



# REPORTE DE INFLACIÓN

---

*Setiembre 2008*

---

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas**

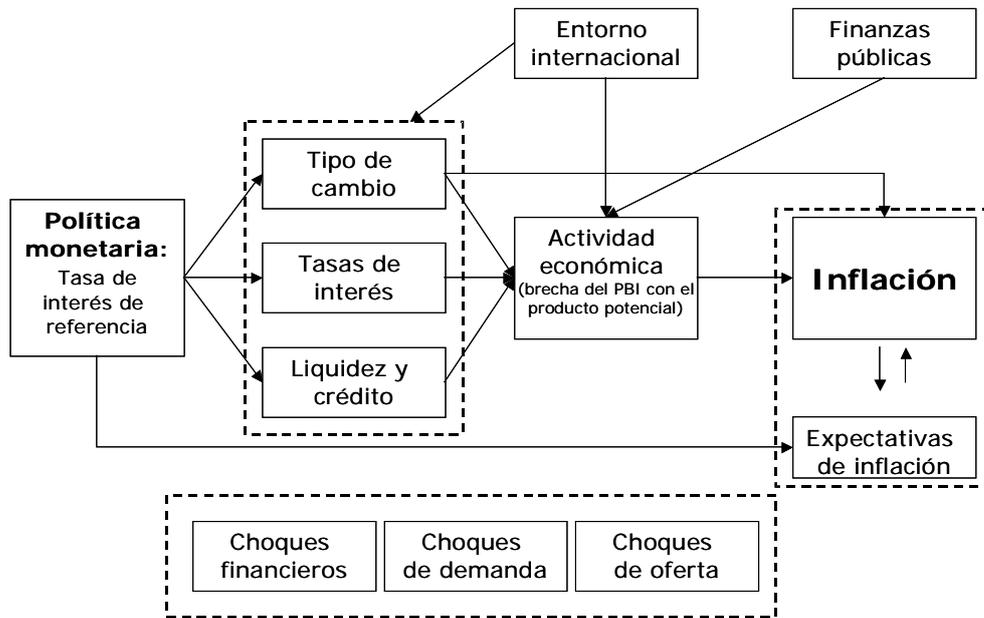


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

*Setiembre 2008*



REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

Hecho el Depósito Legal en la  
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

## CONTENIDO

Prólogo .....	5
Resumen .....	7
I. Escenario internacional .....	11
II. Actividad económica .....	22
III. Balanza de pagos .....	33
IV. Finanzas públicas .....	41
V. Política monetaria .....	47
VI. Inflación .....	65
VII. Balance de riesgos .....	75

### RECUADROS

1. Desarrollo de la crisis financiera internacional .....	19
2. Problemas en el abastecimiento eléctrico: 2008 - 2018 .....	29
3. Métodos de estimación del crecimiento del PBI potencial .....	31
4. Acumulación preventiva de reservas internacionales .....	59
5. La correlación entre el crecimiento del dinero y la inflación .....	60
6. <i>Pass-through</i> del tipo de cambio a precios .....	63

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información preliminar a agosto de 2008 del producto bruto interno, la balanza de pagos, operaciones del sector público no financiero. Los datos de inflación, tipo de cambio, mercados financieros y cuentas monetarias corresponden a setiembre 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.
- La estabilidad monetaria es una de las condiciones fundamentales para lograr un crecimiento alto y sostenido de la economía al favorecer un ambiente adecuado para el ahorro, la inversión y, en general, para toda decisión económica.
- 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. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La meta de inflación del Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y constituye un compromiso permanente del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.
- 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 considerando los rezagos con los que opera la política monetaria.
- 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. Para tal fin, el Banco Central publica cada cuatro meses su Reporte de Inflación.
- Este reporte presenta la evolución de los principales desarrollos económicos de los primeros meses del año y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte de proyecciones macroeconómicas entre los años 2008 y 2010.

## Resumen

- i. El escenario internacional continúa enfrentando una severa crisis que ha provocado turbulencias de tal magnitud que han afectado la estabilidad de los principales mercados financieros del mundo. Esta coyuntura implica un mayor grado de incertidumbre sobre la economía mundial en variables tales como la actividad económica, los precios de los *commodities*, las tasas de interés internacionales y las cotizaciones de las principales monedas.
- ii. La crisis financiera, iniciada en agosto de 2007, se ha agravado en los últimos dos meses y con ello se ha revisado a la baja las perspectivas de crecimiento mundial para los años 2009 y 2010. Este crecimiento ya se ha visto afectado por la evolución desfavorable del empleo en Estados Unidos, la corrección del mercado inmobiliario en varias economías desarrolladas y el endurecimiento de las condiciones financieras en las economías afectadas por la crisis *subprime*.
- iii. A pesar de que el panorama del escenario internacional muestra un deterioro por la crisis en los mercados financieros, la economía peruana continúa mostrando altas tasas de crecimiento. Así, entre enero y setiembre, la actividad económica habría crecido 9,9 por ciento impulsada por la evolución del consumo privado y la inversión pública y privada. Este ritmo de crecimiento sería mayor al previsto en el Reporte de Inflación de mayo (8,4 por ciento), por lo cual se ha elevado la proyección de crecimiento del PBI de este año de 8,0 a 9,3 por ciento.
- iv. La inflación también se ha ubicado por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación anterior con una tasa anual a setiembre de 6,2 por ciento. Esta evolución refleja principalmente la materialización de los riesgos previstos de mayores precios de alimentos y combustibles.

La tendencia de la inflación continuó al alza por aumentos en los precios de los combustibles (por ajuste de las bandas que implicó menores compensaciones por parte del Fondo de

Estabilización de los Combustibles) y, también, por tarifas de transporte y factores de oferta que afectaron los precios de algunos alimentos de origen nacional (principalmente papa).

Sin embargo, desde julio se observa en los mercados internacionales una reducción en las cotizaciones de los principales insumos alimenticios, que fueron los principales determinantes iniciales del incremento de la inflación desde mediados de 2007, lo que se ha agudizado desde setiembre con el agravamiento de la crisis financiera internacional. Tomando en cuenta esta información, se espera que la tasa de inflación anual a diciembre de 2008 se ubique alrededor de 6 por ciento.

- v. El escenario base de proyección de inflación contempla un retorno al rango meta hacia fines de 2009 y al nivel meta en 2010. Esta convergencia gradual de la inflación considera la reversión parcial del alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles