ciento) y la reducción de las tarifas telefónicas (7,2 por ciento). Las tarifas de electricidad cayeron entre abril y mayo de 2007 (2,8 por ciento) por la actualización anual de las tarifas en barra, que consideró los nuevos proyectos de generación. Entre junio y julio las tarifas se incrementaron 2,3 por ciento debido a la aprobación de la ley de electrificación rural, que considera un aporte de los usuarios residenciales de 2/1000 de 1 UIT. En agosto se registró un incremento de 1,6 por ciento, por el reajuste trimestral que considera los mayores precios de los combustibles.

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

Cuadro 8

TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS

(Variación porcentual)

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

Fuente: INEI.

Gráfico 15
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2008
(En porcentaje)

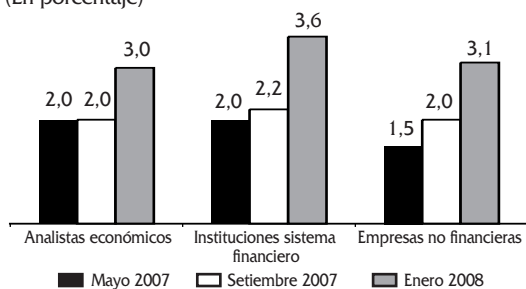
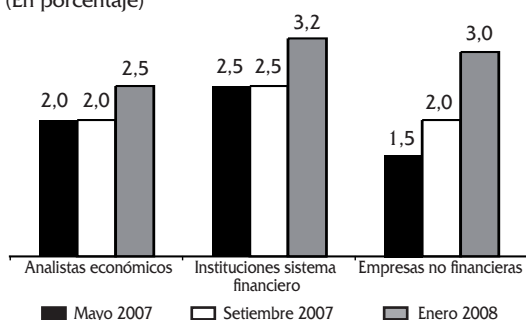


Gráfico 16
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA 2009
(En porcentaje)



Expectativas de inflación

12. Las proyecciones consideran las expectativas de inflación debido a que éstas influyen sobre la formación de precios de la economía. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas muestran una revisión al alza de las expectativas de inflación para 2008 y 2009 influidas por el resultado de la inflación a enero. Así, entre la encuesta de setiembre 2007 y enero 2008, las instituciones del sistema financiero revisaron sus expectativas para el año 2008 de 2,2 a 3,6 por ciento; mientras que, los analistas económicos y las empresas no financieras lo hicieron de 2,0 por ciento a 3,0 y 3,1 por ciento, respectivamente. Para 2009 las expectativas se ubican entre 2,5 y 3,2 por ciento cuando en setiembre se encontraban entre 2,0 y 2,5 por ciento.

Precios de insumos

13. A partir de la información obtenida mediante la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP se pueden establecer algunos resultados relacionados con la evolución de los precios de los insumos y los precios de venta de las empresas. En general, se aprecia una relativa estabilidad en el porcentaje de empresas que manifiesta haber experimentado incrementos en los precios de sus insumos a setiembre (37 por ciento) y a diciembre (36 por ciento) del año pasado. En el caso de las expectativas para 3 ó 4 meses en adelante, más bien se tiene una reducción en el porcentaje de empresas que esperan un incremento en el precio de sus insumos (de 40 por ciento en setiembre a 31 por ciento en diciembre).

Lo contrario ocurre en el caso de los precios de venta. Tanto en el caso de los precios del último mes como en el de los precios esperados en los próximos 3 ó 4 meses, el porcentaje de empresas que ha experimentado o espera un incremento se ha elevado de 17 a 21 por ciento en el primer caso, y de 29 a 32 por ciento en el segundo.

Cuadro 9

PRECIOS DE INSUMOS Y DE VENTA

(Como porcentaje de las empresas que respondieron)

	Setiembre 2007			Diciembre 2007		
	Mayor	Igual	Menor	Mayor	Igual	Menor
Precio de insumos (mes de la encuesta / mes previo)	37	60	3	36	61	3
Precio de venta (mes de la encuesta / mes previo)	17	76	7	21	74	5
Precio de insumos (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta) ^{1/}	40	57	3	31	66	3
Precio de venta (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta)	29	66	5	32	63	5

^{1/} La encuesta corresponde a octubre de 2007.

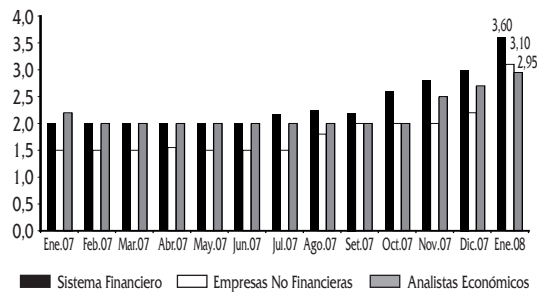
Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP.

Pronósticos de inflación

14. Los principales determinantes en la proyección de inflación son: condiciones de oferta y demanda doméstica, inflación importada y expectativas de inflación. La aceleración de la inflación en los últimos meses ha estado determinada principalmente por una mayor inflación importada (tasa de 10,5 por ciento en 2007) que se ha venido registrando en un entorno de alto crecimiento de la demanda interna (11 por ciento), principalmente por el dinamismo del consumo y la inversión privada (7,6 y 23,2 por ciento).

15. En este contexto, la proyección de inflación para el periodo 2008-2009 ha sido revisada hacia arriba respecto a lo estimado en el escenario central del Reporte de Inflación de setiembre 2007. La mayor inflación importada sería parcialmente compensada por la apreciación registrada del Nuevo Sol y por la reducción de aranceles efectuada en octubre de 2007. Al igual que en el reporte de inflación previo, se espera que las alzas de precios internacionales de *commodities* (en particular de alimentos como trigo, soya y maíz) tengan un impacto transitorio en la evolución de la inflación y luego, de disiparse su efecto sobre el nivel promedio de precios, la inflación retorne al rango meta. Se estima que la inflación converja al rango meta a fines del año para ubicarse dentro de dicho rango en el resto del horizonte de proyección.

Gráfico 17
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA EL AÑO 2008 ^{1/}
 (Variación porcentual anual)



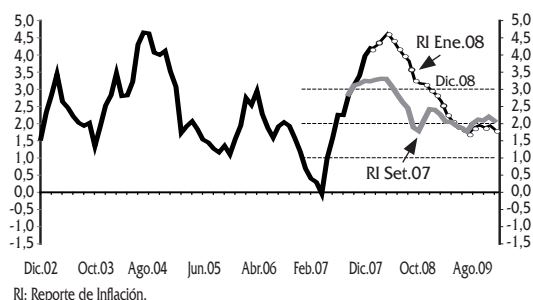
^{1/} Encuesta realizada los últimos días de cada mes.

16. Algunos de los riesgos inflacionarios presentados en el Reporte de setiembre se han venido plasmando. Así, en dicha oportunidad se preveía una alta probabilidad de que los precios de los *commodities* alimenticios y del petróleo fuesen más altos que los del escenario central o impactasen con mayor fuerza sobre la inflación de precios internos. Efectivamente, el componente importado en la inflación pasó de un estimado de 8,8 por ciento a un ejecutado de 10,5 por ciento. Este escenario ha inducido aumentos en las expectativas de inflación en el corto plazo, tal como lo muestra el gráfico.

17. A raíz del fuerte incremento de la inflación importada, el traspaso hacia la inflación de bienes no transables se puede acelerar debido a un aumento de expectativas de inflación. En tal sentido, la política monetaria continuará orientada a que la inflación retorne al rango meta tomando en cuenta los rezagos con que operan las acciones monetarias, por lo que cualquier desvío en las expectativas será sólo temporal e irá convergiendo también hacia la meta.

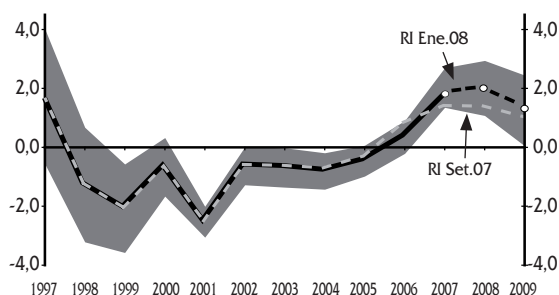
18. La inflación importada está compuesta por los determinantes de la inflación que son más sensibles a la evolución de los precios internacionales tales como combustibles y alimentos. Se espera una cotización internacional promedio del crudo WTI de US\$ 89 y US\$ 84 por barril en **2008** y **2009** respectivamente. Asimismo, las cotizaciones de *commodities*

Gráfico 18
INFLACIÓN 12 MESES PROYECTADA
(Porcentaje)



RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 19
BRECHA DEL PRODUCTO
(Porcentaje)



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

alimenticios que impactan fuertemente en los diversos rubros alimenticios de la inflación doméstica se han elevado respecto al reporte anterior. Así por ejemplo, el precio internacional del trigo para 2008 ha pasado de US\$ 248 a US\$ 333 por TM. Sin embargo, respecto a los niveles alcanzados en las cotizaciones de combustibles y trigo, se espera una reducción para el próximo año en el escenario base. La tendencia a la baja en el precio de estos *commodities* se puede profundizar en caso que el debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos sea mayor.

El elevado nivel de la cotización internacional del crudo genera una presión sobre los precios internos de los combustibles. La medida del traspaso hacia estos precios dependerá de los recursos con los que cuente el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. Al respecto, se asume que este fondo contará con recursos a lo largo de 2008 y 2009.

19. Como producto de la menor actividad en Estados Unidos, el escenario internacional sería menos favorable para los siguientes años con una corrección a la baja en los términos de intercambio y un menor crecimiento de la economía mundial. Esto causaría una desaceleración del crecimiento de la demanda interna y del PBI, el cual mantendría tasas aún altas y cercanas al crecimiento estimado del PBI potencial (alrededor de 7,0 por ciento).

RECUADRO 2

PRECIOS DE ALIMENTOS E INFLACIÓN

Las cotizaciones de los principales alimentos asociados a la producción de biocombustibles han tenido un alza sostenida desde 2003, consistente con el alza del precio del petróleo. Este aumento de precios ha sido particularmente elevado en 2006 y 2007, lo que ha impactado en los precios internos de los principales alimentos y servicios asociados a éstos (como, por ejemplo, comida fuera del hogar) y ha generado presiones en la inflación de muchos países.

VARIACIONES ACUMULADAS A DICIEMBRE

	2006	2007	2006-07
Azúcar	-17,3	0,2	-17,1
Petróleo (WTI)	4,4	47,4	53,8
Trigo	28,4	89,0	142,8
Maíz	89,2	14,4	116,5
Soya	11,2	70,7	89,7

Fuente: Bloomberg.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2007, estima que a nivel mundial la contribución de los precios de los alimentos sobre la inflación considerando sólo el impacto directo se ha elevado de 27 por ciento en el periodo 2000-2006 a 36 por ciento en el periodo enero-abril de 2007. Destaca el caso de Asia (de 34 a 56 por ciento) por la contribución de China. En el Hemisferio Occidental, dicho impacto se ha elevado de 26 a 37 por ciento. En el Perú, para todo el año 2007, el impacto de alimentos y bebidas se ha elevado de 25 a 58 por ciento.

IMPACTO DIRECTO DE LOS ALIMENTOS SOBRE LA INFLACIÓN

	Contribución Porcentual (%)	
	2000 - 2006	Ene.-Abr. 2007
Mundo	26,6	36,4
Economías Avanzadas	14,2	18,4
África	46,5	37,9
Asia en desarrollo	34,1	55,9
Europa centro-oriental	29,9	33,0
Medio Oriente	37,4	52,2
Hemisferio Occidental	25,6	37,2
Perú*	25,2	57,6

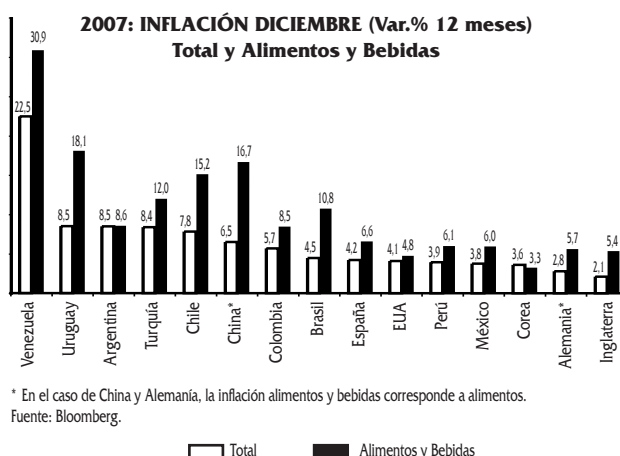
* Corresponde a alimentos y bebidas: Enero-diciembre 2007.
Fuente: FMI (oct. 2007) y BCRP.

Esta dispersión en la contribución de los precios de los alimentos a la inflación total refleja en parte distintas acciones de política: acuerdos de control de precios, cuotas o impuestos a la exportación para mejorar la oferta doméstica de alimentos, entre otros. Asimismo, refleja el peso de los alimentos en la canasta del IPC. En los países desarrollados éste es alrededor del 10 por ciento de la canasta, mientras que en los emergentes es aproximadamente 30 por ciento, en tanto que en muchos países de África supera el 60 por ciento de la canasta del consumidor. En el Perú, el rubro alimentos y bebidas representa 48 por ciento de la canasta.

Los efectos inflacionarios del reciente choque de oferta de alimentos básicos han sido un fenómeno generalizado en países desarrollados y emergentes, y han implicado un incremento en el nivel de precios de un gran número de economías e, incluso en algunos casos, a niveles de inflación por encima de las metas de los bancos centrales y a niveles no observados en algunos casos desde décadas pasadas.

Así por ejemplo, los niveles de inflación (variación últimos 12 meses) de Singapur, Chile y China son los más altos desde 1982 en el primer caso y desde 1996 en el resto. Si consideramos los resultados al cierre del año (variación anual a diciembre) en Chile, China, Perú, Taiwán, Estados Unidos, Singapur y Japón los niveles de inflación alcanzados no se observaban desde por lo menos 10 años. La inflación de 2007 (3,1 por ciento) ha sido la más alta desde la creación de la Eurozona y a nivel de países, varios han registrado inflaciones no observadas desde más de una década.

En Latinoamérica, la inflación se ha elevado significativamente en la mayoría de las economías y en algunos países ha generado inclusive presiones en el componente subyacente de la inflación (como en los casos de México, Colombia y Chile). En otras economías con metas de inflación (explícitas o implícitas), los niveles observados de inflación han superado la meta de los Bancos Centrales (Chile y Colombia), y en otras, han revertido la tendencia descendente previamente observada aunque aún dentro de la meta (Brasil).



RECUADRO 3 FORMACIÓN DE PRECIOS: PRINCIPALES DETERMINANTES

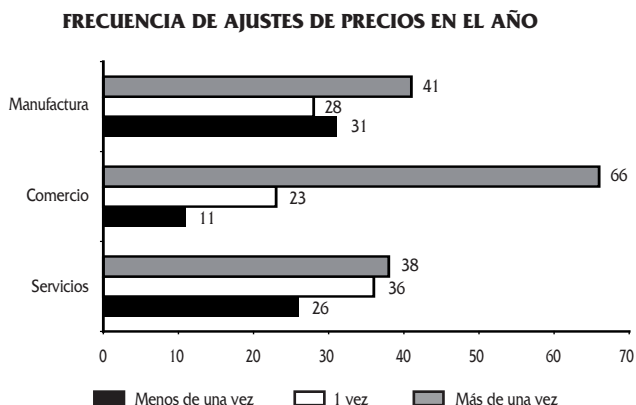
Con el propósito de conocer los determinantes de la formación de precios, se ha realizado una encuesta a 292 empresas distribuidas en cuatro sectores: primario, que incluye los sectores Agropecuario, Pesca y Minería; Manufactura, Comercio y Servicios. El sector con mayor representatividad fue el de manufactura con 160 empresas (55 por ciento).

Este tipo de estudios se ha realizado recientemente en diferentes países (Inglaterra, Canadá, España, México, entre otros), siendo la principal motivación explicar cómo se trasladan a los precios finales, el cambio en los costos de las empresas. En estos países los resultados de la encuesta constituyen una fuente complementaria de información para el desempeño de la política monetaria, la misma que en el Perú cobraría especial relevancia dado que todavía no se cuenta con un Índice de Precios al Productor (IPP).

El Banco Central realiza mensualmente una Encuesta de Expectativas Macroeconómicas que incluye los sectores Primario, Manufactura, Comercio y Servicios. Con esta muestra de empresas se realizó la encuesta entre los meses de junio y octubre de 2007.

¿Con qué frecuencia reajustan las empresas sus precios?

En todos los sectores, la mayoría de las empresas reajusta sus precios más de una vez al año. Por otro lado, el 31 por ciento reajusta sus precios menos de una vez al año en el sector Manufactura.



¿Cuáles son los principales factores que consideran las empresas para aumentar o disminuir los precios?

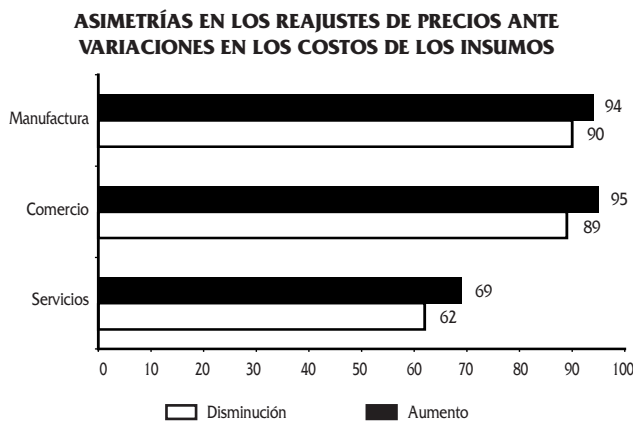
Del total de empresas encuestadas, el 89 por ciento determina sus precios de acuerdo a las condiciones de mercado (costos, demanda, competencia) y el 11 por ciento trata de mantener márgenes fijos sobre sus costos. El principal factor que se considera para un aumento de precios sería un alza de los precios de los insumos. Adicionalmente, las empresas consideran los precios de sus competidores para decidir un aumento de precios, mientras que buscar un aumento de la demanda por su producto sería la principal motivación para una reducción de precios.

CONDICIONES DE MERCADO 1/

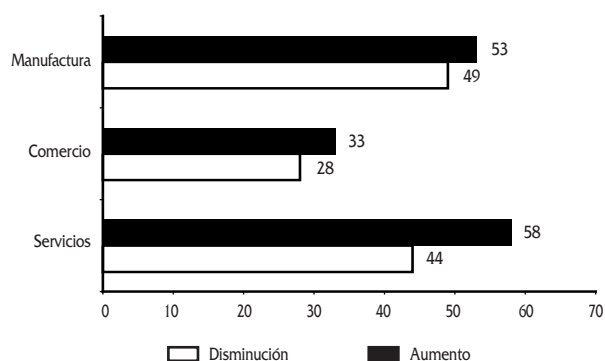
	Aumenta el Precio	Disminuye el Precio
Aumento/disminución en los costos laborales	47	41
Aumento/disminución en los costos financieros	44	36
Aumento/disminución en los costos de insumos	85	80
Aumento/disminución en los costos de energía	57	54
Aumento/reducción en la demanda	76	83
Aumento/reducción en precios de la competencia	75	80
Aumento en la productividad laboral		68
Aumento en la participación de mercado		65

1/ Se refiere al 89 por ciento de las empresas. Se podía elegir más de una alternativa.

A partir del cuadro anterior, se puede ver que existe una asimetría en el efecto que produce una variación en los costos. En el caso de los insumos, cualquier medida de política que reduzca el precio de los insumos no se trasladaría completamente a precios sino también a un aumento de márgenes. En el caso de los costos laborales también se observa cierta rigidez a la baja principalmente en el sector servicios. En general, los efectos de una variación en el costo de los insumos son mayores a los de una variación de los costos laborales.



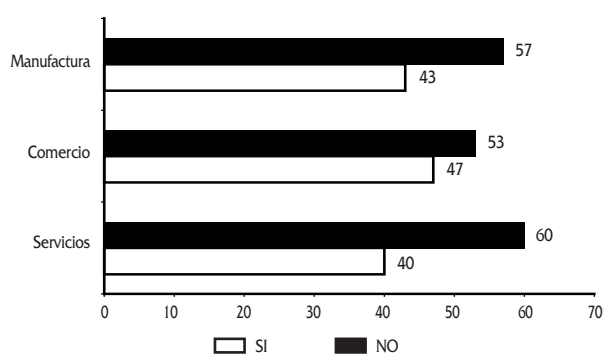
ASIMETRÍAS EN LOS REAJUSTES DE PRECIOS ANTE VARIACIONES EN LOS COSTOS LABORALES



En cuanto a la demanda, los precios de las empresas responden más a una reducción de la demanda que a un aumento de ésta. Además, los precios de las empresas responden más a una reducción del precio de sus competidores que a un aumento.

Asimismo, una de las principales razones que se considera para reajustar precios es la participación en el mercado.

PROBABILIDAD DE PERDER PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO ANTE UN AUMENTO DE PRECIOS



En el caso del sector manufactura, que es el sector más homogéneo y representa el 55 por ciento de la muestra, más del 90 por ciento de las empresas manifestaron que el principal determinante para un aumento de sus precios es el alza en el costo de los insumos, seguido del precio de los competidores.

CONDICIONES DE MERCADO SECTOR MANUFACTURA 1/

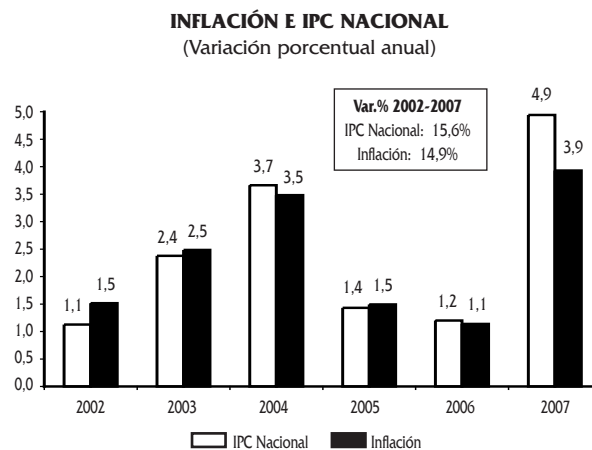
	Aumenta el Precio	Disminuye el Precio
Aumento/disminución en los costos laborales	52	49
Aumento/disminución en los costos financieros	48	44
Aumento/disminución en los costos de insumos	93	89
Aumento/disminución en los costos de energía	68	65
Aumento/reducción en la demanda	73	82
Aumento/reducción en precios de la competencia	78	85
Aumento en la productividad laboral		71
Aumento en la participación de mercado		69

1/ Se podía elegir más de una alternativa.

RECUADRO 4 INFLACIÓN E IPC NACIONAL

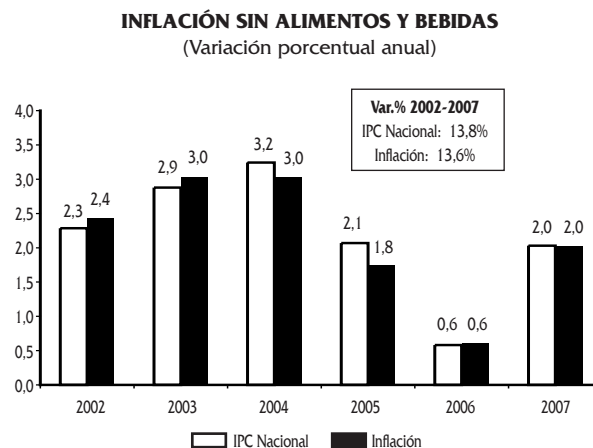
El esquema de metas explícitas de inflación aplicado en Perú emplea la medición oficial del índice de precios al consumidor, publicada el primer día de cada mes por el INEI, como el indicador relevante para evaluar la posición de la inflación con relación a la meta y su margen de tolerancia.

A partir de enero de 2003, el INEI publica un índice de precios nacional (IPC Nacional) que es el promedio ponderado de los índices de precios de 25 ciudades principales (24 ciudades capitales y Chimbote).



Como se observa en el gráfico, no existe una tendencia a sobre o subestimar el resultado de la inflación entre el índice oficial y el cálculo del IPC Nacional que realiza el INEI. Sin embargo, el peso de los alimentos y la volatilidad de los precios recolectados han implicado en 2007 una diferencia de un punto porcentual entre el IPC de Lima Metropolitana (3,9 por ciento) y el indicador del IPC Nacional (4,9 por ciento).

Si excluimos de la inflación la variación de alimentos y bebidas, la variación porcentual de 2007 es de 2,0 por ciento tanto en el IPC de Lima Metropolitana como en el IPC Nacional y la dispersión entre las ciudades se reduce.



El IPC Nacional tiene aún limitaciones metodológicas para que pueda ser empleado por el BCRP. Entre estas limitaciones se encuentran: (i) las ponderaciones de la mayoría de ciudades no reflejan la estructura de consumo actual sino las del periodo 1993-1994, y (ii) el tamaño de la muestra.

Para el cálculo de este indicador, el periodo base es el año 2001 y la estructura de ponderaciones corresponde a los gastos de la encuesta ENAPROM 1993-1994. En el caso del IPC de Lima Metropolitana, en el año 2001 se hizo una revisión de las ponderaciones, siendo una de las principales modificaciones la reducción de la ponderación del grupo de Alimentos y Bebidas.

Para el IPC de Lima Metropolitana, se registran más de 36 mil datos al mes mientras que para el conjunto de las 24 ciudades restantes se captan aproximadamente 41 mil datos mensuales (1 708 datos en promedio por ciudad) por lo que el IPC de Lima Metropolitana tiene una mejor representatividad (gasto en Lima representa el 70 por ciento del gasto nacional) y mayor confiabilidad (sigue estándares internacionales).

IPC y meta de inflación

La meta de inflación se mide por la variación anual del índice oficial de precios al consumidor de Lima Metropolitana calculada por el INEI, debido a que se trata de un índice de mejor calidad que el del IPC Nacional y que al contar con información más completa y detallada permite un mejor análisis de los precios.

Existen otros países con esquema de metas de inflación que consideran sólo un área urbana determinada. Por ejemplo, en el caso de Chile, el IPC corresponde a la zona de Gran Santiago, indicador que se utiliza para el seguimiento de la meta de inflación.

CARACTERÍSTICAS DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Pais	Cobertura geográfica	Canasta base	Número de Establecimientos	Número de observaciones
Argentina	Capital Federal y 24 partidos que integran el Gran Buenos Aires.	1996 - 1997	8 000	100 000
Bolivia	Principales ciudades: La Paz, Cochabamba, El Alto y Santa Cruz.	1990	7 135	
Brasil	Área metropolitana de 9 estados, el Distrito Federal y el municipio de Goiania.	2002 - 2003	27 500	500 000
Chile	Gran Santiago (Provincia de Santiago, Puente Alto y San Bernardo).	1996 - 1997	2 489	100 000
Colombia	Capitales de 13 departamentos: Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, entre otras.	1998	15 408	40 000
Ecuador	8 ciudades que representan el 67% de la población.	2003 - 2004	2 392	10 010
México	46 ciudades.	2000	15 000	190 000
Perú	Lima Metropolitana	1994	7 275	36 000
	Resto de ciudades.	1994		41 000
Uruguay	Ciudad capital de Montevideo.	1997	1 470	10 900

Fuente: Institutos de Estadísticas, Bancos Centrales, FMI.

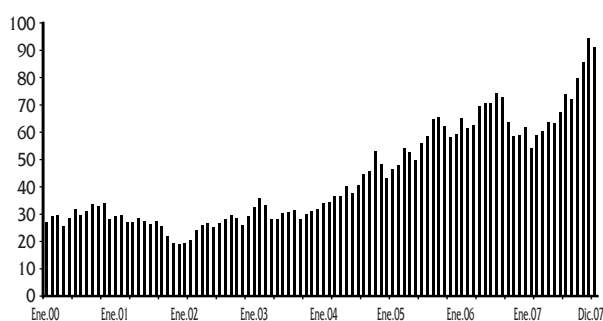
Finalmente, es recomendable actualizar la estructura de ponderaciones de la canasta del consumidor utilizada para calcular la inflación para lo cual se requiere realizar una nueva encuesta. Como referencia, en la Encuesta de Niveles Socioeconómicos 2007 de Ipsos Apoyo para Lima Metropolitana, alimentos y bebidas dentro del hogar tiene una ponderación de 27,8 por ciento, menor al 35,5 por ciento del INEI. Utilizando las ponderaciones de Apoyo, la inflación de 2007 sería de 3,4 por ciento, menor al 3,9 por ciento calculado por el INEI.

El INEI va a realizar la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares con lo que se podrá calcular un nuevo IPC con base 2008.

RECUADRO 5 FONDO PARA LA ESTABILIZACIÓN DE PRECIOS DE LOS COMBUSTIBLES DERIVADOS DE PETRÓLEO

Durante el año 2007 el precio internacional del petróleo y de sus derivados mostraron una tendencia al alza con elevada volatilidad, fenómeno que se observa desde fines del año 2003. El año comenzó con un precio de US\$ 54,2 por barril y luego de alcanzar un promedio de US\$ 94,8 en noviembre, se redujo a US\$ 91,4 en diciembre de 2007, lo que implicó un incremento acumulado de 47,3 por ciento.

PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)
(US\$ por barril)



Ante esta coyuntura, el gobierno ha utilizado el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo, como instrumento para mitigar el impacto sobre los precios domésticos de los derivados del petróleo.

Este mecanismo, que opera desde octubre de 2004, permite compensar a los productores cuando el precio internacional de referencia que publica semanalmente OSINERGMIN se encuentre por encima del límite superior de una banda de precios que discrecionalmente fija el Ministerio de Energía y Minas (MINEM). En forma simétrica, los productores aportarían al Fondo cuando el precio se encuentre por debajo del nivel mínimo de la banda.

La operatividad del Fondo requiere que las refinerías e importadores de combustibles semanalmente deban pagar al Fondo la diferencia entre las aportaciones y las compensaciones a que tengan derecho. Si dicha diferencia corresponde a una compensación neta, (compensaciones superiores a las aportaciones) el Fondo, si cuenta con recursos líquidos, saldará la diferencia. En caso contrario, la empresa acumulará una acreencia contra el Fondo.

Durante el año 2007 el monto contingente que el Fisco asigna para cubrir el patrimonio del Fondo aumentó en S/. 770 millones. Estos recursos garantizan que el Ministerio de Energía y Minas -administrador del Fondo- cuenta con recursos para cubrir los pasivos que genere el Fondo con las refinerías e importadores.

Este monto fue mayor a los asignados en ejercicios anteriores (S/. 40 millones en 2004, S/. 150 millones en 2005 y S/. 80 millones en 2006) lo que reflejó el alza del precio del crudo y sus derivados observada principalmente en el segundo semestre del año. Así, si se incluyen los S/. 200 millones otorgados

en enero de 2008, se encuentra que desde la creación del Fondo se ha autorizado el uso de S/. 1 260 millones de los cuales se han pagado S/. 373 millones.

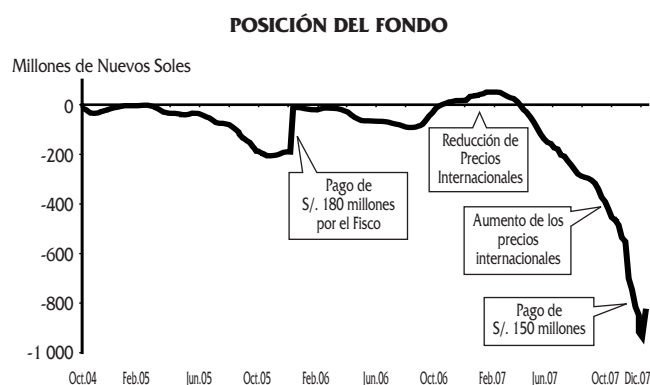
APORTES DEL FISCO AL FONDO: 2007

(Millones de soles)

Norma	Fecha	Monto
D.U.017-2007	2007-05-31	70
D.U.021-2007	2007-07-12	100
D.U.028-2007	2007-08-22	150
D.U.034-2007	2007-10-18	100
D.U.042-2007	2007-11-15	150
D.U.047-2007	2007-12-06	200
TOTAL		770

A inicios de 2007 el Fondo tuvo un patrimonio positivo, producto de la coyuntura a la baja en los precios internacionales de los combustibles del cuarto trimestre de 2006. Sin embargo, el posterior aumento en los precios internacionales derivó en una acumulación de pasivos a partir de febrero de 2007. Para contener dicha acumulación de pasivos, se reajustó al alza las bandas de precios a fines de abril y mayo, lo que originó incrementos en los precios de 3,4 y 3,7 por ciento en los meses de junio y julio, respectivamente.

Después de estos ajustes las bandas no han sufrido cambios significativos hasta el mes de diciembre, en que se aumentaron las bandas para las gasolineras de 90 y 84 octanos, kerosene y diesel, lo que no tuvo impacto en precios porque fueron compensados con una reducción equivalente en el ISC sobre dichos productos. De acuerdo a información preliminar proporcionada por el MINEM, al cierre del ejercicio 2007 se estima que el Fondo tendría un pasivo de alrededor de S/. 830 millones.



Durante 2007 los precios de los combustibles con impacto en el IPC aumentaron en 6,4 por ciento en tanto que los precios de las refineras aumentaron 11 por ciento, mucho menos que el incremento del precio del crudo que fue 47,3 por ciento, debido a la apreciación cambiaria de 6,3 por ciento y sobre todo a la aplicación del Fondo. Así, se estima que el fondo mitigó el aumento en los precios domésticos de las gasolineras en 7,2 por ciento, del kerosene en 11,5 por ciento y del GLP en 26,7 por ciento, lo que habría tenido un impacto directo en el IPC de 0,8 puntos porcentuales.

III. Escenario internacional

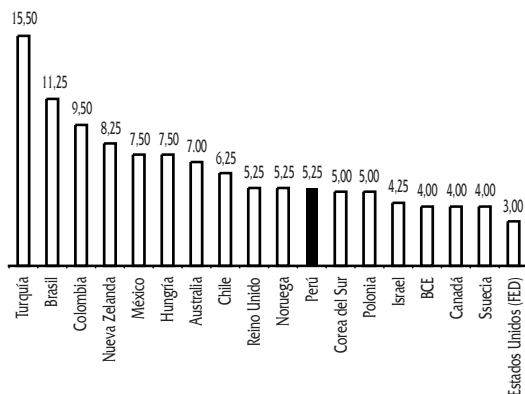
El bajo dinamismo de la economía de Estados Unidos se compensó por el sólido crecimiento de las economías emergentes y en menor medida por el de algunas economías desarrolladas. En la mayoría de los casos, el mayor crecimiento estuvo acompañado de presiones inflacionarias acentuadas por la evolución de las cotizaciones internacionales de alimentos y petróleo.

A partir de la segunda mitad del año 2007 se registró un periodo de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Esta volatilidad estuvo asociada al deterioro del segmento hipotecario de alto riesgo (subprime) de Estados Unidos, lo cual produjo una restricción crediticia y una corrección hacia la baja de los precios de las propiedades inmobiliarias.

Para 2008, la economía mundial registraría una desaceleración mayor que la proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre debido a un menor crecimiento de Estados Unidos y al endurecimiento de las condiciones crediticias en las economías desarrolladas.

En el presente reporte, dada la incertidumbre sobre la evolución futura de los mercados financieros internacionales y de la economía de Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial tienen un sesgo a la baja.

Gráfico 20
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA AL 2008

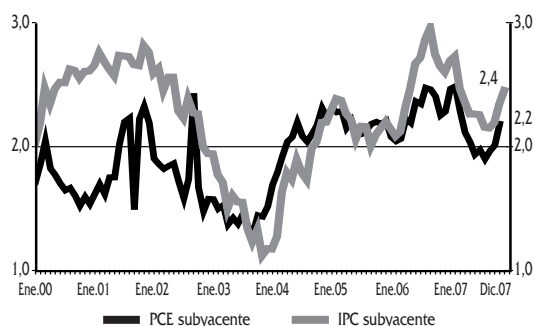


Fuente: Bancos centrales y Bloomberg.

Crecimiento, inflación y tasas de interés

- Las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos se han revisado a la baja luego que en los últimos meses de 2007, una serie de anuncios de diversas instituciones financieras sobre pérdidas asociadas a activos del mercado de hipotecas *subprime*, aumentara la incertidumbre acerca de la magnitud de la crisis del mercado inmobiliario.
- Esta percepción de mayor riesgo, debido a los potenciales efectos sobre los mercados financieros, ha venido acompañada de una mayor preocupación por la evolución futura de la actividad económica. Los datos de desempleo muestran una

Gráfico 21
ESTADOS UNIDOS: INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

tendencia al alza (a enero de 2008 la tasa alcanzó 4,9 por ciento), en tanto que la tasa de crecimiento del producto en el cuarto trimestre bajó significativamente a 0,6 por ciento luego de haber registrado una variación de 4,9 por ciento en el trimestre previo.

Asimismo, la inflación subyacente alcanzó 2,4 por ciento entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007, mientras que la inflación PCE¹ subyacente fue 2,2 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del nivel de tolerancia considerado por la Reserva Federal (FED) de 2 por ciento, lo cual indicaría la presencia de presiones inflacionarias.

Cuadro 10

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

(En porcentaje)

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

RI: Reporte de Inflación

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

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).

* Proyección.

1 Personal Consumption Expenditures.

Cuadro 11

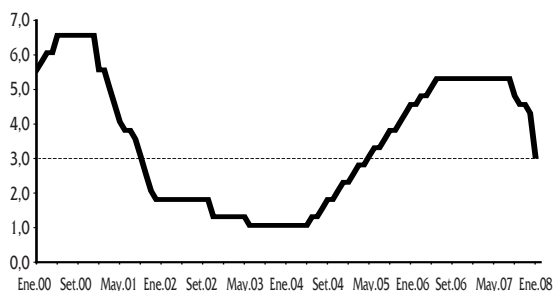
PRINCIPALES INDICADORES DE ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ 1/

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
PBI (Var %)							
Estados Unidos de América	2,9	2,0	2,2	2,2	1,5	3,0	2,5
Canadá	2,8	2,5	2,6	2,6	2,1	3,0	2,5
Inflación (promedio)							
Estados Unidos de América	3,2	2,7	2,9	2,3	2,8	2,0	2,1
Canadá	2,0	2,3	2,2	2,3	1,6	2,0	2,0
Cuenta Corriente (% del PBI)							
Estados Unidos de América	-6,2	-6,0	-5,7	-6,0	-5,0	-	-4,5
Canadá	1,6	1,6	1,8	1,2	0,2	-	0,5
Déficit Fiscal Gobierno General (% del PBI)							
Estados Unidos de América	-2,6	-1,7	-2,6	-1,9	-2,9	-	-2,9
Canadá	1,0	0,6	0,9	0,6	0,3	-	0,3

1/ Fuente: Consensus Forecast, FMI, Casas de inversión y BCRP.

* Proyección.

Gráfico 22
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA FED
(En porcentaje)



22. En el contexto de turbulencia de los mercados financieros y de incertidumbre sobre una desaceleración económica, la FED redujo su tasa de política en 225 puntos entre setiembre de 2007 y enero de 2008. A mediados de enero de 2008, la FED redujo su tasa de interés de política en 75 pbs en una reunión extraordinaria ante las mayores señales de recesión en Estados Unidos. Asimismo, en la reunión del 30 de enero, volvió a reducir su tasa, esta vez en 50 pbs hasta llegar a 3,0 por ciento.

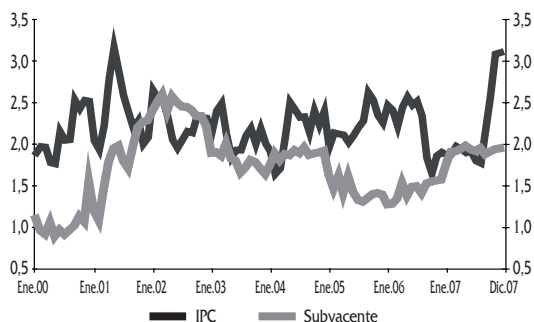
23. Considerando estos desarrollos, la proyección de crecimiento de Estados Unidos se ha revisado a la baja para 2008 y 2009. Se prevé que la economía se desacelere en 2008 (proceso que ya ha empezado en el cuarto trimestre de 2007) producto de la corrección del mercado inmobiliario, una desaceleración prevista en el consumo y una moderación en el dinamismo de la inversión.

El consumo se vería afectado por la caída en los precios de las viviendas, los elevados precios de los combustibles y un debilitamiento del empleo; mientras que la inversión se afectaría por las menores ganancias corporativas y el ajuste en las condiciones crediticias.

24. Se estima que el crecimiento de nuestros socios comerciales en **Europa**, habría sido 2,8 por ciento en 2007 y se prevé que sea de 2,0 por ciento en los años 2008 y 2009.

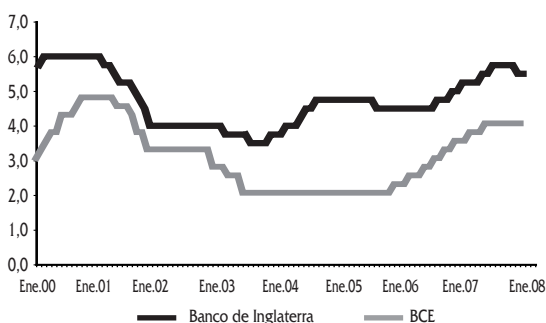
La Eurozona ha venido creciendo acorde con lo proyectado y se espera que desacelere su crecimiento en los próximos dos años. Dentro de los países de la Eurozona, Alemania ha mantenido un crecimiento sostenido durante 2007. Sin

Gráfico 23
EUROZONA: INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 24
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y DEL BANCO DE INGLATERRA
(En porcentaje)



embargo, una desaceleración en la actividad industrial, una menor contribución de las exportaciones y un menor gasto en la inversión (producto de menores ganancias corporativas y ajuste en condiciones crediticias) se reflejarían en tasas de crecimiento menores para 2008 y 2009. Así, se espera que Alemania crezca a tasas de 1,8 y 1,9 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente.

Cuadro 12
PRINCIPALES INDICADORES DE EUROPA 1/

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
PBI (Var %)							
Alemania	2,9	2,6	2,5	2,3	1,8	1,9	1,9
España	3,9	3,8	3,8	2,9	2,6	2,5	2,4
Reino Unido	2,8	2,8	3,1	2,1	1,8	2,2	2,0
Inflación							
Alemania	1,7	1,6	2,2	1,6	2,1	1,6	1,7
España	3,5	2,6	2,8	2,7	3,3	2,7	2,6
Reino Unido	2,3	1,9	2,3	1,9	2,3	1,9	2,0

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

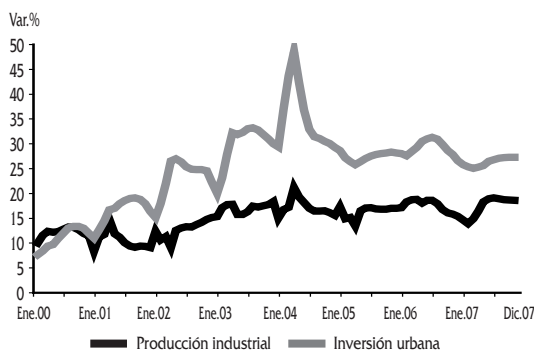
* Proyección.

El crecimiento observado en la Eurozona estuvo acompañado de mayores presiones inflacionarias, explicadas en parte por la elevación de los precios de la energía y los alimentos. Ante esta situación, el Banco Central Europeo (BCE) elevó su tasa de interés en dos oportunidades, en marzo y en junio con un aumento total de 50 pbs hasta ubicarla en 4,0 por ciento. Posteriormente mantuvo la tasa ante el deterioro de las condiciones crediticias y los riesgos de mayor desaceleración económica. No obstante, la existencia de presiones inflacionarias (la inflación fue 3,2 por ciento a enero de 2008) genera incertidumbre sobre la dirección de las decisiones del BCE en relación con el manejo futuro de tasas de política monetaria.

25. **Japón** mostró una recuperación hacia el tercer trimestre de 2007 debido a la mayor contribución de las exportaciones. Sin embargo, los recientes indicadores de actividad apuntan a una desaceleración en el crecimiento debido a la debilidad del consumo y la inversión (en especial la inmobiliaria, producto de una nueva regulación de los estándares de construcción). Se espera que en 2008 la economía crezca a una tasa de 1,5 por ciento (por debajo de las proyecciones anteriores) y se empiece a recuperar ligeramente en 2009 (2,0 por ciento).

26. **China** habría crecido 11,4 por ciento durante el año 2007 explicado básicamente por el incremento de la inversión y el consumo. Este crecimiento se ha dado en un contexto de

Gráfico 25
CHINA: ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Promedio móvil a 3 meses)



Fuente: National Bureau of Statistics.

presiones inflacionarias crecientes. La inflación en 2007 se elevó a 6,5 por ciento entre diciembre 2006 y diciembre 2007 (equivalente a una tasa promedio anual de 4,7 por ciento), la mayor desde 1996, influida por los precios de los alimentos que representan un tercio de su canasta de consumo.

La mayor inflación y la necesidad de moderar el crecimiento conllevaron a que el Banco Central adopte medidas de política monetaria restrictivas. Durante 2007, el banco elevó la tasa de encaje en diez oportunidades acumulando un incremento de 450 pbs (ubicándola en 14,5 por ciento) y elevó la tasa de interés para préstamos en 135 pbs (a 7,47 por ciento). En enero, el Banco Central anunció un incremento adicional de 0,5 puntos porcentuales en el encaje. Además, el gobierno ordenó congelar los precios de la energía y de las empresas de servicios públicos. Por ello, se espera que China desacelere gradualmente su crecimiento en 2008 y 2009, aunque aún a tasas altas. Otros factores que influirían en la desaceleración serían el menor crecimiento mundial y el impacto de una apreciación del yuan sobre las exportaciones.

Cuadro 13

PRINCIPALES INDICADORES DE ASIA 1/

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 07	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
PBI (Var %)							
China	11,1	11,3	11,4	10,6	10,4	9,8	9,8
Corea del Sur	5,0	4,8	4,9	5,1	4,9	4,8	5,0
Japón	2,2	2,3	1,9	2,1	1,5	1,5	2,0
India	9,4	8,5	8,6	8,3	8,2	-	-
Inflación							
China	1,5	2,5	4,7	2,5	4,3	2,2	3,5
Corea del Sur	2,2	2,6	2,5	2,6	3,0	2,5	2,8
Japón	0,2	0,4	0,0	0,6	0,4	1,6	0,5
India	6,7	5,7	5,7	5,4	5,4	-	-

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

* Proyección.

27. El crecimiento de las economías de **América Latina** se mantuvo en niveles altos en el año 2007, esperándose una desaceleración moderada para los siguientes dos años consistente con el retiro del estímulo monetario observado en varias de las economías y el menor crecimiento global. En algunas economías, la demanda doméstica se mantuvo como la principal fuente de crecimiento, lo que sumado a las mayores presiones inflacionarias por parte de algunos *commodities* (en particular del petróleo y alimentos), resultó en niveles de inflación que, en algunos casos, superaron el rango meta de los bancos centrales.

28. Entre las economías con esquema monetario de metas explícitas de inflación, Chile y Colombia experimentaron inflaciones superiores a sus respectivas metas (de 1-4 por ciento y de

3,5-4,5 por ciento); mientras que las de Brasil y México se ubicaron dentro del rango meta (2,5-5,5 por ciento y 2-4 por ciento, respectivamente). En este contexto, algunos bancos centrales de la región subieron sus tasas (Chile, Colombia y México) y otros dejaron de reducirla (Brasil).

Cuadro 14

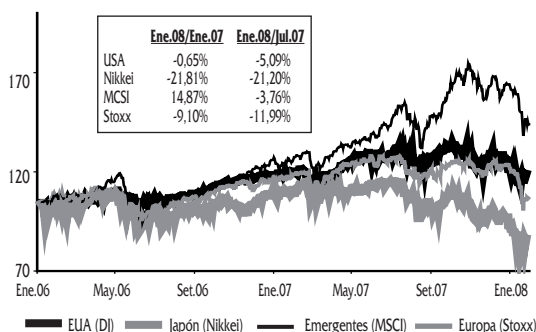
PRINCIPALES INDICADORES DE AMÉRICA LATINA 1/

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
PBI (Var %)							
Argentina	8,5	7,6	8,5	5,4	6,5	4,7	4,5
Brasil	3,7	4,8	5,3	4,5	4,7	4,3	4,5
Chile	4,0	5,9	5,2	5,2	4,7	4,9	4,9
Colombia	6,8	6,4	6,8	5,3	5,5	4,6	5,0
Ecuador	3,9	2,4	2,0	2,4	2,4	2,8	2,6
México	4,8	2,9	3,1	3,4	2,9	3,8	3,7
Venezuela	10,3	8,2	8,4	4,5	4,7	1,5	3,3
Inflación							
Argentina	9,8	8,6	8,5	10,9	10,8	9,7	10,5
Brasil	3,1	4,0	4,5	4,1	4,4	3,9	4,2
Chile	2,6	5,8	7,8	3,2	4,3	2,9	3,3
Colombia	4,5	5,1	5,7	4,4	4,5	3,6	4,1
Ecuador	2,9	2,7	3,3	3,1	3,5	3,1	3,5
México	4,1	3,7	3,8	3,5	3,9	3,5	3,5
Venezuela	17,0	17,8	22,5	21,1	27,6	20,5	26,8

1/ Fuente: Consensus Forecast y BCRP.

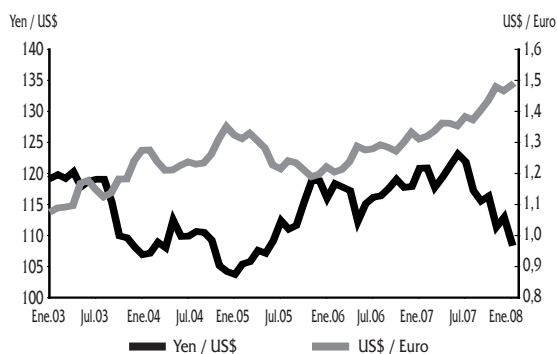
*Proyección.

Gráfico 26
MERCADOS BURSÁTILES MUNDIALES
(Enero 2006 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27
EL DÓLAR FRENTE A LAS PRINCIPALES DIVISAS



Fuente: Bloomberg.

Evolución de los mercados financieros

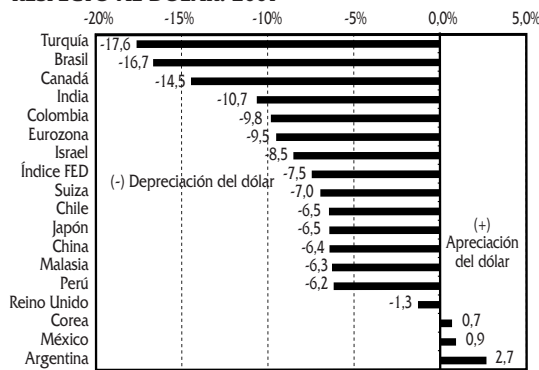
29. Durante el año 2007, en especial en el segundo semestre, los mercados financieros registraron una elevada volatilidad producto de la crisis del mercado hipotecario *subprime* y el riesgo de que sus efectos se propaguen a otras economías. Los inversionistas adoptaron una posición más adversa al riesgo, lo que se tradujo en una caída de las bolsas, una caída del rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas, así como un aumento en el *spread* de los bonos de las economías emergentes y una reversión de las operaciones de *carry trade*².

30. Los **mercados bursátiles** registraron significativas caídas en la última parte del año y en el mes de enero de 2008 (sobre todo en las economías desarrolladas) las cuales revirtieron total o parcialmente las ganancias logradas en meses previos.

31. El **dólar** continuó depreciándose en los mercados internacionales, en particular frente al euro, la libra esterlina y

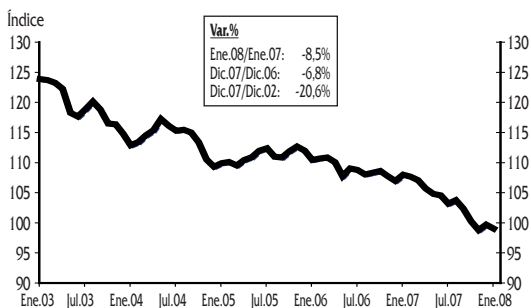
2 Carry Trade es la estrategia financiera en la que un prestatario recibe un préstamo en una moneda con tasa de interés baja y adquiere activos financieros en otra moneda correspondiente a un país que tenga una tasa de interés alta.

Gráfico 28
EVOLUCIÓN ACUMULADA DEL TIPO DE CAMBIO CON RESPECTO AL DÓLAR: 2007



Fuente: Bloomberg.

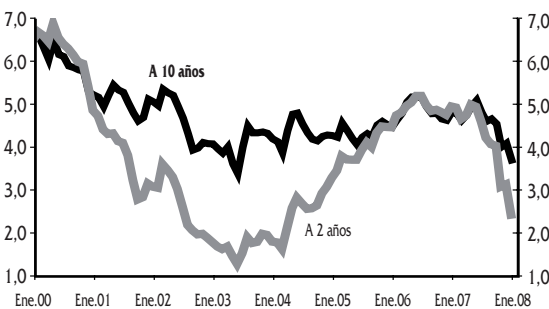
Gráfico 29
EL DÓLAR FRENTE A LA CANASTA DE PRINCIPALES SOCIOS*



* Índice de tipo de cambio nominal frente a principales socios comerciales (Ene.97=100).

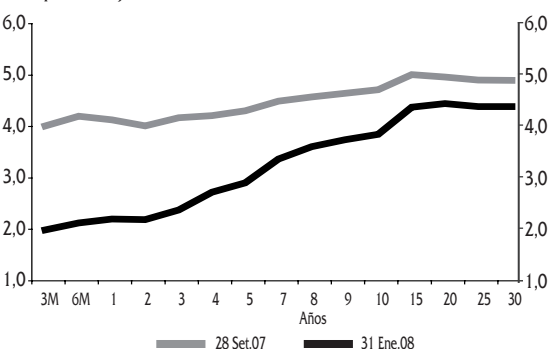
Fuente: Federal Reserve Board.

Gráfico 30
RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO



Fuente: Federal Reserve Board.

Gráfico 31
CURVA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS (En porcentaje)



el dólar canadiense. Esta evolución se explica en parte por el comportamiento diferenciado en las tasas de interés de política monetaria en la mayor parte del año. Mientras que el BCE elevó sus tasas en 2007, la FED la recortó 5 veces desde 2007 (acumulando una reducción de 225 pbs), con lo cual el diferencial pasó de 175 pbs a favor de Estados Unidos a 100 pbs a favor de la Eurozona al cierre de enero de 2008.

Asimismo, las expectativas de una reducción adicional de tasas por parte de la FED en el primer trimestre del año han implicado presiones adicionales sobre el dólar. El dólar alcanzó un récord mínimo histórico respecto al euro el 14 de enero, (si se considera al marco alemán como referencia para el periodo anterior a la vigencia del euro).

El **yen** también se fortaleció a partir de la segunda mitad de 2007, debido a que la mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas produjo una reversión de las operaciones especulativas entre monedas (*carry trade*), que había sido una de las causas de la depreciación del yen en los últimos años.

Las monedas de América Latina también enfrentaron presiones apreciatorias, evento asociado a la depreciación generalizada del dólar, a los mejores fundamentos de la región y, en algunos casos, a operaciones de *carry trade*. En enero de 2008, a pesar de la volatilidad de los mercados financieros, las monedas han continuado con presiones apreciatorias.

El indicador global de tipo de cambio del dólar de Estados Unidos con respecto al resto de monedas, medido por la FED, bajó 7 por ciento en 2007, acumulando una caída de 21 por ciento desde diciembre de 2002.

32. El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos ha registrado un descenso a partir de la segunda mitad de 2007. Con la reciente turbulencia en los mercados internacionales esta tendencia se ha acentuado, ante la búsqueda de activos menos riesgosos por parte de los inversionistas (*flight to quality*). El rendimiento de los bonos a dos años llegó a ubicarse -el 8 de enero- en 1,99 por ciento y el de 10 años en 3,43 por ciento, niveles no observados desde marzo de 2004.
33. La curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se ha desplazado hacia abajo entre setiembre de 2007 y enero de 2008. La reducción en el rendimiento de los títulos de corto plazo fue mayor debido a su mayor correlación con la tasa de interés de política de la FED que se redujo de 5,25 por ciento a inicios de setiembre a 3,0 por ciento a fines de enero de 2008.

Por su parte, las tasas de rendimiento de los bonos de largo plazo se redujeron en menor proporción (no obstante ello, alcanzaron niveles no vistos desde julio de 2003).

34. Respecto a la **deuda de las economías emergentes**, en la segunda mitad del año, los problemas financieros asociados al mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos tuvieron efectos, aunque moderados, en las economías emergentes, en particular sobre la región.

El *spread* del EMBI+ y el costo del *Credit Default Swap* se elevaron en ligeras proporciones. La mayoría de países de la región se vieron favorecidos por sus mejores fundamentos (reservas internacionales, reperfilamiento y reducción de deuda, mejora en la posición fiscal, entre otros) lo cual, a su vez, se reflejó en las mejoras de las calificaciones de riesgo por parte de las principales agencias. Entre setiembre y diciembre destacó el incremento de la calificación de la deuda de Chile, México y Brasil.

Cuadro 15

INDICADORES DE MERCADOS EMERGENTES*

(En puntos básicos)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Ene.	Variación 2007-2006	Variación 2008-2007
EMBI+ ^{1/}	418	356	245	169	239	273	70	34
América Latina	521	420	283	186	268	302	82	34
Brasil	463	382	311	192	221	255	29	34
Colombia	431	332	238	161	195	256	34	61
México	199	166	126	98	149	179	51	30
Argentina	5 632	4 703	504	216	410	466	194	56
Perú	312	220	206	118	178	205	60	27
CDS (Credit Default Swap) 5 años ^{2/}								
Brasil	404	305	225	100	103	136	4	33
Colombia	441	341	167	114	130	182	16	52
México	122	80	63	41	69	110	29	41
Argentina	n.a.	n.a.	367	203	462	479	259	17
Perú	292	204	221	91	116	145	25	30

1/ Mide el diferencial de los retornos de un portafolio de deuda de un país emergente con respecto al bono del Tesoro de EE.UU. para plazos equivalentes.

2/ Mide el costo de un seguro que cobertura el riesgo crediticio ante la probabilidad de impago de una deuda.

* Datos a fin de periodo.

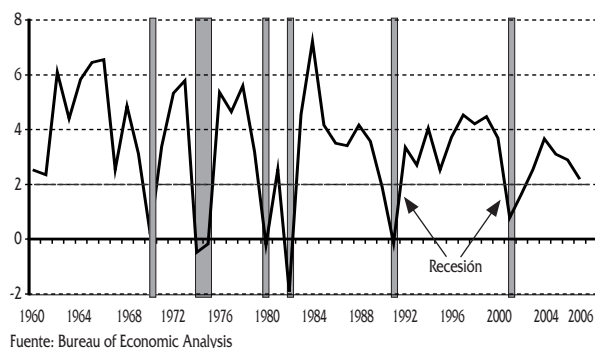
Fuente: Bloomberg y Reuters.

RECUADRO 6

LOS DESARROLLOS RECIENTES EN ESTADOS UNIDOS Y SU POSIBLE IMPACTO EN EL RESTO DEL MUNDO

Recientemente se viene discutiendo la probabilidad de que la economía norteamericana entre a un proceso recesivo. Una revisión de los datos de EUA muestra que, según el *National Bureau of Economic Research*, en los últimos 46 años se han registrado seis periodos catalogados como recesión (1971, 1974, 1979-80, 1981-82, 1991 y 2001), siendo el más severo el de 1981 (-1,9 por ciento anual).

ESTADOS UNIDOS: PBI REAL 1960-2007
(Variación porcentual anual)



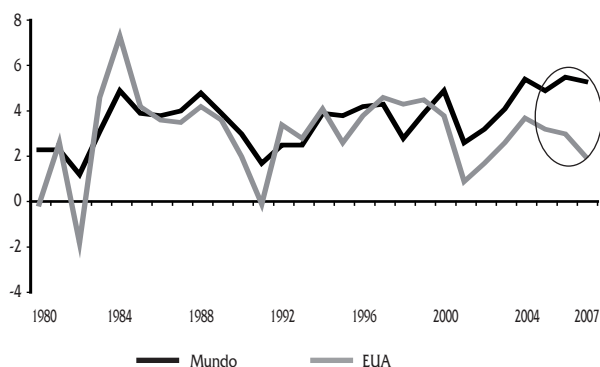
Las causas de estas recesiones no han sido siempre las mismas. Algunas recesiones han estado vinculadas a problemas de oferta (crisis petrolera) o a la aplicación de medidas correctivas frente a la inflación. Destacan los periodos recesivos de 1971, 1974 y 1981-1982. Otros eventos recesivos se dieron a partir de crisis en los mercados financieros (reversión de la burbuja tecnológica 2000-2001) que llevaron a respuestas de política monetaria. Otro evento importante, aunque no clasificado como recesión, se registró durante el año 1998, en el que se dio la crisis rusa y el colapso del *Long Term Capital Management*.

La coyuntura actual de desaceleración económica se asemeja más a las situaciones observadas en los años 1998 y 2001 donde existieron factores vinculados a los mercados financieros. Sin embargo, en este caso, esta coyuntura de turbulencia financiera y de restricciones crediticias viene acompañada también por altos precios del petróleo.

Hasta el momento, la desaceleración de la economía norteamericana no se ha reflejado en una desaceleración significativa en el resto del mundo. Por el contrario, durante los primeros trimestres del año 2007 algunas economías desarrolladas y las economías emergentes (en particular China) tuvieron una evolución favorable e incluso por encima de las proyecciones iniciales. Esta aparente desvinculación entre los desarrollos de Estados Unidos y del resto del mundo se ha denominado “*decoupling*”.

Uno de los factores detrás de este fenómeno se encontraría en la dinámica de la economía norteamericana. La mayor parte de la desaceleración reciente se explica por la evolución del sector inmobiliario; en particular, la caída de la inversión residencial cuya contribución al producto ha sido negativa en alrededor de un punto porcentual durante los últimos trimestres. Este sector demanda pocos recursos del exterior por lo que el impacto sobre las exportaciones de otros países ha sido moderado.

PBI MUNDIAL Y PBI DE EUA
(Variaciones porcentuales)



Por el contrario, los desarrollos recientes en los mercados internacionales hacen prever que este *decoupling* podrían revertirse. Algunos factores que apuntan a ello son: (i) la desaceleración registrada en el consumo de Estados Unidos, cuyo componente importado es mayor al de la inversión residencial, (ii) la extensión de los problemas financieros -vinculados a las hipotecas *subprime*- a otras economías, desarrolladas, como ha sido el caso de Alemania y el Reino Unido, (iii) La fuerte depreciación del dólar -en particular contra el euro y el yen- que tendría efectos sobre las exportaciones de la Eurozona y Japón, (iv) la caída de las bolsas es un fenómeno más global y que afecta directamente la riqueza y, por ello, al consumo, y (v) la elevación de precios de petróleo que es un factor que podría afectar a un número más amplio de economías (incluyendo a Europa, Japón y China)

Los estudios del FMI (*World Economic Outlook*, octubre 2007) muestran que, a pesar del peso creciente de otras economías dentro del PIB, el impacto de Estados Unidos es aún alto. Una caída de 1 por ciento en el PIB de Estados Unidos implica una caída de 0,16 por ciento en el resto del mundo. Esta sensibilidad variará entre países y dependerá de cuál sea el margen que tengan para aplicar políticas anticíclicas y del grado de integración comercial con los Estados Unidos, entre otros factores.

IV. Actividad económica

Desde el año 2005 la economía peruana ha venido mostrando tasas de crecimiento superiores al 6 por ciento anual sustentadas en la evolución de la demanda interna como resultado del dinamismo del consumo y la inversión privada.

En el año 2007 la economía se expandió 8,5 por ciento, la tasa más alta de los últimos 12 años, en un contexto de mayor dinamismo del gasto privado y de expectativas favorables sobre la evolución futura de la economía.

Se proyecta que el consumo y la inversión privada moderarían su crecimiento en 2008 considerando el deterioro de las condiciones externas, una corrección a la baja en los términos de intercambio y una atenuación en la expansión de la liquidez y el crédito, de modo que la actividad económica iría convergiendo en forma gradual hacia tasas más sostenibles con las del producto tendencial hacia el año 2009. Así se proyecta que el producto bruto interno crecería 7,0 por ciento en 2008, para luego reducir su tasa de crecimiento a 6,3 por ciento en 2009.

35. El alto crecimiento de la demanda interna en 2007 se explica por las expectativas optimistas de consumidores y empresarios, en un contexto de estabilidad macroeconómica, condiciones crediticias favorables, incremento del empleo formal en todos los sectores y en la mayoría de regiones del país, así como por el aumento en los anuncios de planes de inversión en empresas de todos los sectores.

Estos factores han traído como consecuencia la aceleración del crecimiento del consumo y la inversión del sector privado, alcanzando tasas similares a las observadas a mediados de la década pasada.

36. Durante 2007 se ha venido ejecutando una serie de planes de inversión que ha tenido como efecto la expansión de la capacidad productiva y mejora en la productividad de las empresas. En base a ello es que se ha revisado al alza las proyecciones de crecimiento del producto. En particular, el producto bruto interno ha pasado a 7,0 por ciento en 2008 y a 6,3 por ciento en 2009, frente a 6,5 y 6,0 por ciento, respectivamente, del Reporte de Inflación de setiembre de 2007. La inversión adicional permitirá

Gráfico 32
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

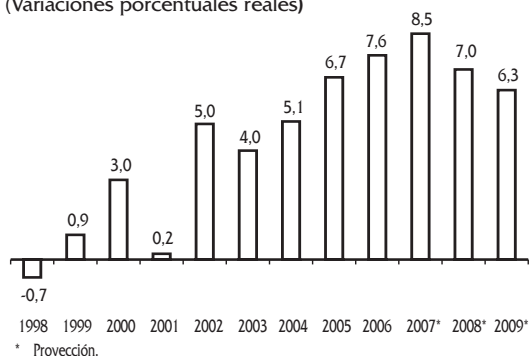


Gráfico 33
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)

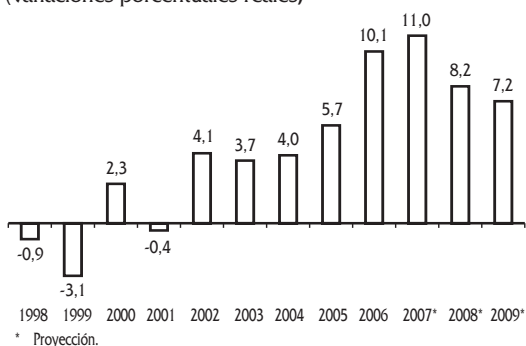


Gráfico 34
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)

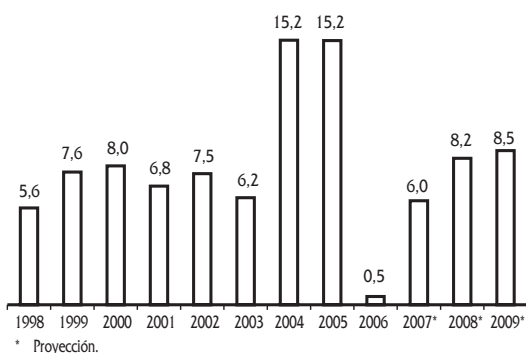
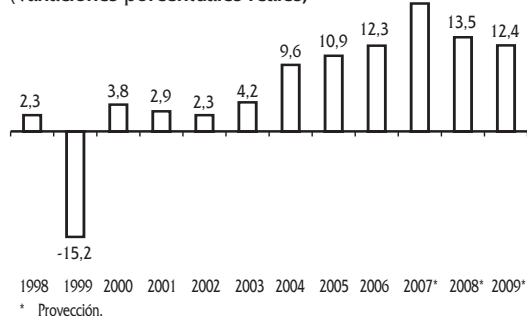


Gráfico 35
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones porcentuales reales)



expandir el producto potencial, lo cual, sumado al menor impulso de demanda previsto para 2008 y 2009, resultaría en un crecimiento del PBI más cercano a su potencial.

Cuadro 16

DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales)

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

37. En 2007 el crecimiento del ingreso nacional disponible superó también las proyecciones previas (9 versus 8 por ciento) lo cual explica la tendencia favorable en el crecimiento del gasto de los sectores privado y público. A diferencia del concepto del PBI, el ingreso nacional disponible agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior, y deduce además las utilidades generadas por las inversiones extranjeras, con lo que se tiene un indicador más cercano de las transacciones económicas que generan ingresos para el país. Para 2008 se proyecta que el ingreso nacional disponible crecería menos que en 2007 debido a los menores términos de intercambio y a un menor ritmo de crecimiento de las remesas provenientes del exterior.

Cuadro 17

INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
1. Producto bruto interno	7,6	7,6	8,5	6,5	7,0	6,0	6,3
2. Producto nacional bruto	4,9	7,9	8,8	8,2	8,4	8,0	7,6
3. Ingreso nacional bruto	11,1	8,0	9,0	6,2	5,7	6,8	7,0
4. Ingreso nacional disponible^{1/}	11,3	8,0	8,9	6,2	5,4	6,8	7,0
5. Absorción ^{2/}	14,1	10,4	11,5	6,9	6,6	7,7	7,9

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

2/ Mide la capacidad de compra de los residentes peruanos. Se obtiene descontado las exportaciones y agregando las importaciones al ingreso nacional disponible.

Gráfico 36
TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO
(Variaciones porcentuales reales)

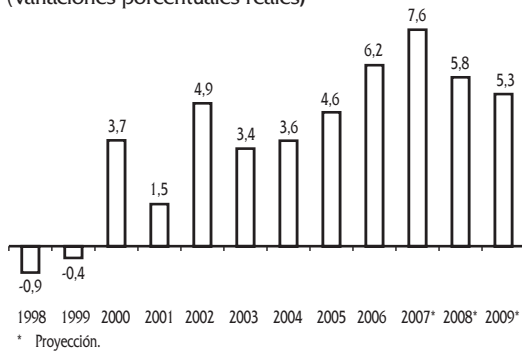


Gráfico 37
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR INDICCA

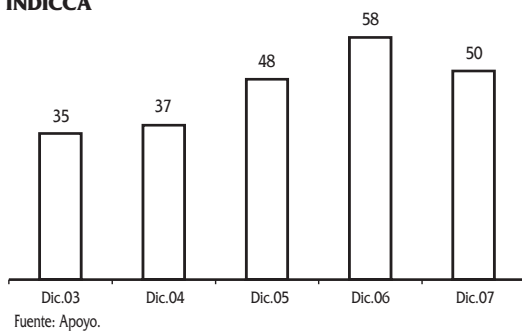


Gráfico 38
EMPLEO URBANO EN PRINCIPALES CIUDADES EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES
(Variaciones porcentuales)

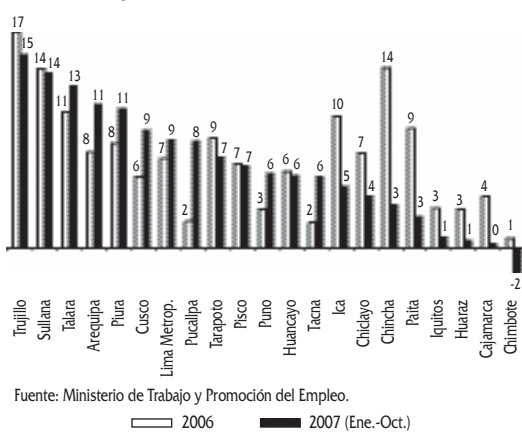
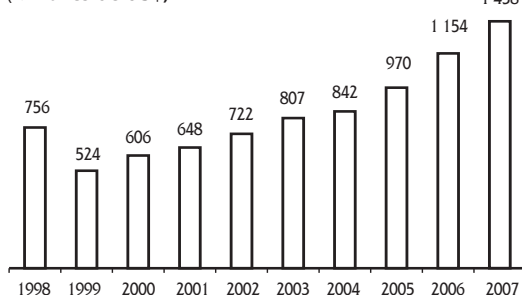


Gráfico 39
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Millones de US\$)



38. El **consumo privado** habría crecido 7,6 por ciento en 2007, la tasa más alta desde 1995, cuando aumentó 9,7 por ciento. Con ello, se convirtió en el componente que explica la mayor proporción del crecimiento del producto (61 por ciento de la tasa registrada en el año).

La aceleración del consumo privado se explica por varios factores. Primero, las altas cotizaciones de los productos de exportación generaron una ganancia de poder adquisitivo para la economía que se tradujo en un mayor ingreso nacional disponible. Segundo, a los mayores ingresos se suma el aumento descentralizado del empleo formal que consolidó su tendencia positiva en diversas ciudades del país, principalmente en actividades como comercio, transporte y servicios. El empleo en las principales ciudades ha crecido a tasas superiores a 4 por ciento. En particular, las ciudades con mayor crecimiento del empleo son Trujillo, Sullana, Talara, Arequipa y Piura, con tasas superiores a 11 por ciento, y Cusco, Pucallpa, Lima y Tarapoto, con tasas entre 7 y 10 por ciento.

39. Asimismo, el grado de confianza de los consumidores se mantuvo en niveles altos durante el año, lo cual favoreció las decisiones de las familias de adquirir bienes de consumo duradero, lo que se ha reflejado en mayores importaciones de este tipo de bienes, en particular ventas de automóviles (25 por ciento a diciembre y 40 por ciento a noviembre de 2007, respectivamente).

La demanda por estos productos fue impulsada, además, por el alto crecimiento de los créditos de consumo que crecieron 37 por ciento en 2007.

Se espera una desaceleración del crecimiento del consumo privado desde 7,6 por ciento en 2007 a 5,8 por ciento en 2008 y 5,3 por ciento en 2009. Esta proyección considera la corrección prevista en los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional disponible, así como una moderación en el crecimiento de la liquidez y el crédito.

40. La **inversión privada** aceleró su crecimiento en 2007, con una tasa de 23 por ciento luego de aumentar 20 por ciento en 2006 explicando alrededor de 4,1 puntos porcentuales del crecimiento. Este resultado es reflejo de las expectativas favorables sobre el crecimiento de la demanda doméstica en los próximos años, del mayor acceso a financiamiento por parte de las empresas, la perspectiva de firmas de acuerdos comerciales, así como de la ratificación del Acuerdo de Promoción Comercial entre Perú y Estados Unidos de América.

Gráfico 40
VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES
(Unidades)

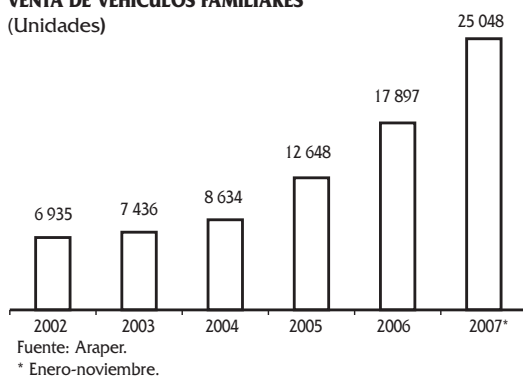
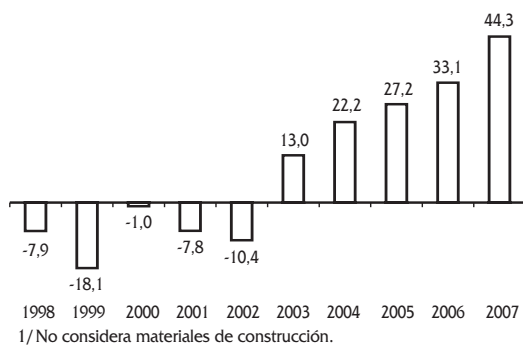


Gráfico 41
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
(Variaciones porcentuales)^{1/}



En el corto plazo, el crecimiento de la demanda interna por encima del crecimiento del producto ha tenido como resultado un aumento de la tasa de uso de la capacidad productiva de la economía. Ello genera -además de la competencia- un incentivo adicional para que las empresas ejecuten planes de ampliación de su capacidad e instalación de nuevas plantas. Por su parte, las expectativas optimistas sobre la situación de la economía y la estabilidad macroeconómica continúan incentivando la apertura de nuevos negocios en todo el país.

Las altas tasas de crecimiento de la inversión privada fueron acompañadas por la adopción de tecnologías más modernas reflejadas en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital a tasas superiores a 30 por ciento desde 2006. Este ritmo de crecimiento incrementa no sólo el acervo de capital de la economía, sino también la productividad, lo cual resulta en un aumento del producto potencial para los siguientes años.

El aumento de la inversión, junto con el incremento de la productividad son los factores que explican el aumento de la capacidad productiva, coadyuvando al crecimiento potencial de la economía. Al respecto, según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP de setiembre de 2007, se registró un incremento en la productividad de las empresas de 4 por ciento en promedio en el año 2007 respecto al año 2006.

De acuerdo a la encuesta realizada en diciembre de 2007 se registraron significativas inversiones en los sectores minería e hidrocarburos (proyecto de molino de oro de Yanacocha y ampliaciones de Southern y Volcan), manufactura (ampliaciones de Backus, Refinería de Cajamarquilla y Cementos Lima, entre otras empresas) y transportes y telecomunicaciones, sumando entre estos sectores US\$ 2 924 millones. En el sector comercio las empresas también decidieron ampliar locales y abrir nuevos establecimientos, con inversiones de US\$ 476 millones.

Para 2008 el sector que recibiría mayores inversiones sería la manufactura con anuncios por US\$ 1 570 millones, seguido del sector minería e hidrocarburos con alrededor de US\$ 1 411 millones. En términos de tasas de crecimiento, los sectores que registrarían los mayores incrementos de inversión serían servicios, agropecuario, electricidad y comercio.

Cuadro 18

INVERSIÓN PRIVADA

(Millones de US\$)

Sector	N° de Empresas	2007	2008	Var %
Agropecuario	19	160	238	48,9
Pesca	12	224	149	-33,3
Minería e Hidrocarburos	26	1 146	1 411	23,1
Manufactura	126	1 142	1 570	37,5
Electricidad	6	310	457	47,5
Construcción	11	96	122	26,7
Comercio	35	476	679	42,7
Transporte y Telecomunicaciones	28	636	811	27,5
Servicios	11	28	55	97,3
Total	274	4 217	5 492	30,2

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP Diciembre 2007.

Gráfico 42
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones porcentuales reales)

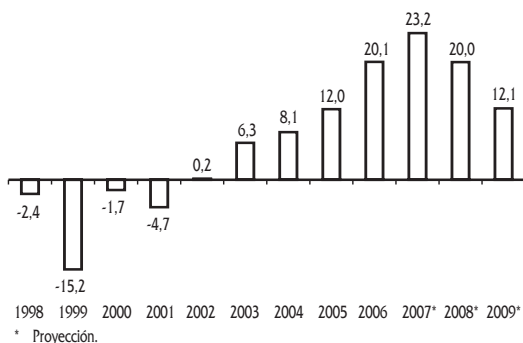
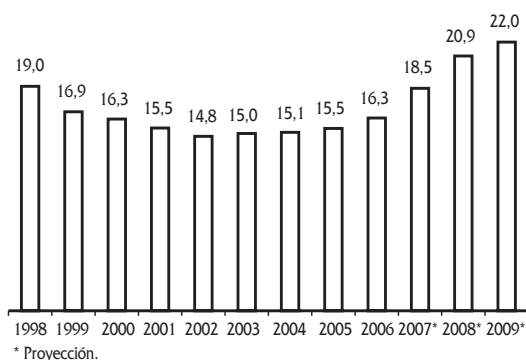


Gráfico 43
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)



Para el período 2007-2010 se han anunciado inversiones por más de US\$ 29 mil millones, incluyendo compromisos de inversión en diversos procesos de concesión. Se registrarían montos significativos en proyectos de minería e hidrocarburos, así como en infraestructura de transporte, electricidad e industria. Esta notable evolución de la inversión privada responde en parte a las expectativas favorables de los empresarios, las cuales se mantienen optimistas (49 por ciento de los empresarios esperan una mejora en los próximos 3 meses), reflejándose de ese modo en los anuncios de inversión. Considerando estos factores se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de la inversión privada, a 20 por ciento para 2008.

Tomando en cuenta que la inversión privada creció casi tres veces más que el producto en 2007, el ratio de inversión privada como porcentaje del PBI alcanzó niveles no vistos desde mediados de la década pasada. Para los siguientes años se espera que mientras el ritmo de inversión continúe creciendo como consecuencia de las inversiones anunciadas en los sectores mencionados, el ahorro privado se expandiría a tasas más bajas -debido a que los menores términos de intercambio afectarían el ingreso nacional disponible-, razón por la cual la necesidad de ahorro externo se elevaría hasta 2,4 por ciento del PBI en 2009.

Cuadro 19

PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2007-2010

(Millones de US\$)

Sector / Empresa	Proyecto	Monto
MINERÍA		12 527
<i>Del cual:</i> Perú Copper S.A.	Toromocho	1 500
Zijin Mining Group	Río Blanco	1 400
Southern Copper Corp.	Los Chancas	1 100
Southern Copper Corp.	Ampliaciones de minas, fundición y refinería	980
Minera Yanacocha	Minas Conga	935
Xstrata	Las Bambas	930
Southern Copper Corp.	Tía María	750
HIDROCARBUROS		5 051
<i>Del cual:</i> Perú LNG	Camisea II	2 200
Barret Resources	Lote 67	1 600
Petrobras - PetroPerú	Planta Petroquímica	800
TELECOMUNICACIONES		2 148
<i>Del cual:</i> Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha	1 000
América Móvil (Claro)	Obras en Telefonía Móvil	560
Por concesionar	Proyecto Wi-max	110
Por concesionar	Banda ancha satelital	45
INDUSTRIAL		2 479
<i>Del cual:</i> Votorantim Metais	Expansión de Refinería Cajamarquilla	500
Vale	Fosfatos de Bayóvar	450
Camargo-Correa	Construcción planta cementera	200
SAB Miller	Ampliaciones de planta	250
Refinería La Pampilla	Modernización de la refinería	350
INFRAESTRUCTURA		2 636
<i>Del cual:</i> Dubai Ports World Callao	Muelle Sur - Callao	617
Por concesionar	Terminales portuarios marítimos y fluviales	558
Por concesionar	Tren eléctrico	280
Por concesionar	Majes- Siguan II	280
Grupo Romero	Puerto en Ancón	200
Por concesionar	Eje Amazonas Centro	160
Por concesionar	Aeropuertos Regionales	157
Por concesionar	Red Vial N° 4	150
ELECTRICIDAD		2 337
<i>Del cual:</i> Endesa	Varios proyectos, incluyendo ampliación de central Santa Rosa	500
Egechilca	Termoeléctrica Egechilca	500
Por concesionar	Línea de Transmisión Mantaro – Caravelí - Montalvo	393
Por concesionar	Línea de Transmisión Vizcarra - Huallanca	321
	Cajamarca - Carhuaquero	
Por concesionar	Línea de Transmisión Chilca - Planicie - Zapallal	208
Cementos Lima	El Platanal	180
Kallpa Generación	Ampliación de Kallpa	90
Enersur	Ampliación de Chica Uno	80
OTROS SECTORES		2 173
<i>Del cual:</i> Por concesionar	Planta de Tratamiento La Taboada	280
Por concesionar	Planta de Tratamiento La Chira	127
Tottus	24 tiendas en Lima, Trujillo y Chiclayo	100
Grupo Brescia	Hotel de 30 pisos en San Isidro (Westin)	100
Casagrande	Destilería y desarrollo campos de cultivo	66
Sodimac - Grupo Falabella	Diversas tiendas	60
C.C. Jockey Plaza	Ampliación de áreas comerciales	55
Parque Arauco	Complejo Comercial San Isidro	54
Corporación Pesquera Inca	Embarcaciones y planta	50
Parque Arauco, Gloria, Wiese	Mega Plaza Arequipa	40
Grupo Wong	Centro Comercial Lima Plaza Norte	35
Graña y Montero	Concesión Programa Vial Costa-Sierra I (Piura)	31
Agroindustrial Laredo	Proyecto azucarero Arena Dulce	20
	TOTAL	29 351

Fuente: Proinversión y anuncios de inversión.

Gráfico 44
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2008

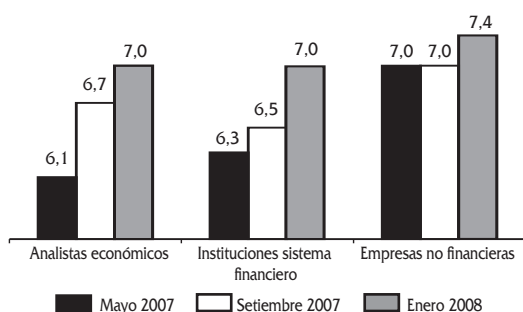


Gráfico 45
EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL PBI PARA 2009

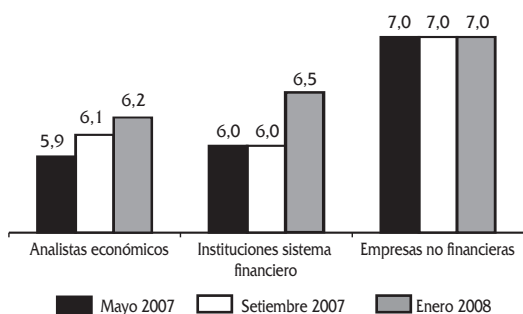
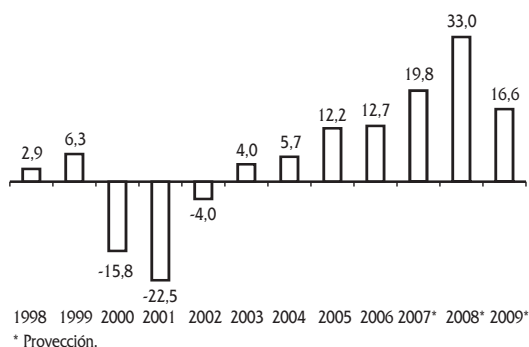


Gráfico 46
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

41. El ahorro interno creció en 2006 y 2007 alcanzando 22,7 y 23,9 por ciento del PBI respectivamente, como consecuencia del aumento del ingreso nacional disponible que contribuyó a financiar la inversión de las empresas. El mayor ahorro registrado en los sectores privado (17,8 por ciento del PBI) y público (6,2 por ciento del PBI) se tradujo en una menor necesidad de financiamiento externo.

Se prevé que el ahorro de la economía continuará creciendo en 2008 y 2009 debido al crecimiento económico y al aumento de la bancarización, facilitando el financiamiento de las inversiones previstas y contribuyendo a la sostenibilidad de la balanza de pagos.

Cuadro 20

AHORRO - INVERSIÓN

(Porcentaje del PBI)

	2006	2007*	2008*	2009*
Ahorro externo	-2,8	-1,0	1,9	2,4
Ahorro interno	22,7	23,9	23,0	23,8
Sector público	4,9	6,2	5,8	5,4
Sector privado	17,8	17,8	17,2	18,5
Inversión bruta interna	19,9	22,9	24,9	26,3
Sector público	2,8	3,1	3,9	4,4
Sector privado	17,1	19,8	21,0	21,9

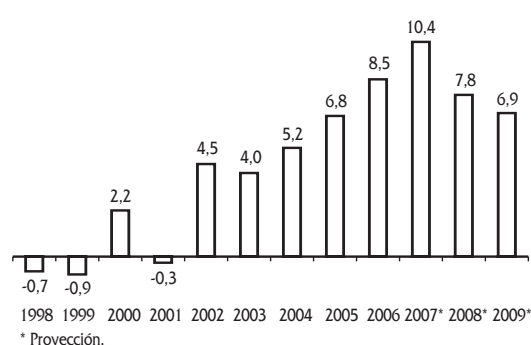
* Proyección.

Los agentes económicos también han revisado al alza sus proyecciones de crecimiento. Para el año 2008 los analistas y las instituciones financieras esperan un crecimiento del PBI de 7,0 por ciento, en tanto que las empresas no financieras prevén un incremento mayor, 7,4 por ciento. Para el año 2009 se esperan tasas menores a las de 2008, con proyecciones ubicadas entre 6,2 y 7,0 por ciento.

42. En relación al gasto público el escenario central contempla un mayor ritmo de gasto de las unidades ejecutoras, particularmente en términos de inversión, que también tiene un efecto positivo sobre la acumulación de capital productivo en la economía. La inversión prevista en infraestructura permitiría incrementar la productividad de las actividades del sector privado, multiplicando así los beneficios de los acuerdos comerciales.

43. El **PBI potencial** continuaría su crecimiento en los próximos años como consecuencia del aumento del acervo de capital y la mayor productividad total de los factores. En el horizonte de proyección la tasa de crecimiento del producto potencial se ubicaría alrededor de 7 por ciento. Aproximadamente la mitad de este crecimiento se explica por la acumulación de capital

Gráfico 47

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS
 (Variaciones porcentuales reales)


derivada de las mayores inversiones de los sectores privado y público en un contexto de expectativas favorables sobre la evolución de la economía y mayor acceso al financiamiento. Adicionalmente, se prevé que la mejor asignación de recursos y las ganancias de eficiencia derivadas de la transferencia tecnológica y los tratados comerciales redundarían en un aumento de la productividad que explica un tercio del crecimiento potencial de la economía.

Producción sectorial

44. En 2007 los **sectores no primarios** continuaron siendo los más dinámicos debido al impulso de la demanda interna. La construcción registró el crecimiento más alto como consecuencia del aumento del empleo, los ingresos y el crédito hipotecario que favorecieron la edificación de viviendas, así como por el efecto de la mayor inversión de empresas industriales y comerciales. El segundo sector más dinámico fue la manufactura no primaria, impulsada por el mayor gasto de consumo (observado en la mayor producción de alimentos y bebidas) y por la demanda de insumos para el sector construcción, reflejando el alto crecimiento de insumos como el cemento.

Cuadro 21
PRODUCTO BRUTO INTERNO

(Variaciones porcentuales reales)

	2006	2007*		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
Agropecuario	7,4	2,9	2,3	3,9	3,9	3,8	3,8
Agrícola	8,3	2,6	1,4	4,0	4,0	4,0	4,0
Pecuario	7,6	3,5	3,4	3,9	3,9	3,6	3,6
Pesca	2,4	2,6	6,9	3,5	3,5	4,0	5,0
Minería e hidrocarburos	1,4	1,8	2,1	5,2	5,2	4,2	4,2
Minería metálica	1,1	1,3	1,5	5,1	5,1	4,0	4,1
Hidrocarburos	5,7	7,1	6,5	6,3	6,3	5,5	5,5
Manufactura	7,4	9,4	10,3	7,3	8,5	6,5	7,4
Procesadores de recursos primarios	4,1	0,8	-0,9	4,4	4,1	4,4	4,7
Manufactura no primaria	8,3	11,4	12,7	8,0	9,5	7,0	8,0
Electricidad y agua	6,9	8,8	8,7	6,5	7,0	5,5	5,5
Construcción	14,8	16,0	16,6	12,0	13,0	11,0	11,0
Comercio	11,1	8,2	9,6	6,6	7,4	6,4	6,6
Otros servicios	7,0	7,8	9,1	6,1	6,6	6,0	6,1
Producto Bruto Interno	7,6	7,6	8,5	6,5	7,0	6,0	6,3
Primario	4,5	2,1	1,8	4,4	4,4	4,0	4,2
No Primario	8,5	9,2	10,4	7,0	7,8	6,6	6,9

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 48
TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA
(Variaciones porcentuales reales)

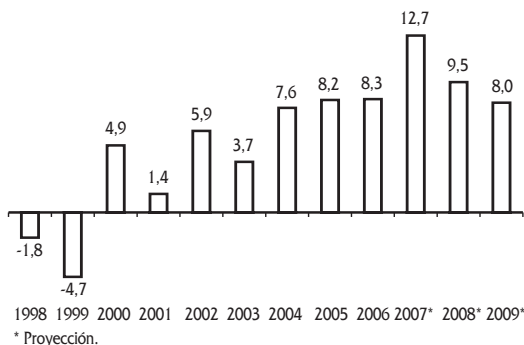


Gráfico 49
TASA DE CRECIMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN
(Variaciones porcentuales reales)

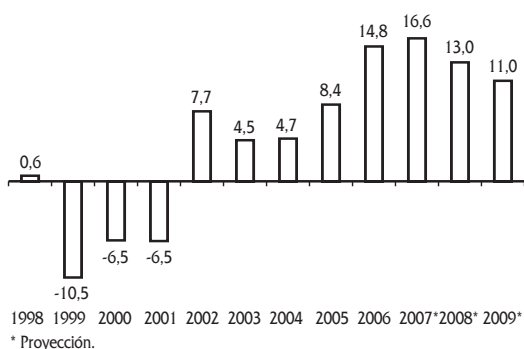
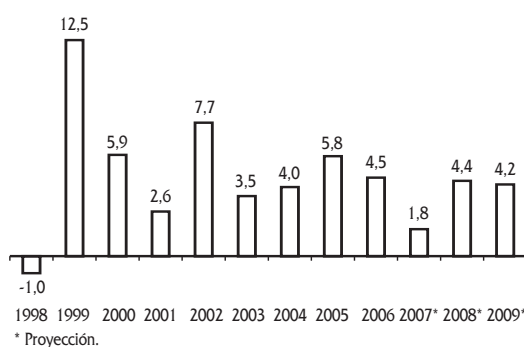


Gráfico 50
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)



Se proyecta que los sectores no primarios moderarían su crecimiento en 2008 y 2009, considerando el menor impulso previsto para la demanda y el escenario internacional menos favorable. Este efecto sería atenuado por la entrada en vigencia del Acuerdo de Promoción Comercial Perú - Estados Unidos y la perspectiva de firma de acuerdos comerciales con otros países que impulsaría la producción manufacturera.

El sector de mayor crecimiento continuará siendo la construcción considerando las ampliaciones de plantas cementeras para abastecer la demanda por construcción de centros comerciales, hoteles y proyectos habitacionales, principalmente fuera de Lima. Al dinamismo de la construcción y la manufactura se sumaría el sector comercio, dadas las previsiones de mayor acceso y apertura de nuevos locales en las principales ciudades del país.

45. La evolución de los **sectores primarios** en 2007 ha mostrado un ligero crecimiento, aunque menor al previsto. Ello se debe a la combinación de condiciones climáticas variables que afectaron al sector agropecuario y a factores puntuales en el sector minero como la menor producción de oro de Yanacocha, que opera zonas de baja ley. Estos factores negativos fueron atenuados por la ampliación de la mina de cobre Cerro Verde.

Para los siguientes años se prevé una recuperación de los sectores primarios, considerando mejores condiciones climáticas y la maduración de proyectos. En el sector agropecuario se considera que las siembras se están normalizando luego de caer ligeramente en los primeros meses de la campaña 2007-2008, contemplándose mayores rendimientos por las inversiones realizadas en los últimos años. A ello se sumaría la mayor producción para agroexportación, dado que se continúa incorporando tecnologías modernas a las nuevas zonas de cultivo y no se prevé un efecto significativo de las condiciones frías de La Niña, dada la adecuada disponibilidad de agua en reservorios.

El crecimiento del sector pesca no supone alteraciones climáticas significativas, y dada la política de vedas de anchoveta establecida por el Ministerio de la Producción, el crecimiento provendría de la extracción para conservas y productos congelados, considerando además el efecto de más eficiencia derivado de fusiones y adquisiciones en el sector realizadas en 2006 y 2007, y las nuevas inversiones para procesamiento de pescado. En minería se considera la operación a plena capacidad de la planta ampliada de Cerro Verde y el ingreso de Cerro Corona en 2008, así como un nivel estable de producción de oro que incluye el efecto del proyecto de óxidos de Yanacocha.

RECUADRO 7**BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA DEL SECTOR ELÉCTRICO**

La demanda de energía eléctrica creció 10,1 por ciento el año 2007, de forma consistente con el actual dinamismo de la actividad económica. Este crecimiento no ha ocasionado problemas de abastecimiento eléctrico; sin embargo, sí se registran problemas de congestión en la transmisión hacia el norte y sur del país. En el Reporte de Inflación anterior se alertó acerca de los problemas de congestión actualmente existentes y a la fecha no se han registrado avances significativos en los procesos que aliviarían esta situación.

En el caso de la transmisión Centro-Norte, los problemas se vienen atendiendo a través de la ampliación de la línea de transmisión Zapallal-Paramonga-Chimbote que se concluiría en abril de este año y, adicionalmente, se encuentra en proceso la adjudicación de la línea de transmisión Vizcarra-Cajamarca-Carhuaquero. En el caso de la transmisión Centro-Sur, los problemas podrían reducirse en el corto plazo si se instala un equipo compensador que permita utilizar a plenitud los 300 MW de capacidad de la actual línea Mantaro-Socabaya. En el mediano plazo, es indispensable la construcción de una segunda línea paralela, cuya licitación se espera concluya en marzo de este año.

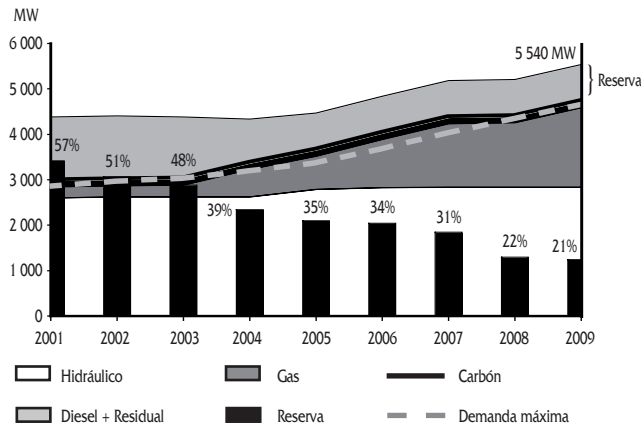
Debido a que la instalación de estas líneas demandaría no menos de 18 meses después de la adjudicación, para evitar que la congestión se traduzca en un alza de los costos de generación en el norte y sur del país, se ha promulgado el DU N° 046-2007. De acuerdo con esta norma, las plantas de generación menos eficientes que ingresen a operar en las zonas de congestión no serán tomadas en cuenta para el cálculo del costo marginal de la zona y operaría un mecanismo especial para compensar sus costos.

De manera similar, el abastecimiento de energía eléctrica desde Chilca hacia Lima también podría enfrentar problemas de transmisión en el futuro. Así, las facilidades de transmisión existentes en la actualidad sólo permitirían la entrada en operación de una central adicional en el Sur de Lima y actualmente existen hasta cuatro proyectos que podrían iniciar sus operaciones en la zona el próximo año: la tercera etapa de Chilca Uno con 176 MW de potencia, la segunda etapa de Kallpa con 176 MW de potencia, la central de ciclo combinado Egechilca con 538 MW de potencia y la central hidroeléctrica El Platanal, ubicada en Yauyos, con 220 MW de potencia instalada. En este sentido, destaca la importancia de la adjudicación de la línea de transmisión Chilca-La Planicie-Zapallal, que se espera se efectúe en junio de este año, cuya finalización permitiría la entrada en operación efectiva de estas centrales.

Adicionalmente, se proyecta que en 2009 se concluya la ampliación de la central térmica de Santa Rosa con 190 MW de potencia adicional. Esta central no enfrentaría las restricciones de transmisión señaladas anteriormente debido a que se encuentra ubicada en la zona urbana de Lima. Cabe señalar que actualmente se viene efectuando la ampliación del ducto de gas de Camisea que permitiría la provisión necesaria de gas natural para esta central y para las otras que se instalen en Chilca.

En línea con estas consideraciones, el siguiente gráfico muestra la evolución proyectada de la oferta y demanda de potencia en 2008 y 2009. Se asume que la demanda crecerá entre 7 y 8 por ciento este año y el próximo y que la oferta se amplíe el 2009 por el ingreso de la tercera etapa de Chilca Uno y la ampliación de Santa Rosa, que cuentan, por un lado, con la más alta probabilidad de ejecución y, por el otro, con las facilidades de transmisión suficientes. Esta evolución de la oferta y la demanda implicaría una reducción del margen de reserva de 31 por ciento en 2007 a 21 por ciento en 2009. En este sentido, es importante acelerar la conclusión a tiempo de los procesos de adjudicación de las líneas de transmisión actualmente en proceso, para evitar un potencial cuello de botella que afecte el crecimiento.

**DEMANDA Y OFERTA DE POTENCIA EFECTIVA
POR FUENTE DE ENERGÍA**



Fuente: MEM, Osinergmin, COES, BCRP.
Elaboración: BCRP.

Finalmente, cabe destacar que en un horizonte de mediano plazo, la concreción de las inversiones programadas en proyectos de transmisión y generación garantizaría la operación eficiente y el balance oferta-demanda del mercado eléctrico. De un lado, la operación de líneas de transmisión adicionales desde el año 2010 facilitará la operación eficiente del sistema eléctrico nacional (la operación de siete nuevas líneas está proyectada para el periodo 2010-11, entre ellas, la línea Chilca-La Planicie-Zapallal). De otro lado, el crecimiento anual del orden de 300 MW de la demanda eléctrica puede ser absorbido con la programada entrada en operación en el mediano plazo de nuevas centrales de generación (centrales térmicas a gas natural como Egechilca y Nueva Esperanza con potencia de 700 MW y 14 proyectos hidroeléctricos con potencia de 1 305 MW³).

3 Entre las 14 centrales hidroeléctricas que cuentan con concesión definitiva destacan El Platanal (220 MW), Santa Rita (174 MW), Cheves (159 MW), Pucará (130 MW), San Gabán (120 MW), Quitarcasa (112 MW) y Marañón (96 MW).

V. Balanza de pagos

El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se habría ubicado en un nivel equivalente a 1,0 por ciento del PBI en 2007, inferior al nivel de 2,8 por ciento registrado en 2006. Este menor resultado responde en gran medida al impulso de la demanda interna sobre las importaciones, las cuales crecieron en alrededor de 32 por ciento. Durante el periodo, se observó también un fuerte influjo de capitales externos tanto de largo como de corto plazo lo cual, aunado al resultado de la cuenta corriente, provocó presiones apreciatorias sobre la moneda local.

Para los años 2008 y 2009 se proyectan niveles deficitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos (1,9 y 2,4 por ciento del PBI, respectivamente), con un entorno internacional menos favorable por menor crecimiento de nuestros socios comerciales y términos de intercambio que caerían alrededor de 11 y 3 por ciento en cada año, respectivamente.

Cuenta corriente

46. En **2007** la cuenta corriente de la balanza de pagos habría registrado un superávit de 1,0 por ciento del PBI, explicado principalmente por el resultado positivo de la balanza comercial y las mayores remesas provenientes del exterior. El contexto externo se caracterizó por el alza de las cotizaciones de alimentos y combustibles, la persistencia de precios de minerales en niveles altos y por la incertidumbre acerca de la evolución de la actividad en algunas economías. Las exportaciones de bienes aumentaron 17 por ciento, debido al incremento de 14 por ciento en los precios y de 3 por ciento en el volumen, en tanto que las importaciones de bienes crecieron 32 por ciento.

Para **2008** se prevé que continuarían las restricciones de oferta que han impulsado al alza los precios de los alimentos y combustibles. Por otro lado se espera una mayor demanda por bienes importados teniendo en cuenta la dinámica que viene mostrando la inversión privada. En tal sentido, se ha aumentado la proyección del déficit de cuenta corriente de 0,4 por ciento

del PBI esperado en el Reporte de setiembre a 1,9 por ciento del PBI en el presente Reporte de Inflación. Esto supone que el superávit de la balanza comercial se reduciría de US\$ 6,0 mil millones a US\$ 5,2 mil millones, entre ambos reportes.

Bajo las mismas consideraciones también se ha revisado el resultado de la cuenta corriente de **2009**, elevando el déficit estimado a 2,4 por ciento del PBI, respecto al 0,9 por ciento esperado en el Reporte de setiembre.

Cuadro 22

BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2006	2007*		2008*		2009*	
	Año	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	2 589	1 329	1 092	-528	-2 485	-1 240	-3 570
<i>Porcentaje del PBI</i>		2,8	1,3	1,0	-0,4	-1,9	-0,9
1. Balanza comercial	8 934	8 461	8 356	5 973	5 230	3 802	3 441
a. Exportaciones	23 800	27 399	27 956	28 424	30 174	28 987	31 725
b. Importaciones	-14 866	-18 938	-19 599	-22 451	-24 944	-25 184	-28 283
2. Servicios	-949	-1 253	-1 025	-1 415	-1 370	-1 483	-1 414
3. Renta de factores	-7 581	-8 405	-8 707	-7 945	-9 087	-6 760	-8 653
4. Transferencias corrientes	2 185	2 526	2 466	2 859	2 742	3 201	3 055
Del cual: Remesas del exterior	1 837	2 153	2 103	2 468	2 320	2 800	2 622
II. CUENTA FINANCIERA	589	5 171	9 323	1 528	7 485	2 240	4 570
III. FLUJO DE RIN (=I+II)	3 178	6 500	10 414	1 000	5 000	1 000	1 000
Memo:							
Saldo de Reservas internacionales	17 275	23 775	27 689	24 775	32 689	25 775	33 689

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 51
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

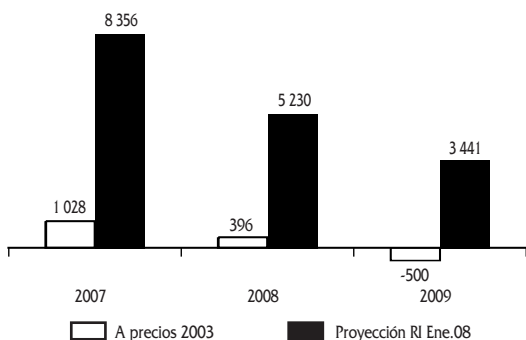
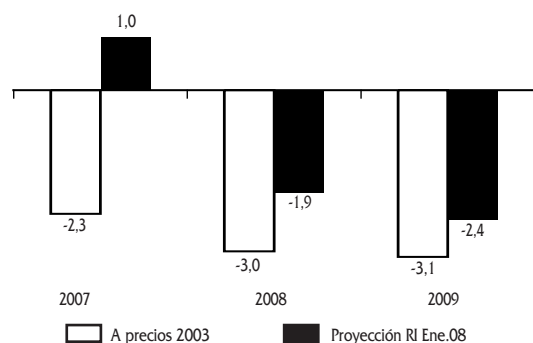


Gráfico 52
CUENTA CORRIENTE
(Porcentaje del PBI)



47. Con el fin de medir el efecto que podría tener una reversión extrema de los precios de los *commodities* se estimó la balanza comercial y el saldo de la cuenta corriente a precios de 2003, año previo al inicio del periodo de incremento significativo de precios de los metales. El resultado de este ejercicio indica que la cuenta corriente se mantendría en niveles sostenibles durante los próximos años. La balanza comercial sería menor en alrededor de US\$ 4,5 mil millones en promedio entre 2007-2009. Por su parte, la cuenta corriente ajustada pasaría a ser negativa en 3,0 y 3,1 por ciento del PBI en los años 2008 y 2009, respectivamente.

Términos de intercambio

48. En **2007**, los términos de intercambio aumentaron por sexto año consecutivo, con un incremento de 3,6 por ciento por aumento de los precios de exportación en 14 por ciento que fueron contrarrestados por el alza en los precios de importación de 10 por ciento.

Gráfico 53
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)

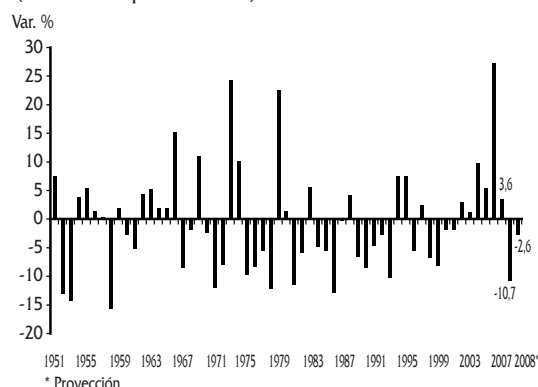
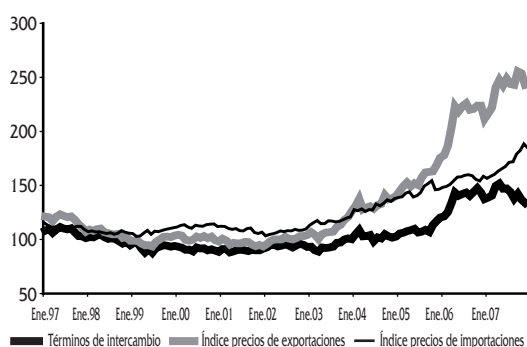


Gráfico 54
ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES, DE LAS IMPORTACIONES Y DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1994 = 100)



49. Para 2008 y 2009 se proyecta una reducción del índice de términos de intercambio en 10,7 y 2,6 por ciento, lo que se explicaría por la presión al alza en los precios de alimentos y combustibles importados, y menores precios de exportación, respectivamente.

50. Para **2008**, asociado a la desaceleración mundial, se espera que los precios de exportación disminuyan ligeramente debido a que los metales básicos como cobre y zinc revertirían sus alzas de precios, compensados con los mayores precios del oro. Los precios de importación acelerarían su tasa de expansión asociados a los mayores precios de los alimentos y del petróleo.

Hacia **2009** los precios de los alimentos y del petróleo empezarían a mostrar una reducción en la medida que se reduzcan las presiones de demanda. Por el lado de los precios de exportación, los productos mineros, con excepción de los metales preciosos como el oro y la plata, tendrían un comportamiento hacia la baja, en un contexto de mejora de los balances de oferta y demanda mundial.

Cuadro 23

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual anual)

	2006	2007		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
Términos de intercambio	27,4	3,0	3,6	-8,1	-10,7	-4,8	-2,6
1. Precios de exportaciones	36,9	11,1	13,9	-4,2	-0,2	-4,4	-2,9
Precios promedio anual							
- Cobre (ctv por libra)	305	320	323	290	280	265	255
- Zinc (ctv por libra)	149	149	147	124	106	110	106
- Oro (US\$ por onza)	605	670	697	700	820	720	849
- Harina de Pescado (US\$ por TM)	1 080	1 064	1 075	907	924	824	843
2. Precios de importaciones	7,4	7,8	9,9	4,3	11,7	0,5	-0,3
Precios promedio anual							
- Petróleo (US\$ por barril)	66	69	72	74	89	71	84
- Trigo (US\$ por TM)	169	225	231	248	333	214	308
- Maíz (US\$ por TM)	94	135	138	149	193	161	198
- Soya (US\$ por TM)	214	295	307	343	458	333	437

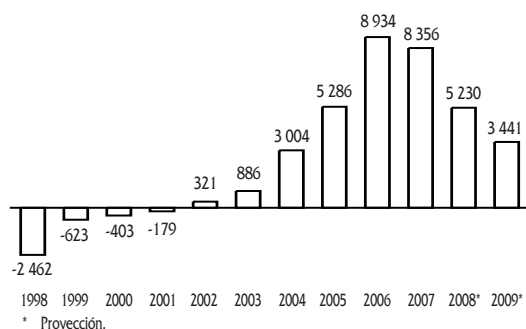
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Balanza comercial

51. El resultado de la balanza comercial del año **2007** sería de US\$ 8,4 mil millones, ligeramente menor a lo contemplado en el Reporte de setiembre (US\$ 8,5 mil millones). En el caso de las exportaciones, el efecto de mayor precio estaría más que

Gráfico 55
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



compensando la desaceleración en el volumen de productos tradicionales, principalmente mineros y pesqueros; mientras que, el incremento de las importaciones estaría asociado al mayor crecimiento de la economía.

52. Para **2008** y **2009**, la balanza comercial continuaría siendo superavitaria en US\$ 5,2 mil millones y US\$ 3,4 mil millones, respectivamente. Estos resultados se han revisado a la baja, con relación al Reporte de Inflación de setiembre, tomando en cuenta la nueva información de los mercados sobre la evolución futura de los precios de los *commodities* y la mayor demanda de importaciones con relación a los estimados previos.

Cuadro 24

BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2006		2007		2008*		2009*	
	Año	RI Set. 07	RI Set. 07	RI Set. 07	RI Set. 07	RI Set. 07	RI Set. 07	RI Set. 07
EXPORTACIONES	23 800	27 399	27 956	28 424	30 174	28 987	31 725	
De los cuales:								
Productos tradicionales	18 374	20 996	21 493	21 056	22 524	20 662	22 805	
Productos no tradicionales	5 271	6 245	6 288	7 202	7 467	8 156	8 731	
IMPORTACIONES	14 866	18 938	19 599	22 451	24 944	25 184	28 283	
De los cuales:								
Bienes de consumo	2 611	3 161	3 191	3 712	3 778	4 153	4 304	
Insumos	7 987	9 876	10 416	11 334	12 900	12 399	14 198	
Bienes de capital	4 145	5 814	5 885	7 315	8 155	8 539	9 668	
BALANZA COMERCIAL	8 934	8 461	8 356	5 973	5 230	3 802	3 441	
Nota: Var %								
Exportaciones	37,0	15,1	17,5	3,7	7,9	2,0	5,1	
Importaciones	23,0	27,4	31,8	18,6	27,3	12,2	13,4	
Índice de volumen de exportaciones	-0,1	3,5	3,3	8,2	8,2	6,1	8,3	
Índice de volumen de importaciones	14,5	19,0	19,9	13,9	15,5	11,5	13,7	

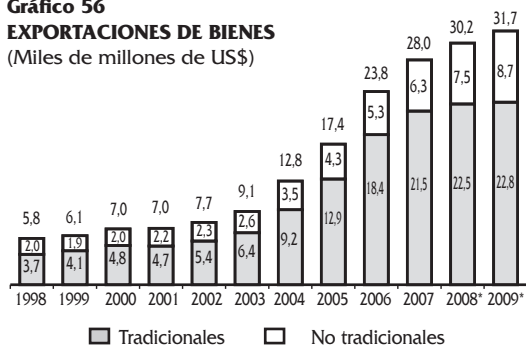
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Exportaciones

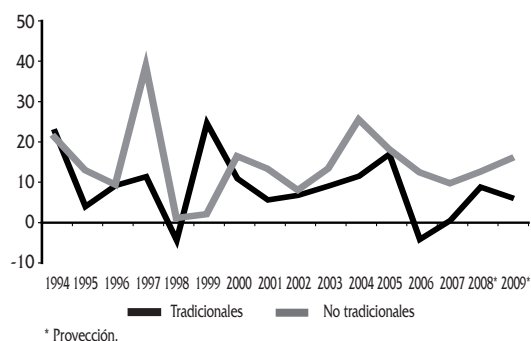
53. Las **exportaciones** de bienes alcanzaron un nuevo récord histórico en 2007 llegando a US\$ 28,0 mil millones en comparación a los US\$ 23,8 mil millones registrado en 2006 (17 por ciento de incremento). Si bien este resultado estuvo influenciado por la favorable evolución de los precios en los mercados externos (16 por ciento para las exportaciones tradicionales y 9 por ciento para las no tradicionales) también se debió a la mayor diversificación de productos y acceso a nuevos mercados que han impulsado el crecimiento de productos no tradicionales.

Gráfico 56
EXPORTACIONES DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



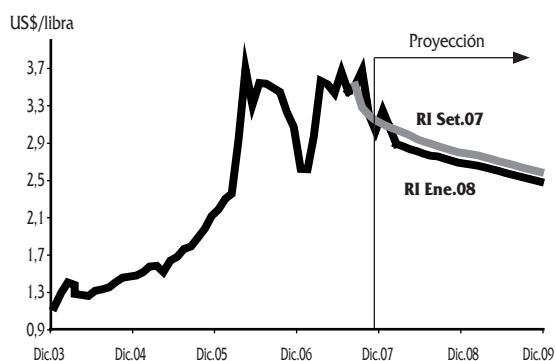
Nota: El total de exportaciones incluye el rubro otras exportaciones.
* Proyección.

Gráfico 57
ÍNDICE DE VOLUMEN: EXPORTACIONES TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES
(Variaciones porcentuales)



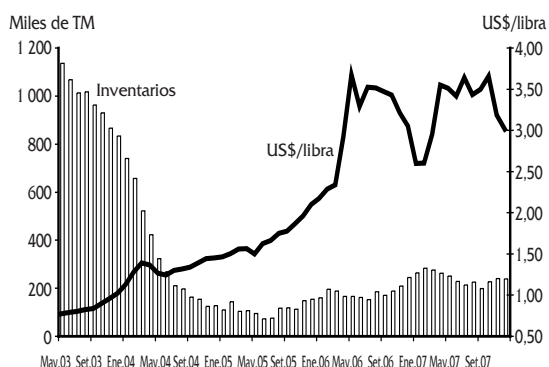
* Proyección.

Gráfico 58
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL COBRE



RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 59
INVENTARIOS Y PRECIO DEL COBRE



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

Las **exportaciones no tradicionales** habrían aumentado alrededor de 19 por ciento, destacando la contribución de las exportaciones agropecuarias, químicos y sidero metalúrgicos y joyería, las cuales explican más del 50 por ciento de este crecimiento. El volumen de exportaciones de este grupo de productos creció 10 por ciento en tanto que los precios aumentaron 9 por ciento. Por su parte, las **exportaciones tradicionales** habrían crecido 17 por ciento lo que reflejaría el impacto positivo de los mayores precios de las materias primas en el mercado internacional. Así, los precios aumentaron 16 por ciento en promedio durante el año impulsados por las mayores cotizaciones de materias primas, mientras que los volúmenes sólo crecieron 1 por ciento.

- En **2008 y 2009** las exportaciones totales crecerían en términos nominales 8 y 5 por ciento, respectivamente, principalmente por las mayores ventas de productos no tradicionales (19 y 17 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente), destacando agropecuarios y pesqueros; mientras que, las exportaciones de productos tradicionales registrarían un crecimiento de 5 por ciento en 2008 y de 1 por ciento en 2009, debido a los menores precios de los metales exportados.

Cobre

Las exportaciones de cobre representaron alrededor de 26 por ciento del total de las exportaciones durante 2007. El volumen de ventas al exterior aumentó alrededor de 14 por ciento impulsado principalmente por la mayor producción proveniente de la ampliación de Cerro Verde.

La cotización promedio del cobre fue US\$ 3,23 por libra en el año 2007, equivalente a un alza de 6 por ciento respecto a 2006. El mercado habría registrado un déficit de oferta, con lo cual los inventarios mundiales cubrirían sólo una semana y media de consumo.

La escasez del metal se asoció al incremento de la demanda de China a tasas superiores a las esperadas a inicios del año 2007. El consumo de China aumentó 35 por ciento anual en los primeros once meses del año, mientras que las importaciones netas de cobre refinado crecieron 135 por ciento (a 1,37 millones de toneladas) en el año 2007. Los recortes de oferta, principalmente asociados a problemas laborales u operativos en los principales países productores (Chile, Perú, México, Indonesia y Canadá) también contribuyeron a las presiones al alza. Asimismo, algunos fenómenos naturales afectaron la producción de algunas minas de Chile.

Para los años **2008 y 2009**, se espera que el precio del cobre disminuya debido a un mercado mejor abastecido. Ello como resultado de la menor demanda estimada en Estados Unidos y Europa; y la mayor oferta asociada al inicio de operaciones de nuevos proyectos.

La desaceleración del mercado inmobiliario estadounidense afectaría la demanda por cobre en Estados Unidos y Europa. El consumo de cobre de Estados Unidos disminuyó 6 por ciento en los nueve primeros meses del año 2007 y esta tendencia se acentuaría si dicho país entra en recesión. Sin embargo, este efecto se vería compensado por la mayor demanda esperada de China sustentada en el crecimiento de la construcción, las ampliaciones en la capacidad de generación eléctrica y la demanda del gobierno para la recomposición de reservas estratégicas.

De otro lado, la oferta se incrementaría por el inicio de operaciones de nuevos proyectos y ampliaciones de producción. Los proyectos grandes que empezarían a operar en Chile, Estados Unidos, Zambia y el Congo tendrían una producción estimada de 870 mil toneladas al año. Asimismo, la producción de refinados se incrementaría 6 por ciento en 2008, debido a incrementos de capacidad en Chile y China.

Oro

Las exportaciones de oro representaron el 15 por ciento del total de las exportaciones durante 2007. El volumen de exportaciones se redujo cerca de 11 por ciento con ventas al exterior que alcanzaron alrededor de 5,9 millones de onzas troy.

La cotización del oro aumentó 15 por ciento en 2007, registrando una cotización promedio de US\$ 697,41 por onza. Este incremento se sustentó en la mayor demanda física (India, China y Medio Oriente) y de inversionistas; así como en una producción menor a la esperada, especialmente en Sudáfrica y Perú. Estos factores llevaron a un déficit de oferta en los primeros nueve meses del año.

A partir de setiembre, el comportamiento alcista se acentuó con la depreciación del dólar debido a la reducción de tasas de la FED y la mayor demanda por cobertura ante el alza en el precio del petróleo.

Se espera que el precio del oro continúe aumentando durante los años 2008 y 2009 puesto que la demanda se mantendría alta, tanto la de la actividad de joyería como la de los inversionistas, esto último debido a la incertidumbre geopolítica, la debilidad del dólar y los problemas en los mercados de Estados Unidos. La oferta, por su parte, se mantendría estable en términos agregados puesto que las restricciones de oferta de Sudáfrica se compensarían por la mayor producción esperada de otros países.

Zinc

Las exportaciones de zinc representaron alrededor de 9 por ciento del total de las exportaciones durante 2007. El volumen

Gráfico 60
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ORO

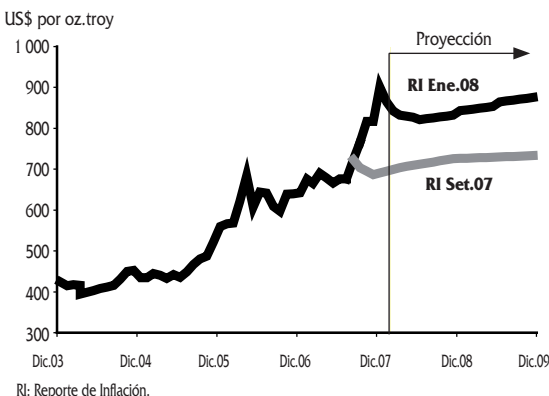
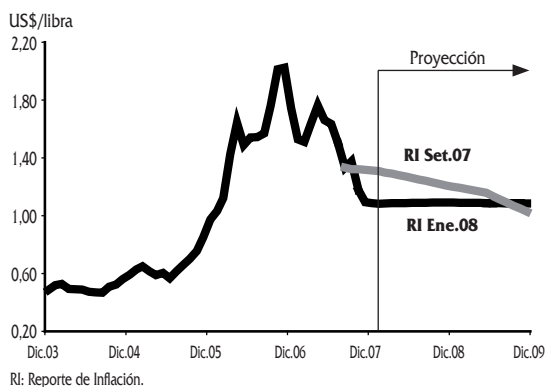
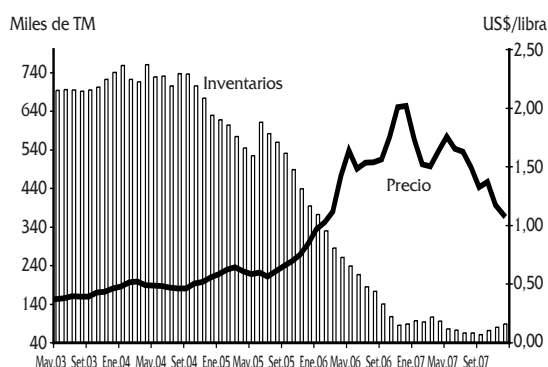


Gráfico 61
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ZINC



RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 62
INVENTARIOS Y PRECIO DEL ZINC



Fuente: Bloomberg y London Metal Exchange.

de ventas al exterior aumentó alrededor de 19 por ciento sustentado en la mayor producción de Antamina.

La cotización del zinc se redujo 0,9 por ciento en el año 2007, alcanzando una cotización promedio de US\$ 1,47 por libra. La producción de China, el mayor productor mundial de zinc, aumentó 23 por ciento anual a 344 mil toneladas (datos a octubre); mientras que las importaciones de dicho país disminuyeron 17,4 por ciento en los primeros 11 meses del año. De otro lado, la sustitución de acero galvanizado (revestido con zinc) por acero inoxidable (que utiliza níquel) también influyó en la menor demanda por el metal.

La cotización promedio del zinc disminuiría durante 2008 y 2009 debido principalmente al inicio de operaciones de nuevos proyectos mineros que llevarían al mercado a consolidar un superávit de oferta. Dentro de los principales proyectos que iniciarían operaciones se encuentran Sotkamo en Finlandia y Peñasquito en México que producirían 195 mil toneladas al año. Cabe destacar que Hindustan Zinc (el tercer mayor productor mundial) anunció que incrementaría su producción en 50 por ciento en 2008. La mayor oferta minera también será acompañada por una mayor capacidad de refinación, básicamente de China.

Cuadro 25

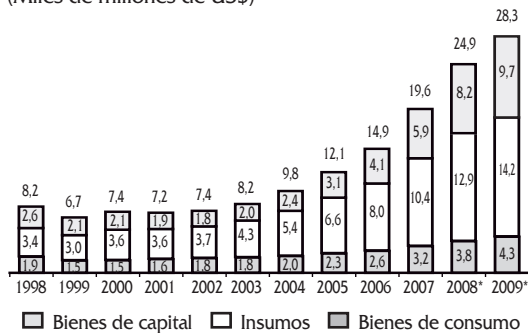
BALANZA DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE LOS PRINCIPALES METALES
(Miles de TM)

	2004	2005	2006	2007*	2008*
Cobre					
- Oferta	11 689	16 657	17 529	18 101	19 147
- Demanda	12 537	16 750	17 418	18 134	19 102
Brecha (Oferta - Demanda)	-848	-93	111	-33	45
Inventarios	488	425	536	503	548
Semanas de Consumo	2,1	1,3	1,6	1,4	1,5
Zinc					
- Oferta	7 296	7 015	7 150	7 401	7 940
- Demanda	7 548	7 316	7 465	7 534	7 886
Brecha (Oferta - Demanda)	-252	-301	-315	-133	54
Inventarios	1 039	828	548	415	469
Semanas de Consumo	7,3	6,1	3,9	2,9	3,2
Oro					
- Oferta	3 361	4 025	3 557	2 629	n.d.
- Demanda	3 497	3 731	3 386	2 766	n.d.
Brecha (Oferta - Demanda)	-136	294	171	-137	n.d.

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

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

Gráfico 63
IMPORTACIÓN DE BIENES
(Miles de millones de US\$)



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

* Proyección.

Importaciones

55. La expansión de las importaciones durante **2007** (32 por ciento) habría respondido en gran medida a la evolución de la inversión privada, la cual habría crecido alrededor de 23 por ciento en dicho año. Ello se tradujo en un aumento de compras de bienes de capital. En la medida que tales importaciones van de la mano con el dinamismo de la inversión privada, ello se traduce en mayores niveles de capital y productividad que favorecen el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

Por sectores económicos, destacaron las importaciones de bienes de capital orientadas a la industria (42 por ciento), las dirigidas al sector transporte (50 por ciento) y las de maquinaria para el sector construcción (24 por ciento).

56. Para **2008** y **2009**, se espera que las importaciones tengan tasas de crecimiento de 27 y 13 por ciento respectivamente, debido al inicio de la fase preoperativa de diferentes proyectos de inversión en diversos sectores. En particular, esta proyección asume que en este periodo estarían comenzando los trabajos en proyectos importantes como Camisea II (sur del país), Toromocho (Junín), Río Blanco (Piura), Minas Conga (Cajamarca), Lote 67 (Amazonas), Planta de Fosfatos de Bayovar (Piura), entre otros.

Cuenta financiera

57. Durante **2007**, la cuenta financiera de la balanza de pagos se caracterizó por fuertes incrementos en el flujo de recursos externos por conceptos de inversión directa y de desembolsos de largo plazo del sector privado consistentes con el dinamismo de la actividad económica. Ello determinaría un flujo positivo de la cuenta financiera del orden de los US\$ 8,7 mil millones.

58. Para **2008** y **2009**, se estiman inversiones mayores a los US\$ 6,2 mil millones cada año sustentadas en las expectativas favorables sobre la evolución de la actividad económica que, si bien moderaría su expansión, crecería a un ritmo más cercano al del producto potencial. El mayor flujo de inversión extranjera estaría dirigido al sector minero e hidrocarburos, que tiene importantes proyectos, así como a los sectores de telecomunicaciones, electricidad, infraestructura vial, agroindustria, petroquímica, entre otros.

A los mayores flujos de inversión directa se sumarían los mayores desembolsos de largo plazo del sector privado consistentes con el dinamismo de la actividad económica. También se proyecta que continuaría el proceso de diversificación de portafolio de inversionistas institucionales locales hacia activos financieros en el exterior.

Cuadro 26**CUENTA FINANCIERA PRIVADA**

(Millones de US dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007
CUENTA FINANCIERA PRIVADA	42	1 167	1 582	1 446	10 995
1. ENTRADAS	1 799	2 247	3 378	4 331	11 741
A. Inversión directa	1 275	1 599	2 579	3 467	6 310
B. Desembolsos de largo plazo	559	726	647	709	3 771
C. Inversión de cartera recibida por el país	-35	-78	152	155	1 660
2. SALIDAS	-1 904	-1 310	-1 559	-2 257	-1 320
A. Inversión de cartera en el exterior	-1 179	-304	55	-1 722	-701
B. Amortización de largo plazo	-725	-1 007	-1 614	-535	-619
3. CAPITALES DE CORTO PLAZO	147	230	-236	-628	574
A. Sistema bancario	118	103	64	-468	1 585
B. Resto	30	127	-301	-161	-1 011

VI. Finanzas públicas

Las proyecciones fiscales muestran para el periodo 2007-2009 mejores resultados en las operaciones del Sector Público No Financiero (SPNF) con respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, lo que responde básicamente a menores gastos no financieros en 2007.

Para 2008 y 2009, se espera resultados económicos con superávit de 1,8 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, ratios superiores a los proyectados en el Reporte anterior, a pesar que se considera una recuperación gradual del gasto, con tasas de crecimiento incluso superiores a las de la actividad económica.

En este escenario de proyección, el resultado estructural, indicador que sustrae del resultado total el efecto del ciclo económico, mostraría una tendencia decreciente en los próximos años. Por su parte, el impulso fiscal, que fue nulo en 2007, tendería a ser positivo en los próximos dos años, particularmente en 2008, lo cual sugiere que, a pesar de los mayores superávit previstos respecto al reporte anterior, el gasto fiscal constituiría una fuente de expansión sobre la demanda interna.

Resultado económico

59. En 2007, el resultado económico del Sector Público No Financiero fue positivo en 3,0 por ciento del PBI (mayor en 0,9 puntos porcentuales al del año anterior). Este superávit se registró principalmente en gobierno central (1,7 puntos porcentuales), en tanto que las entidades del resto del gobierno general, donde destacan los gobiernos locales, explicaron 1,2 puntos porcentuales y las empresas estatales obtuvieron un resultado de 0,1 por ciento del PBI.

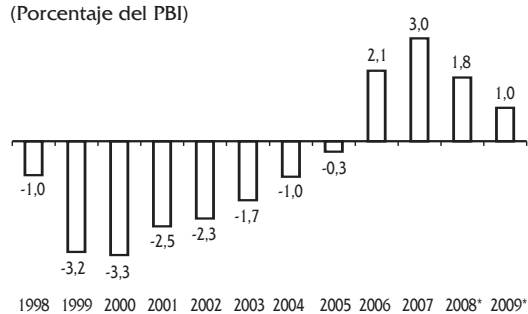
Respecto al Reporte de Inflación anterior, el superávit económico de 2007 fue mayor (3,0 por ciento versus 2,0 por ciento del PBI) básicamente por menores gastos no financieros. Los ingresos corrientes del gobierno general se mantuvieron en 20,5 por ciento del PBI, nivel similar al del anterior reporte, aunque en términos nominales registraron un incremento asociado al mayor dinamismo de la actividad económica, a

los niveles favorables de precios internacionales de nuestras materias primas y al crecimiento de las importaciones, superior al proyectado en el reporte anterior.

60. Los gastos no financieros, proyectados en 16,8 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de setiembre, registraron un nivel ejecutado de 15,9 por ciento debido a que los distintos niveles de gobierno del SPNF no alcanzaron a ejecutar la totalidad de sus presupuestos, tanto en la parte correspondiente a gasto corriente como en gasto de capital.

61. Para 2008 y 2009, se estiman supéravit económicos de 1,8 por ciento y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, superiores en 0,8 y 0,7 por ciento a las estimaciones presentadas en el Reporte de setiembre.

Gráfico 64
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Cuadro 27

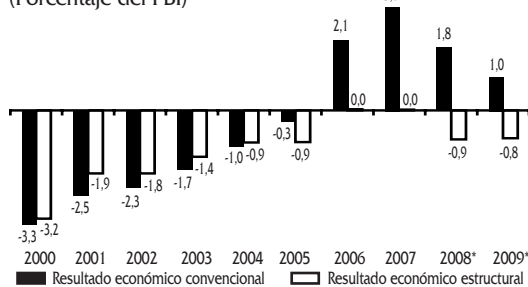
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2006	2007		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,7	20,5	20,5	20,4	20,5	20,0	20,0
Variación % real	23,1	12,6	13,5	2,7	2,9	1,8	2,5
2. Gastos no financieros del Gobierno General	16,2	16,8	15,9	17,8	17,1	18,2	17,7
Variación % real	8,7	12,3	7,0	9,4	11,3	6,5	8,1
Del cual:							
a. Corriente	13,4	13,7	12,8	14,1	13,3	14,1	13,5
Variación % real	7,3	10,2	4,5	6,6	6,8	4,3	6,3
b. Formación bruta de capital	2,6	3,0	2,8	3,6	3,7	4,0	4,1
Variación % real	14,2	25,4	20,0	25,1	34,2	15,1	15,3
3. Otros	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
4. Resultado Primario (1-2+3)	3,9	3,9	4,8	2,7	3,4	1,8	2,4
5. Intereses	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
6. Resultado Económico	2,1	2,0	3,0	1,0	1,8	0,3	1,0
Ingresos corrientes del Gobierno Central	17,3	18,0	18,0	17,9	18,0	17,4	17,5
Gastos no financieros del Gobierno Central	14,2	15,2	14,8	15,5	15,1	15,6	15,3

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

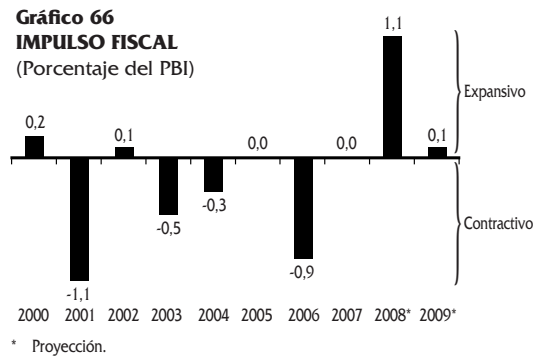
Gráfico 65
RESULTADO ECONÓMICO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Resultado económico estructural

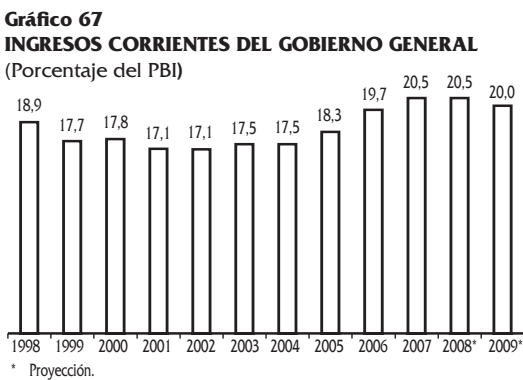
62. El resultado económico estructural es un indicador que aísla del resultado fiscal los efectos del ciclo económico y de los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos. En el periodo analizado, este indicador muestra una tendencia decreciente, pasando de un resultado nulo en 2007 a uno deficitario en 2008 y 2009 en 0,9 y 0,8 por ciento del PBI, respectivamente.



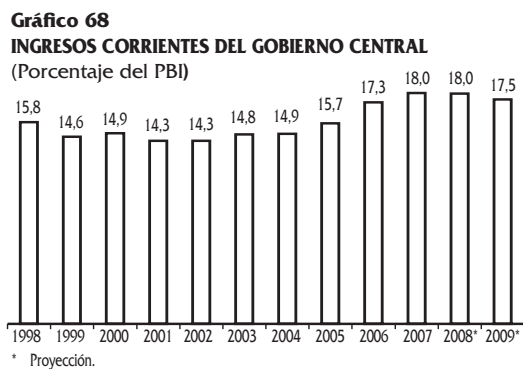
Asimismo, el impulso fiscal, indicador que permite apreciar el efecto neto de la política fiscal sobre la demanda interna, se redujo en 2007 respecto al reporte anterior debido al menor gasto no financiero. Para 2008 y 2009, este indicador sería positivo (1,1 y 0,1, respectivamente), lo cual sugiere que, a pesar de los mayores superávits previstos, el gasto fiscal sería una fuente de expansión sobre la demanda interna, especialmente en 2008.

Evolución de los ingresos fiscales

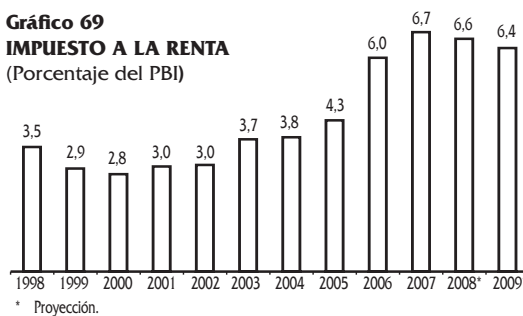
63. En 2007 los ingresos corrientes del gobierno general se incrementaron en 14 por ciento en términos reales, como consecuencia del mayor dinamismo de la actividad económica y de los favorables precios internacionales de nuestros principales productos de exportación que se reflejaron en mayores utilidades de las empresas, especialmente del sector minero. El nivel de ingresos del gobierno central registrado en 2007 (18,0 por ciento del PBI) es el más alto desde el año 1980.



Así, los impuestos que mostraron mejoras importantes fueron el Impuesto a la Renta (incluida la regularización) que creció 22 por ciento en términos reales y el Impuesto General a las Ventas (IGV) de origen interno con un incremento de 12 por ciento. Los impuestos asociados a importaciones mostraron comportamientos opuestos: mientras el IGV externo aumentó en 20 por ciento debido a las mayores importaciones del año, la recaudación por aranceles se redujo en 24 por ciento en términos reales debido principalmente a la reducción de las tasas arancelarias decretada a fines de 2006.



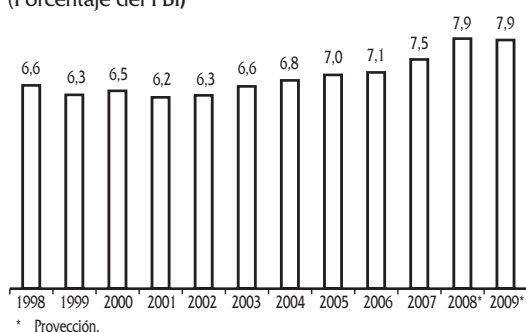
Las proyecciones para los años 2008 y 2009 consideran ingresos corrientes de 20,5 por ciento y 20,0 por ciento de PBI, respectivamente, superiores en 0,1 por ciento, en el primer caso, y similares, en el segundo caso, respecto a los estimados del Reporte de Inflación de setiembre. Los factores que impulsarían una mayor recaudación son el mayor crecimiento de la actividad económica, la perspectiva de una menor caída de los precios de exportaciones y las mayores importaciones.



Este crecimiento en la recaudación se produciría a pesar de algunas modificaciones tributarias que se dieron en el último trimestre de 2007 y que afectarían la recaudación de los años siguientes. Así, tenemos la rebaja de aranceles en octubre que modificó las tasas para 4 224 partidas cuyo costo fiscal anual sería de 0,2 puntos porcentuales del producto y las modificaciones, en diciembre, a las tasas del ISC a los combustibles y a los automóviles que tendrían un costo conjunto de 0,1 por ciento del producto.

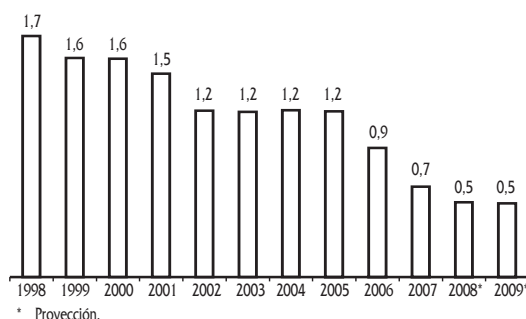
Adicionalmente, se considera que la implementación del Acuerdo de Promoción Comercial Perú-Estados Unidos

Gráfico 70
IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS
(Porcentaje del PBI)



se produciría en el segundo semestre de 2008, lo cual sin embargo ha dejado de representar un costo fiscal importante dadas las reducciones arancelarias que se han producido en los últimos dos años. Las proyecciones incorporan además las reducciones de las tasas del Impuesto a las Transacciones Financieras -ITF- (de 0,08 por ciento en 2007 a 0,07 por ciento en 2008 y a 0,06 por ciento en 2009) y del Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- (de 0,5 por ciento en 2008 a 0,4 por ciento en 2009).

Gráfico 71
IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES
(Porcentaje del PBI)

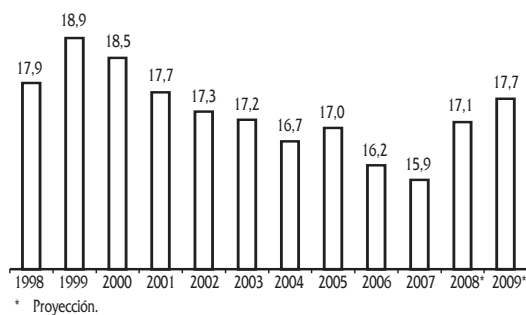


Evolución de los gastos fiscales

64. En 2007, el gasto no financiero del gobierno general se habría ubicado en 15,9 por ciento del PBI, lo que significó una disminución de 0,3 puntos porcentuales respecto al nivel observado en 2006. En términos reales, éste registró una tasa alta de crecimiento de 7 por ciento. Analizando el gasto no financiero por componentes, la inversión del gobierno general tuvo un crecimiento de 20 por ciento en términos reales durante 2007, en tanto que el gasto corriente registró un crecimiento de 5 por ciento en términos reales.

Para los años 2008 y 2009 se espera un incremento real del gasto no financiero del gobierno general de 11 y 8 por ciento. El crecimiento revisado para 2008 supera al nivel considerado en el Reporte de Setiembre (9 por ciento) básicamente por los mayores gastos de inversión del gobierno general que pasan de 25 a 34 por ciento, lo cual recoge lo establecido en la Ley de Presupuesto para 2008 (Ley N° 29142 del 10 de diciembre de 2007) que autoriza a las entidades ejecutoras a reprogramar para el año 2008 aquellos montos asignados para proyectos de inversión en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios que no se hubieran devengado al 31 de diciembre de 2007.

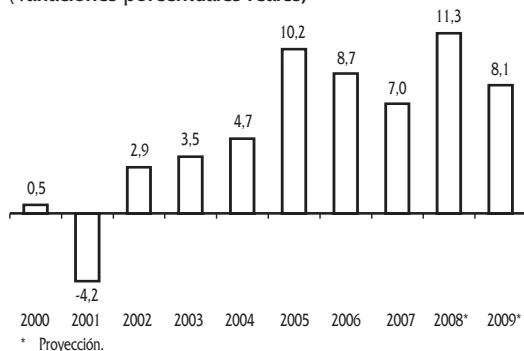
Gráfico 72
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)



65. Las proyecciones de gasto incorporadas en 2008 y 2009 consideran el tope señalado por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) que en su última modificación establece que el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor de 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios.

En el marco de la estrategia para amortiguar el efecto de la alta volatilidad de los precios de los combustibles el Tesoro Público destinó S/. 190 millones en 2007 para reducir el monto de los recursos comprometidos en el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. De acuerdo con lo establecido por diversos dispositivos legales, los montos contingentes asignados al Fondo con cargo al presupuesto 2009 ascienden a S/. 900 millones.

Gráfico 73
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Variaciones porcentuales reales)



66. La transferencia por el ejercicio presupuestal 2007 al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se proyecta en alrededor de US\$ 1 000 millones, monto que se deriva básicamente del resultado de la diferencia entre los ingresos registrados en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios y los gastos totales devengados por la referida fuente, incluyendo el gasto de las inversiones no realizadas correspondientes a 2007 que se reprograman para 2008. El FEF tiene al 31 de diciembre de 2007 un saldo de US\$ 485 millones que equivale a 0,4 por ciento del PBI. De acuerdo a lo establecido en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal y sus modificatorias, cuando el fondo supera el 2 por ciento como ratio del producto, el exceso podría ser usado para operaciones de reducción de deuda.

Requerimiento financiero

67. Durante el año 2007 el gobierno aplicó una estrategia orientada a mejorar el perfil de deuda y reducir el riesgo cambiario. Con tal objetivo las autoridades realizaron las siguientes operaciones:

- En febrero de 2007, un intercambio de bonos Brady y Bonos Globales 2012 por bonos de más larga maduración, los que incluyeron una emisión de bonos globales con vencimiento en 2037. El monto de la operación de intercambio de bonos ascendió a US\$ 2 262 millones.
- En octubre, un prepago de US\$ 1 794 millones al Club de París cuyo financiamiento fue obtenido mediante la emisión de bonos soberanos a un plazo de 30 años por S/. 4 750 millones (alrededor de US\$ 1 504 millones). Con esta operación se logró modificar la estructura de nuestros pasivos, sustituyendo 5,3 por ciento de deuda externa por interna denominada en nuevos soles.
- En diciembre de 2007, se realizó un prepago de US\$ 261 millones a la Corporación Andina de Fomento (CAF) el cual fue financiado con la contratación de una nueva deuda con esta misma institución por US\$ 250 millones y el saldo con recursos propios. El propósito de esta operación fue el de reducir el *spread* de la tasa a la que se contrajo inicialmente la deuda.

Mediante estas transacciones financieras se ha logrado, en el año 2007, reducir la deuda externa en aproximadamente US\$ 2 000 millones respecto al año previo e incrementar el porcentaje del total adeudado en moneda nacional con relación al total de deuda pública de 24,4 por ciento a 36,5 por ciento en el mismo período.

Cuadro 28

REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2006	2007		2008*		2009*	
		RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08	RI Set. 07	RI Ene. 08
I. Usos	-247	-642	-1 681	769	-291	917	-181
1. Amortización	1 636	1 459	1 512	2 007	1 992	1 311	1 259
a. Externa	1 107	1 115	1 175	1 489	1 413	1 001	923
b. Interna	530	344	337	518	580	310	336
Del cual: Bonos de Reconocimiento	145	149	138	163	180	183	192
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 883	-2 101	-3 192	-1 238	-2 283	-394	-1 440
II. Fuentes	-247	-642	-1 681	769	-291	917	-181
1. Externas	535	928	969	1 160	1 158	1 089	1 089
2. Bonos 2/	820	725	840	972	1 046	987	1 053
3. Internas 3/	-1 602	-2 295	-3 490	-1 363	-2 496	-1 160	-2 324
Memo: En porcentaje del PBI							
Saldo de deuda pública bruta	32,7	28,4	29,4	25,6	24,2	24,0	22,5
Saldo de deuda neta 4/	24,1	18,3	17,6	15,5	12,0	13,9	9,8

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas colocaciones realizadas con fines de prepagó, tanto para operaciones internas como externas.

2/ Incluye bonos internos y externos.

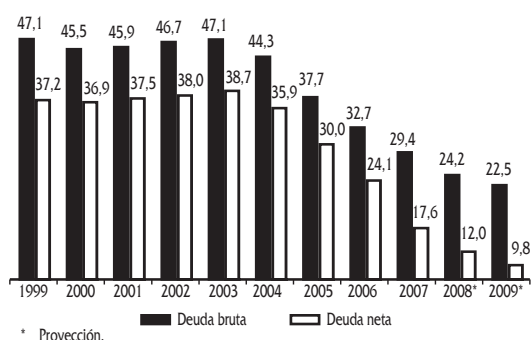
3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

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

Fuente: BCRP, MEF.

68. Para el año 2008 se proyecta un prepagó por US\$ 840 millones correspondiente al saldo de bonos Brady para lo cual se recurrirá a un financiamiento mediante emisiones soberanas de hasta US\$ 486 millones, obteniéndose el resto del financiamiento de los recursos propios del Tesoro Público. Asimismo, para el primer trimestre del año se espera otro prepagó por US\$ 189 millones a la CAF, operación que será similar a la que se llevó a cabo en diciembre de 2007, e incluirá la contratación de nueva deuda con la CAF por US\$ 150 millones.

Gráfico 74
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



69. La deuda neta, indicador de la posición de pasivos netos y de la solvencia del sector público, se redujo de 24,1 por ciento del PIB en diciembre de 2006 a 17,6 por ciento en diciembre de 2007. Esta disminución obedece al incremento de los depósitos del sector público (más de US\$ 5 000 millones) en el sistema financiero como consecuencia de la acumulación de recursos durante el año producto del superávit económico alcanzado en 2007. Para los próximos años se espera que este indicador siga su ritmo descendente y llegue en el año 2009 a 9,8 por ciento del PIB, nivel que responde a un crecimiento de los activos líquidos del sector público superior al de la deuda pública como resultado del dinamismo proyectado para la actividad económica y sus efectos en las cuentas fiscales.

70. Esta evolución ejecutada y esperada de la posición de activos y pasivos del sector público permite a la economía enfrentar en mejores condiciones, contingencias macroeconómicas adversas, en particular en la coyuntura actual de incertidumbre sobre el desempeño inmediato de la economía mundial.

VII. Mercados financieros

Las tasas de interés en nuevos soles de corto y de largo plazo en los mercados monetarios y de capitales se han venido incrementando desde setiembre de 2007. Las variaciones en las tasas de corto plazo respondieron a los ajustes preventivos efectuados por el Banco Central en la tasa de referencia en los meses de setiembre de 2007 y enero de 2008 (25 puntos básicos en cada caso). El incremento de las tasas de interés de largo plazo se produjo en un contexto de mayor incertidumbre en los mercados internacionales y mayores spreads en las economías emergentes.

71. Las operaciones monetarias del Banco Central se realizan para regular la liquidez en el mercado de dinero bancario con la finalidad de influir sobre la tasa interbancaria y aproximarla al nivel de la tasa de referencia del BCRP. La tasa interbancaria sirve de guía para la formación del resto de las tasas de interés en nuevos soles (activas y pasivas) con mayor incidencia sobre las operaciones de menor riesgo y a plazos más cortos. Ello debido a que este tipo de operaciones depende menos de otros factores como el riesgo crediticio o las expectativas de inflación de largo plazo.

72. La tasa preferencial para clientes corporativos se incrementó de 5,5 a 5,6 por ciento entre setiembre de 2007 y enero de 2008, debido a la elevación de la tasa de interés de referencia de 5,00 a 5,25 por ciento en dicho periodo. En el mes de enero se observó una desviación a la baja de la tasa de interés interbancaria con respecto a su nivel de referencia, en un contexto de significativos inlfujos de capitales externos de corto plazo.

El resto de tasas de interés de operaciones activas de la banca tuvo un comportamiento mixto entre setiembre de 2007 y enero de 2008. Las tasas de los créditos comerciales y las de consumo se incrementaron de 8,8 a 9,0 por ciento y de 33,0 a 33,8 por ciento, respectivamente. Sin embargo, las tasas de los créditos a microempresas se redujeron durante el mismo periodo (de 36,2 a 35,5 por ciento). Esta reducción se debe al buen desempeño económico y a la mejora de la situación financiera de las microempresas, reflejada en parte, en la

Gráfico 75
TASAS DE INTERÉS EN SOLES INTERBANCARIA Y CORPORATIVA
(En porcentajes)

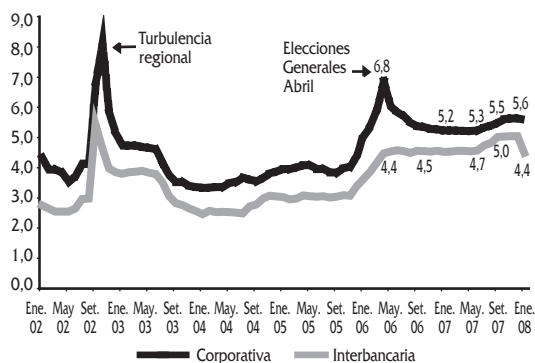


Gráfico 76
RATIO CARTERA ATRASADA / CRÉDITOS DIRECTOS VIGENTES DE LOS CRÉDITOS OTORGADOS POR LAS EMPRESAS BANCARIAS A LA MICROEMPRESA

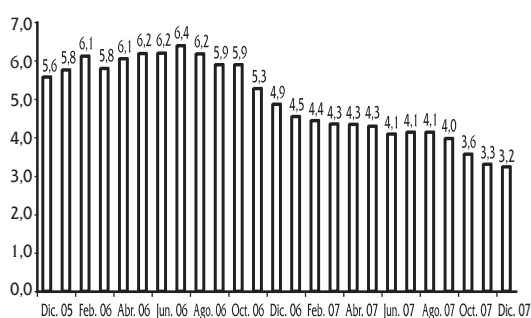
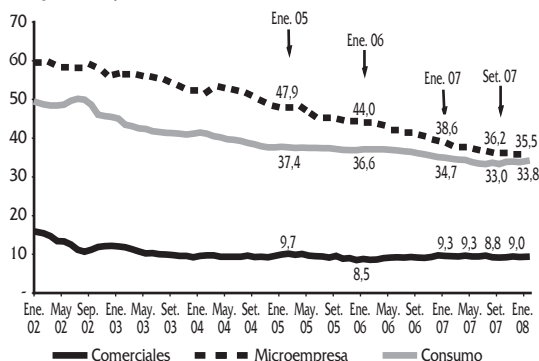


Gráfico 77
TASAS DE INTERÉS EN SOLES DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES, A LA MICROEMPRESA Y DE CONSUMO
 (En porcentajes)



reducción del ratio de cartera atrasada respecto al crédito, y a la mayor competencia entre las entidades financieras en este segmento.

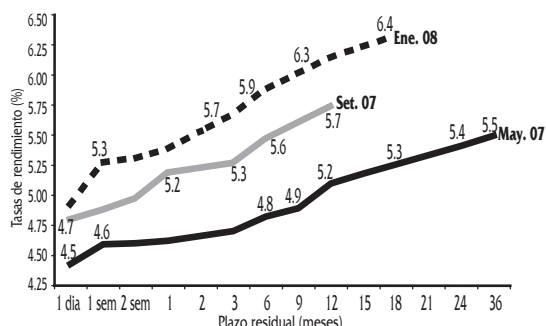
En este mismo periodo continuó la tendencia a la baja de la tasa de créditos hipotecarios en nuevos soles (pasó de 9,9 a 9,8 por ciento), lo que estaría explicado por una mayor competencia y una mayor confianza en la estabilidad monetaria.

En enero de 2008, las tasas de interés de los depósitos en nuevos soles y en dólares, para la mayoría de los plazos, se incrementaron con respecto a los niveles registrados en setiembre, en particular las tasas en nuevos soles.

Mercado de Renta Fija

73. En el mercado de renta fija se observa una tendencia hacia mayores tasas de interés de corto y largo plazo debido al incremento de la tasa de referencia del Banco Central y el aumento de las expectativas inflacionarias mundiales.

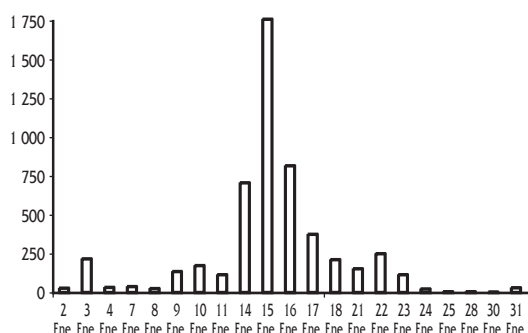
Gráfico 78
MERCADO PRIMARIO DE CDBCRP 1/



1/ Tasas de rendimiento de las colocaciones más cercanas al cierre del mes.

74. Respecto a setiembre, se observa un incremento de las tasas de interés de corto plazo, luego del incremento de la tasa de referencia del Banco Central en 25 pbs realizado a comienzos de enero. Hacia mediados de enero, el Banco Central acordó incrementar las tasas de encaje en nuevos soles y dólares, en un contexto de fuerte entrada de capitales externos de corto plazo y de turbulencia financiera mundial, con el fin de reducir sus necesidades de esterilización. Estos capitales estuvieron presionando la demanda de títulos de corto plazo, en particular de CDBCRP. Por esta razón, el BCRP cesó la emisión de CDBCRP y los reemplazó con subastas de depósitos (no transferibles) y luego por Certificados de Depósito de Negociación Restringida.

Gráfico 79
MONTOS NEGOCIADOS DE CD BCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO: Enero 2008
 (Millones de nuevos soles)



Fuente: DATATEC

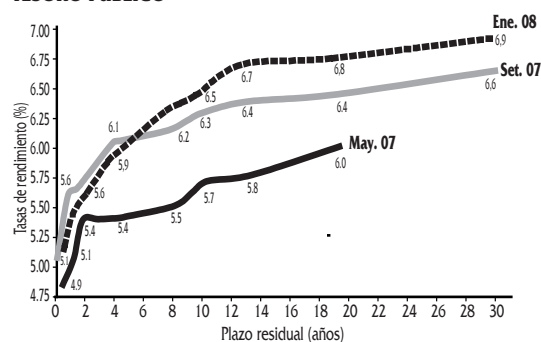
Cuadro 29

MONTOS NEGOCIADOS DE CD BCRP EN EL MERCADO SECUNDARIO
 (Millones de nuevos soles por día)

2007	
Marzo	48
Abril	88
Mayo	59
Junio	53
Julio	42
Agosto	66
Setiembre	52
Octubre	82
Noviembre	116
Diciembre	208
2008	
Enero	249

Fuente: Datatec.

Gráfico 80
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO ^{1/}



^{1/} Tasas de rendimientos negociados más cercanas al cierre del mes.

75. El alza de las tasas de rendimiento de los bonos domésticos de largo plazo se ha producido en un contexto de mayor incertidumbre internacional y presiones inflacionarias mundiales.

Cuadro 30

MONTOS NEGOCIADOS DE BONOS SOBERANOS EN EL MERCADO SECUNDARIO ^{1/}

(Millones de nuevos soles por día)

2006	
Setiembre	44
Diciembre	79
2007	
Abril	97
Mayo	93
Junio	85
Julio	35
Agosto	93
Setiembre	124
Octubre	73
Noviembre	103
Diciembre	41
2008	
Enero	95

^{1/} Incluye las transferencias primarias que realizan los creadores de mercado.
Fuente: Datatec.

76. La visión favorable de los inversionistas internacionales sobre las cuentas externas y el crecimiento del Perú, así como de una pronta elevación de la calificación del riesgo de la deuda pública al grado de inversión han implicado un incremento de los flujos internacionales de capital que, en el corto plazo, buscaban lograr ganancias mayores que en las economías industrializadas. Lo anterior se ha reflejado en el incremento de la participación externa en las tenencias de bonos del tesoro, CDBCRP, bonos corporativos y acciones en bolsa.

Cuadro 31

PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN LA TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS

Activos Financieros	Dic. 07
Bonos del Tesoro Público	27%
CDBCRP No residentes ^{1/}	30%
Inversiones en mercado de valores	
Renta fija	14%
Renta variable	48%

Fuente: Cavali, MEF y BCRP.

^{1/} Al 31 de enero de 2008.

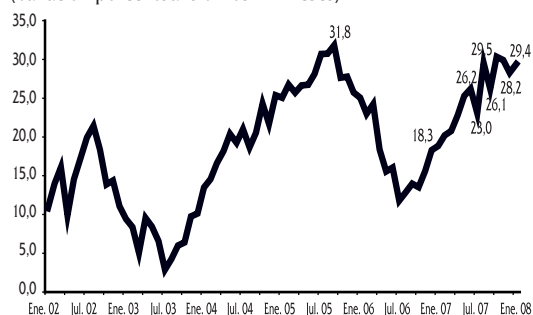
Operaciones monetarias

77. Durante el último trimestre de 2007 se realizaron principalmente operaciones de esterilización con el fin de mantener la tasa de interés interbancaria en el nivel de referencia, en un contexto de apreciación del Nuevo Sol y de intervención cambiaria que buscaba reducir la volatilidad excesiva en el tipo de cambio. Dada la inyección permanente de Nuevos Soles, originada por dichas intervenciones cambiarias, el proceso de esterilización se efectuó progresivamente mediante la colocación de CDBCRP a plazos entre un día y dos años.

Gráfico 81

EMISIÓN PRIMARIA

(Variación porcentual últimos 12 meses)



Emisión primaria

78. El saldo de la emisión de billetes y monedas aumentó 29,4 por ciento entre enero de 2007 y enero de 2008, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica y desdolarización.

Cuadro 32

EMISIÓN PRIMARIA

(Millones de nuevos soles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
1. Flujo de emisión primaria	672	682	1 886	2 397	2 140	3 916	-1 057
(Variación % anual)	11,0	10,1	25,3	25,7	18,3	28,2	29,4
2. Operaciones Cambiarias	436	3 465	6 239	2 360	9 140	21 930	9 092
(En millones de US\$)	128	998	1 854	767	2 861	7 067	3 087
a. Compras netas en Mesa de Negociación	-32	1 050	2 340	2 699	3 944	10 306	3 270
b. Compras netas al sector público	157	-51	-487	-1 935	-1 084	-3 273	-200
c. Otras operaciones (neto)	3	-1	2	3	1	34	17
3. Operaciones Monetarias	236	-2 783	-4 353	37	-7 000	-18 014	-10 149
a. Depósitos del Sector Público	-81	-921	-721	-2 821	-5 434	-6 750	-1 325
b. Colocaciones Netas de CDBCRP	205	-2 462	-4 158	578	-389	-13 393	-2 513
c. Colocaciones Netas de CDRBCRP	-319	319	0	-1 202	1 202	0	0
d. Depósitos en el BCRP	0	0	0	0	0	0	-6 583
e. Operaciones de inyección (repos)	170	-170	0	2 850	-2 850	0	0
f. Otros	261	451	526	631	471	2 129	272

Nota: Saldos fin de período

Emisión primaria	6 759	7 441	9 327	11 724	13 864	17 779	16 722
Saldo total esterilizado	2 342	5 355	10 321	13 788	18 598	38 712	49 305
(En % de la Emisión primaria)	34,6	72,0	110,7	117,6	134,2	217,7	294,8
+ CDBCRP	1 635	4 097	8 255	7 676	8 066	21 458	23 971
+ Depósitos del Sector Público	275	1 196	1 918	4 738	10 172	16 922	18 247
+ CDRBCRP	319	0	0	1 202	0	0	0
+ Depósitos en el BCRP	0	0	0	0	0	0	6 583
+ Resto	112	62	149	172	360	332	503

* Al mes de enero.

Gráfico 82
LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)

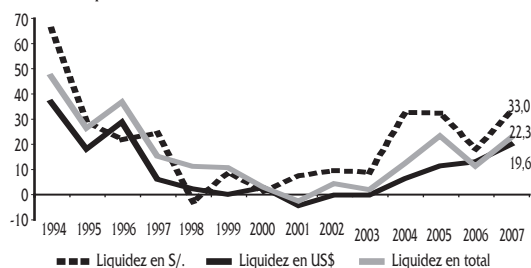


Gráfico 83
INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA: 1997-2007
(En porcentaje)

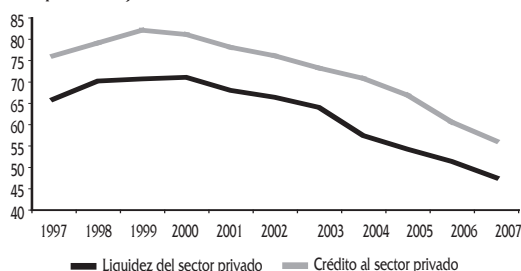


Gráfico 84
INDICADORES DE DOLARIZACIÓN FINANCIERA: Enero 2003 - Diciembre 2007
(En porcentaje)

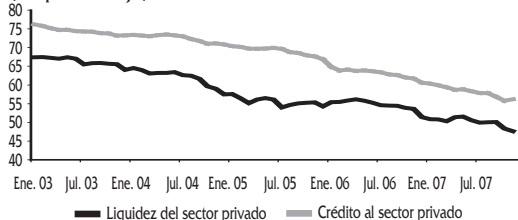


Gráfico 85
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)

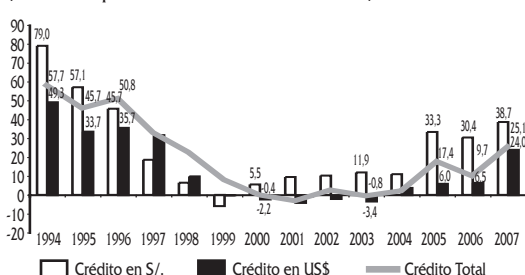
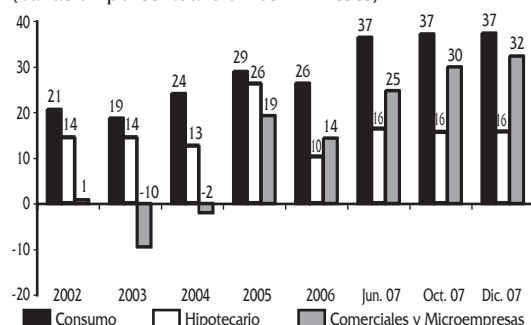


Gráfico 86
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Liquidez y crédito

79. La liquidez del sector privado creció 22,3 por ciento en diciembre de 2007 con respecto a diciembre de 2006, manteniéndose el dinamismo observado desde agosto (23,8 por ciento con respecto a agosto de 2006). Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento de la liquidez en moneda nacional (33,0 por ciento) como resultado de la mayor preferencia relativa por nuevos soles como activo de reserva de valor.

Cuadro 33

DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO PROMEDIO DE LA LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO

(Variación porcentual promedio anual)

	Liquidez del Sector Privado ¹	Velocidad	Precios ²	PBI real
1994	45,8	-2,4	26,2	12,8
1995	31,6	-6,8	12,9	8,6
1996	33,4	-15,0	10,6	2,5
1997	21,7	-5,5	7,5	6,9
1998	12,6	-6,3	6,3	-0,7
1999	12,7	-6,9	3,9	0,9
2000	4,3	2,4	3,7	3,0
2001	0,0	1,7	1,4	0,2
2002	0,7	4,8	0,5	5,0
2003	2,7	4,1	2,8	4,0
2004	6,4	4,8	6,1	5,1
2005	15,3	-4,6	3,1	6,7
2006	15,4	0,8	8,1	7,6
2007	19,1	-6,7	2,5	8,5

¹ Liquidez total.

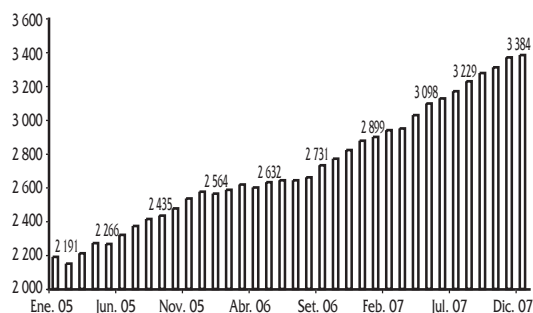
² Deflactor del PBI.

80. Los niveles de dolarización financiera continuaron reduciéndose durante 2007. La dolarización de la liquidez del sector privado se redujo de 51,3 por ciento en diciembre de 2006 a 47,0 por ciento en diciembre de 2007. Por su parte, el ratio de dolarización del crédito al sector privado disminuyó en 3,0 puntos porcentuales en el mismo periodo, alcanzando un nivel de 56,8 por ciento en diciembre de 2007.

81. El crédito total del sistema financiero al sector privado elevó su ritmo de crecimiento anual durante el año 2007, lo cual refleja la mayor profundidad financiera y la mayor actividad económica del año. Al mes de diciembre, el flujo del crédito representa el 6,2 por ciento del PBI, 3,1 puntos por encima del alcanzado al cierre de 2006 (3,1 por ciento del PBI).

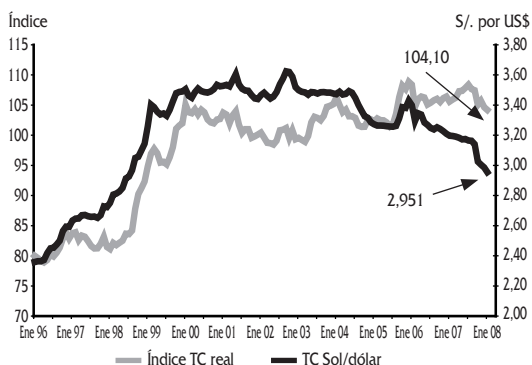
82. Utilizando una clasificación por el destino de las colocaciones se observa un crecimiento en todos los componentes del crédito, en particular en el de consumo que creció 37,4 por ciento entre diciembre de 2007 y diciembre de 2006. El crecimiento del crédito de consumo es acompañado tanto por el incremento en el nivel de endeudamiento promedio por persona como por la incorporación de nuevos agentes

Gráfico 87
CRÉDITOS DE CONSUMO POR DEUDOR
DEL SISTEMA FINANCIERO ^{1/}
 (Nuevos soles)



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

Gráfico 88
TIPO DE CAMBIO SOL/DÓLAR Y TIPO DE CAMBIO REAL
MULTILATERAL



económicos a este mercado. El componente más dinámico en este segmento sigue siendo el sistema de tarjetas de crédito. Por su parte, el crédito hipotecario se incrementó 15,7 por ciento en el mismo periodo.

Tipo de cambio

83. En 2007 el Nuevo Sol se apreció con respecto al dólar en 7,0 por ciento. Esta mayor fortaleza de la moneda doméstica es reflejo de mejores fundamentos macroeconómicos domésticos, de la evolución favorable de las cuentas externas y de movimientos de portafolio hacia la moneda local, en un contexto de mayor debilitamiento del dólar en el mercado financiero internacional. En enero de 2008 se dio un fuerte influjo de capitales registrándose una apreciación de 1,0 por ciento.

84. El tipo de cambio real disminuyó en 1,7 por ciento, debido principalmente a la apreciación nominal del nuevo sol con respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales⁴ (2,5 por ciento) y por el incremento del índice de precios internos (3,9 por ciento), en un contexto en que el promedio de precios externos se incrementó de manera importante (4,8 por ciento). En el mes de enero de 2008, el efecto conjunto de la apreciación nominal del tipo de cambio Nuevo Sol canasta (0,4 por ciento) y la inflación interna (0,2 por ciento) determinaron que el tipo de cambio real se redujera en 0,4 por ciento.

Cuadro 34

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	3,4	6,7	8,4	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	-1,7	-2,5	4,8	3,9

4 La estructura de ponderación considera los 20 principales socios comerciales del Perú del año 2005; y el periodo base para el índice de tipo de cambio real multilateral es diciembre 2001.

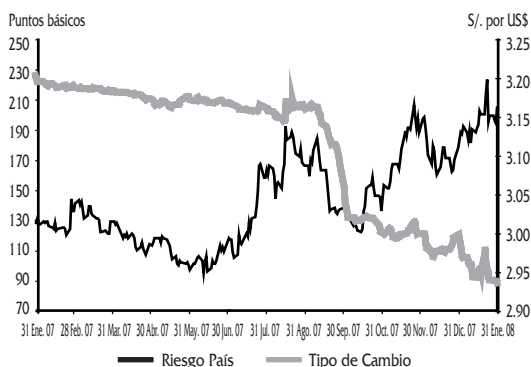
Cuadro 35

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES (S/. por U.M.)
(Variaciones porcentuales)

	Ponderación *	Nominal		Real	
		Var. Dic. 06 /	Var. Dic. 07 /	Var. Dic.06 /	Var. Dic. 07 /
		Dic. 05	Dic. 06	Dic. 05	Dic. 06
Estados Unidos	29,2%	-6,4	-7,0	-5,1	-7,0
Eurozona	12,3%	4,3	2,4	4,9	1,2
Japón	4,0%	-5,2	-3,1	-6,0	-6,5
Brasil	5,5%	-0,5	11,8	1,4	12,1
Reino Unido	1,3%	5,3	-4,6	7,2	-6,4
Chile	6,7%	-8,7	-1,6	-7,5	1,7
China	11,4%	-3,4	-1,3	-1,8	2,2
Colombia	4,2%	-5,8	4,6	-2,7	5,9
México	2,9%	-8,5	-6,9	-5,9	-6,9
Argentina	2,6%	-7,8	-10,5	0,2	-6,5
Corea	2,2%	3,5	-7,7	4,5	-8,0
Taiwán	1,9%	-4,2	-6,7	-4,6	-7,5
Venezuela	3,1%	-6,4	-7,0	8,3	9,6
Canadá	4,8%	-5,7	7,0	-5,2	5,8
Ecuador	4,6%	-6,4	-7,0	-5,9	-8,1
Suiza	3,4%	1,1	-1,4	0,6	-3,5
Canasta	100,0%	-4,0	-2,5	-2,3	-1,7

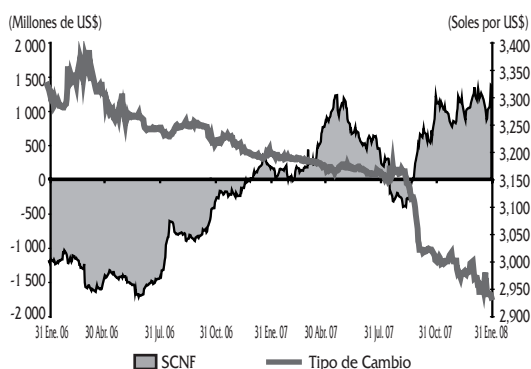
* Peso con respecto al comercio del año 2005.

Gráfico 89
TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS



85. Es importante mencionar que la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol con respecto al dólar se vio interrumpida temporalmente entre agosto y mediados de setiembre, debido a la mayor incertidumbre de los mercados financieros internacionales asociados a los problemas en el mercado hipotecario de Estados Unidos. Sin embargo, luego de la decisión de la FED de reducir su tasa de referencia (18 de setiembre) el tipo de cambio pasó a un periodo de fuertes presiones a la baja. Estas presiones continuaron dándose durante el mes de enero; en especial durante la segunda semana, a pesar de que el riesgo país continuó aumentando.

Gráfico 90
SALDO DE COMPRAS NETAS FORWARD (SCNF) DE LA BANCA Y TIPO DE CAMBIO ^{1/}

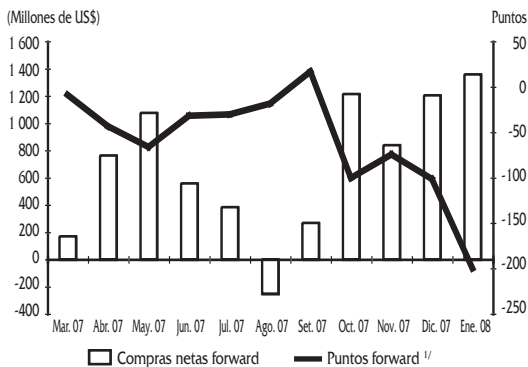


^{1/} Signo positivo significa que hay más contratos contra riesgos de apreciación.

86. Estas presiones apreciatorias también se vieron reflejadas en el mercado de *forwards*. Así, se pasó de un saldo promedio de ventas netas *forward* de US\$ 1 043 millones durante el año 2006 a un saldo promedio de compras netas de US\$ 467 millones durante 2007. Entre el 16 de agosto y el 21 de setiembre se registró una reversión en el saldo de operaciones *forward* desde el riesgo de apreciación (*forward* compra) a depreciación (*forward* venta); periodo en el cual se agudizó la crisis internacional en el mercado *subprime*.

87. Posteriormente, conforme se fue reduciendo la percepción de riesgo en los mercados emergentes, luego de que la FED redujera su tasa de referencia, el saldo de compras netas *forward* volvió a incrementarse alcanzando US\$ 1 213 millones al cierre de octubre de 2007. En enero se registró un máximo

Gráfico 91
SALDO DE COMPRAS NETAS FORWARD DE LA BANCA Y PUNTOS FORWARD



^{1/} Diferencia entre el tipo de cambio pactado a 30 días y el tipo de cambio spot.

histórico del saldo de posiciones *forward* largas en nuevos soles por US\$ 1 333 millones.

88. El incremento de las posiciones *forward* largas en nuevos soles (contratos a futuro contra riesgo de apreciación), ha generado un encarecimiento en el costo implícito para los inversionistas. Ello se puede entender mejor si se toma en cuenta que el tipo de cambio *forward* (compra) equivale en equilibrio al tipo de cambio actual (*spot*) multiplicado por el ratio de las tasas de interés soles y dólares:

$$e^f = e \frac{1 + i}{1 + i^*}$$

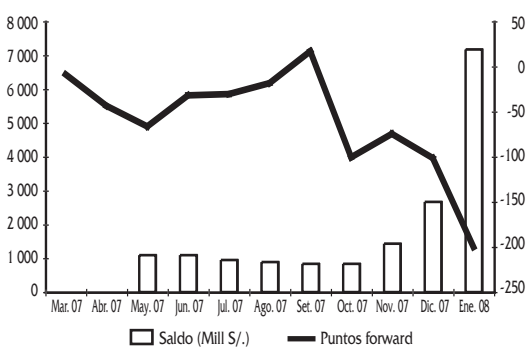
Donde e^f es el tipo de cambio *forward*, e es el tipo *spot*, i la tasa de interés en soles, e i^* la tasa local en dólares. Así, si la tasa en nuevos soles es menor que la de dólares el tipo de cambio *forward* será menor que el *spot*. Un inversionista con una posición *forward* larga en nuevos soles tendrá beneficios si el tipo de cambio de mercado al vencimiento del contrato es menor que el tipo de cambio *forward* pactado. En el Perú actualmente el diferencial de tasas de corto plazo es negativo, es decir, la tasa de interés en dólares local es mayor a la tasa en nuevos soles.

La expresión anterior puede reescribirse como:

$$\frac{e^f - e}{e} = \frac{i - i^*}{1 + i^*}$$

El numerador del lado izquierdo de la expresión se conoce como el premio *forward* o puntos *forward* (*swap*). A medida que este se volvía más negativo, la operación *forward* se encarecía, de modo que para que un inversionista obtuviera beneficios de la operación era necesario que se genere una mayor apreciación.

Gráfico 92
SALDO DE CDBCRP DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES



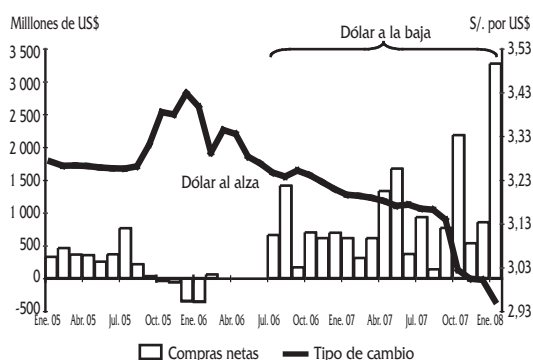
89. Durante los meses de diciembre y enero se registraron mayores flujos de capitales destinados a la adquisición de títulos de corto plazo en moneda nacional, en particular de CDBCRP. Así, las tenencias de CDBCRP por parte de no residentes se incrementaron de S/. 839 millones en setiembre a S/. 2 668 millones en diciembre y a S/. 7 170 millones al 31 de enero de 2008.

Cuadro 36

TENEDORES NO RESIDENTES DE CDBCRP
(Millones de S/.)

	30 Nov. 07	05 Feb. 08
A. Fondos mutuos y fondos de inversión	157	1 741
B. Bancos de inversión	1 262	5 342
C. Otros	13	129
D. Total	1 432	7 212
Memo: Participación respecto al saldo total del CDBCRP	7%	30%

Gráfico 93
COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL BCRP Y TIPO DE CAMBIO

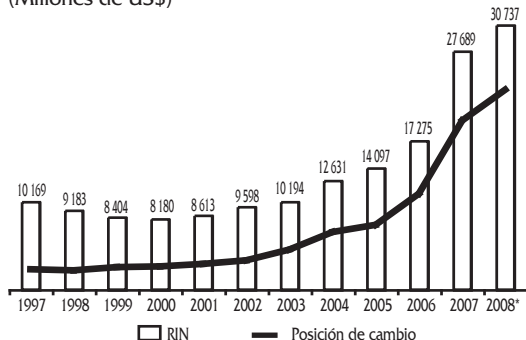


La mayor presencia de inversionistas no residentes, a través de adquisiciones de CDBCRP, se produce en un contexto de “encarecimiento” implícito de las operaciones *forward* largas en nuevos soles.

90. En este contexto de volatilidad del tipo de cambio, el BCRP intervino en el mercado cambiario comprando dólares en la Mesa de Negociación por US\$ 10 306 millones durante el año 2007, habiéndose realizado ventas al Tesoro Público por US\$ 3 275 millones. Cabe mencionar que la mayor parte de estas operaciones se realizaron en los meses de abril (US\$ 1 330 millones), mayo (US\$ 1 671 millones) y octubre (US\$ 2 181 millones).

91. En el mes de enero, en un escenario de fuerte volatilidad cambiaria por los inlfujos de capitales, el BCRP aumentó su intervención en el mercado cambiario. En el mes acumuló compras por US\$ 3 270 millones; las que se dieron principalmente entre el 8 y 15 de enero, días en que hubieron mayores presiones apreciatorias producto de los inlfujos de capitales externos de corto plazo.

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



92. Las reservas internacionales netas del BCRP aumentaron en US\$ 10 414 millones en el año 2007, alcanzando un saldo de US\$ 27 689 millones. Con las operaciones cambiarias de enero, las reservas internacionales alcanzaron US\$ 30 737 millones. Con esta evolución continuó aumentando el ratio de liquidez del sector privado cubierta por las reservas internacionales al pasar de 80 por ciento en diciembre de 2006 a alrededor de 107 por ciento en enero de 2008.

Cuadro 37

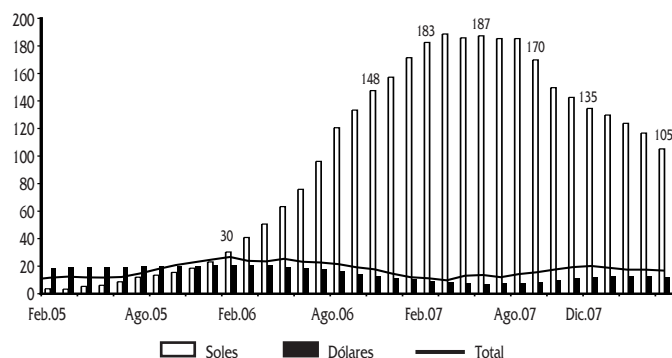
FLUJO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Millones de US\$)

	2004	2005	2006	2007
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	1 854	767	2 861	7 070
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	3 944	10 306
a. Compras	2 340	3 130	4 299	10 306
b. Ventas	0	-431	-355	0
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-1 084	-3 275
3. Otras operaciones (neto)	2	3	1	39
II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO	23	1 251	-684	1 154
III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO	359	-587	245	630
IV. OTROS	201	35	756	1 561
V. TOTAL	2 437	1 466	3 178	10 414

RECUADRO 8 DOLARIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS

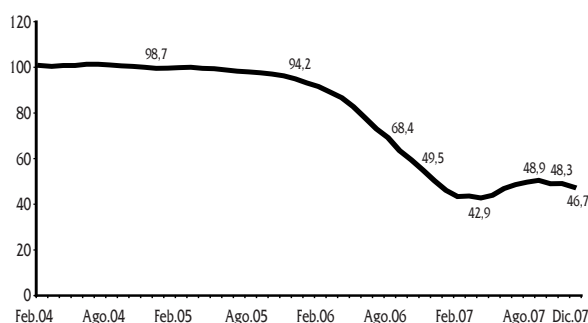
En los últimos cinco años, el mercado de créditos hipotecarios del sistema financiero peruano ha alcanzado un dinamismo significativo incrementándose en 103 por ciento durante dicho periodo. Ello es explicado por el mayor dinamismo de la actividad económica, las condiciones financieras favorables y los programas sociales del gobierno. En este proceso de crecimiento del crédito hipotecario, el Fondo Mivivienda ha contribuido en el impulso inicial del mercado hipotecario desde el inicio de sus operaciones en 1999 y luego a través de intermediarios financieros a partir del año 2006. Así, a diciembre de 2007, el Fondo cuenta con una participación del 23 por ciento del total de créditos hipotecarios.

CRÉDITOS HIPOTECARIOS
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Sin embargo, en comparación con otros países de la región, el mercado del crédito hipotecario peruano es todavía pequeño, representando apenas la cuarta parte del tamaño observado en México y Colombia, y sólo el 16 por ciento del de Chile. Asimismo, mientras que dichos países han desarrollado este mercado en su moneda doméstica, el crédito hipotecario en el Perú está todavía significativamente dolarizado. Un aspecto destacable de la evolución del mercado de créditos hipotecarios en el Perú es que en términos de flujos anuales, la dolarización de las nuevas colocaciones de créditos hipotecarios se ha reducido del 94,2 por ciento a fines de 2005 al 46,7 por ciento al cierre de diciembre de 2007. Con ello, la dolarización del saldo de los créditos hipotecarios con respecto al saldo total de colocaciones del sistema financiero peruano se ha reducido de 95,8 por ciento en diciembre de 2005 a 80,2 por ciento en diciembre de 2007.

EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DEL FLUJO ANUAL DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(En porcentaje)



Riesgos asociados a la dolarización y recomendaciones

La alta importancia relativa del crédito hipotecario en dólares implica riesgos para la economía peruana asociados principalmente a la vulnerabilidad de la hoja de balance de los agentes económicos, por ello es importante consolidar el proceso de desdolarización que se observa recientemente en este mercado.

La promoción del crédito hipotecario debe realizarse mediante mecanismos con bases sólidas y sostenibles en el tiempo, evitando incurrir en riesgos que hagan vulnerable al programa y a la economía. En este sentido, es necesario hacer un mayor esfuerzo en interiorizar los riesgos de la dolarización por parte del prestatario y facilitar el otorgamiento de créditos en nuevos soles. Entre los principales efectos de la dolarización financiera se encuentran:

Efecto de “hoja de balance” (riesgo cambiario-crediticio). Se genera por el descalce de monedas en el balance del prestatario. Es decir, mientras éste percibe sus ingresos en nuevos soles, sus principales pagos por obligaciones financieras del mes se encuentran denominados mayormente en dólares.

Así, un aumento del tipo de cambio real (ocasionado por un incremento del tipo de cambio nominal) podría tener un impacto negativo sobre la capacidad de pago. Esto alude al hecho de que el incremento del valor en moneda local de los pasivos en dólares sobrepasa el incremento del valor de los activos del deudor o de su flujo de ingresos, incrementándose de esta forma la probabilidad de no pago de los créditos en moneda extranjera (mayor riesgo crediticio). Esto es particularmente relevante en el caso de los créditos hipotecarios en dólares porque los prestatarios son familias que perciben ingresos principalmente en moneda local.

CAPACIDAD DE PAGO MENSUAL DE LOS DEMANDANTES ^{1/} (En nuevos soles)

	NSE B	NSE C
Ingreso conyugal	2 079	1 527
Gastos del hogar	1 542	1 089
Disponible	537	438
Cuota promedio	501	426
en US\$	167	142
% del ingreso conyugal mensual	24	28
Crédito promedio para vivienda	81 000	54 000
en US\$	27 000	18 000
Tasa de interés promedio	11,5%	11,5%
Número de cuotas promedio	166	129
Plazo promedio (años)	14	11

Fuente: Fondo MIVIVIENDA S.A.
Elaboración BCRP

^{1/} T.C.: S/. 3,00

Al respecto, utilizando datos del Estudio de Mercado de la Vivienda Social en Lima del Fondo Mivivienda, elaborado en el año 2006, se puede estimar la capacidad de pago promedio por hogar y por nivel socioeconómico. En particular, la cuota mensual representa el 24 y 28 por ciento del ingreso mensual para los niveles socioeconómicos B y C, respectivamente (público objetivo del programa Mivivienda) y casi la totalidad de los recursos disponibles. Con ello, se evalúa el impacto de un aumento del 20 por

ciento en el tipo de cambio asumiendo que los ingresos se mantienen constantes dado que se encuentran denominados en nuevos soles. Los resultados muestran un incremento en la participación de los ingresos comprometidos para el pago de deuda a 29 y 33 por ciento, respectivamente. Asimismo, en términos promedio el nuevo monto de la cuota en nuevos soles superaría los recursos disponibles (S/. 601 vs. S/. 537 en el Nivel B y S/. 511 vs. S/. 438 en el Nivel C)⁵, lo que llevaría a problemas en el cumplimiento de las obligaciones o una reducción en los otros gastos, comprometiendo de esta forma el bienestar familiar.

PARTICIPACIÓN DE LA CUOTA MENSUAL SOBRE EL INGRESO DEL HOGAR

	NSE B			NSE C		
	Base	Depreciación de 20%	Diferencia	Base	Depreciación de 20%	Diferencia
Cuota promedio mensual (nuevos soles)	501	601	100	426	511	85
% Ingreso del hogar	24	29	5	28	33	6

Cabe mencionar que los episodios de crisis en Asia en 1998, en Argentina durante los años 2001 y 2002 y en Uruguay en el año 2002, han mostrado las consecuencias negativas de un crecimiento sobredimensionado de los créditos en moneda extranjera, en particular los hipotecarios.

En este sentido, Cristini y Moya (2004)⁶ afirman que en el caso argentino el desarrollo del mercado hipotecario fue interrumpido por una gravísima crisis macroeconómica, que acabó en incumplimiento de la deuda externa y en un esquema cambiario de flotación administrada. La ruptura de los contratos hipotecarios que conllevó la pesificación al nivel previo a la devaluación, benefició a los deudores indiscriminadamente, produciendo una transferencia de ingresos desde los acreedores, depositantes en los bancos e inversores de riesgo de los fideicomisos. La suspensión de las ejecuciones, a su vez, eliminó transitoriamente la posibilidad de los bancos y acreedores privados de recuperar créditos. Por otro lado, en el caso uruguayo se observó un fuerte crecimiento en el ratio de morosidad en el año de la crisis (2002). En particular, el incremento en la morosidad en moneda extranjera duplicó al crecimiento en moneda nacional.

Riesgo de iliquidez en dólares. Surge cuando se produce un descalce de plazos. Las entidades financieras tienen obligaciones en moneda extranjera (depósitos del público y adeudados con el exterior) cuyo plazo de vencimiento es normalmente menor, en promedio, al de sus colocaciones. Si bien el descalce de plazos, y el consiguiente riesgo de iliquidez, es un fenómeno inherente a los sistemas bancarios, el riesgo es mayor cuando los pasivos en mención no están denominados en moneda local, es decir, cuando el banco central que emite la moneda intermediada es extranjero. Dada esta vulnerabilidad, la prima por riesgo-país se eleva y encarece el costo del financiamiento externo, con lo que diversos proyectos dejan de ser rentables.

Por ello, es necesario crear los incentivos pertinentes para que los agentes económicos internalicen los efectos de la dolarización y opten por endeudarse en moneda local. En particular, dada la ampliación del plazo de deuda pública a treinta años, plazo similar o hasta superior al de un crédito hipotecario, existe espacio para que estos créditos en moneda local puedan expandirse.

5 Se asume un tipo de cambio de S/. 3,00 por US\$ para el escenario base.

6 Cristini, M. y Moya, R. (2004): "Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina", BID, Enero de 2004.

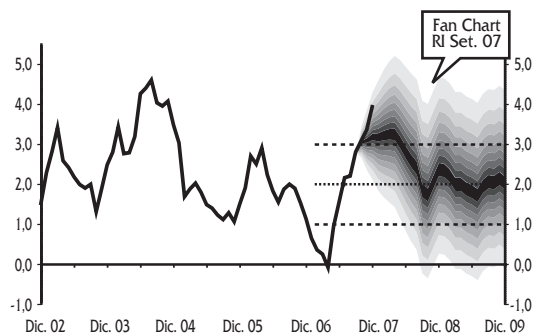
En julio de 2007 se emitió, mediante oferta primaria, el primer bono soberano a treinta años. Esta emisión busca continuar con la formación de una curva de rendimientos del mercado de bonos que sirva de referencia para las emisiones en nuevos soles nominales del sector privado a plazos cada vez mayores. Asimismo, esta tasa de rendimiento puede servir como referencia para los préstamos hipotecarios de más largo plazo en nuevos soles nominales y, dado el mayor plazo, puede permitir una disminución de las cuotas a pagar por los prestatarios favoreciendo el dinamismo de este tipo de créditos en nuevos soles nominales. Dado que se cuenta ya con tasas de interés de referencia para préstamos en nuevos soles nominales a plazos largos, similares a los créditos hipotecarios otorgados en dólares, sería conveniente evaluar la “solarización” de los préstamos que la banca haya otorgado en moneda extranjera.

VIII. Balance de riesgos

93. El balance de riesgos permite conocer la manera en que distintos factores podrían ocasionar desvíos respecto al escenario base. Distintos factores pueden impactar sobre la inflación en uno u otro sentido.

94. Los riesgos al alza de la proyección de inflación, planteados en el Reporte de Inflación de setiembre, se vienen materializando en los últimos tres meses. La evolución reciente muestra que algunos de los escenarios contingentes se han producido total o parcialmente, tales como: mayores cotizaciones internacionales de petróleo, mayores precios de insumos importados de alimentos; principalmente trigo, soya y maíz así como un mayor crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 95
INFLACIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIÓN DE DENSIDAD DE INFLACIÓN DEL REPORTE DE INFLACIÓN DE SETIEMBRE



95. La evolución reciente del dinamismo de la actividad económica doméstica y del entorno internacional plantea la necesidad de modificar el énfasis en cada uno de ellos. En particular, los riesgos de deterioro de las condiciones externas se han hecho más importantes: prolongación de los choques financieros externos y mayores cotizaciones del petróleo y de alimentos importados.

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

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

volatilidad excesiva del tipo de cambio. De ser necesario, el Banco flexibilizará su posición de política monetaria para atenuar presiones de demanda a la baja sobre la inflación en el horizonte de proyección.

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

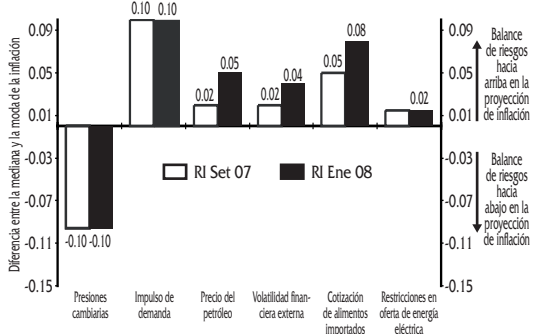
En esta situación, la política monetaria mantendría su posición inalterada en la medida que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta.

- **Mayores presiones de demanda interna.** El escenario de proyección considera un ambiente positivo de actividad económica sostenido principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado -impulsado en parte por un mayor crédito- y el gasto público se elevan significativamente más allá de lo proyectado, la política monetaria adoptará una posición más restrictiva para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenido.
- **Mayor cotización de commodities alimenticios.** El escenario central asume que no existirían significativos choques de oferta asociados a condiciones climáticas. Sin embargo, no se puede descartar el riesgo que los precios altos persistan o que inclusive registren mayores incrementos si hay un deterioro en las condiciones de oferta o si continúa elevándose la demanda por biocombustibles, con lo cual los precios domésticos de los alimentos tenderían a elevarse.

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

- **Mayores presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol.** En un escenario de mayor apreciación significativa del Nuevo Sol, presionando a la baja la inflación por debajo de la meta, el Banco reduciría la tasa de referencia actual.
- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica:** En este reporte se mantiene el riesgo de la existencia de restricciones de oferta en el sector de energía eléctrica hacia el final del horizonte de proyección. Se estima que ello impactaría sobre las tarifas de electricidad y los costos de las empresas. Si esto ocurriera, la política monetaria mantendría su posición en la medida que las expectativas de inflación se mantengan alineadas a la meta.

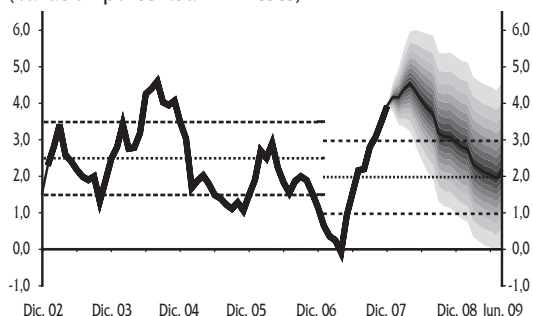
Gráfico 96
FACTORES DE RIESGO DE LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN^{1/}
(Puntos porcentuales de desvío de la inflación dos años hacia adelante)



Riesgos respecto al escenario base

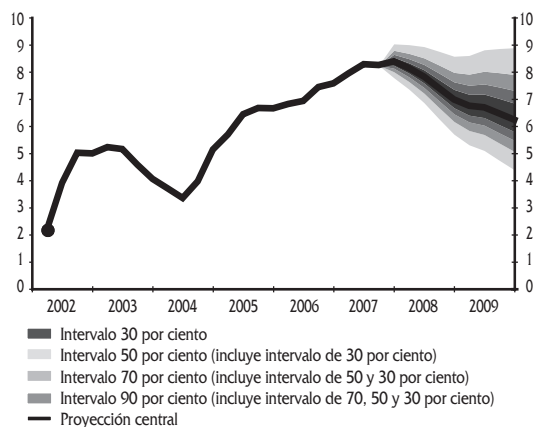
1/ Se muestra el cambio en la percepción de riesgo respecto al Reporte de Inflación de setiembre 2007. El tamaño y el signo de las barras miden la asimetría producida por cada factor de riesgo en la distribución de la proyección de inflación. A diferencia del Reporte de Inflación de setiembre 2007, la suma total de los efectos produce una asimetría de 0,2 puntos positivos en la proyección de inflación.

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



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

Gráfico 98
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.

Cuadro 38

EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS RESPECTO AL RI SETIEMBRE 2007

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

97. La ponderación de los diversos riesgos sobre la tasa de inflación con respecto al escenario base da como resultado un sesgo al alza sobre la proyección de inflación. Esto se puede observar en el gráfico 96 donde los factores al alza superan a los factores a la baja respecto al Reporte de Inflación de setiembre de 2007.

98. Esto implica una proyección de densidad de inflación con una asimetría hacia tasas de inflación más altas en el corto y mediano plazo. En particular, el patrón de riesgos del presente reporte se caracteriza por el riesgo de mayores presiones sobre la inflación respecto a las consideradas en el escenario base de proyección.

99. El balance de riesgos de la proyección de crecimiento del PBI es neutral en este reporte de inflación. Esta revisión se debe al deterioro de las condiciones internacionales para el crecimiento.

CONCLUSIÓN

100. Se prevé que la inflación alcance el rango superior de la meta de inflación (3,0 por ciento) hacia fines de 2008 y que converja a la meta de 2,0 por ciento a mediados de 2009, estabilizándose 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, en particular por el escenario internacional, apuntan a un leve sesgo de riesgos al alza en la proyección de inflación.

Anexo

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

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

RI: Reporte de Inflación.

^{1/} Proyección.^{2/} Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).^{3/} Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.^{4/} Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.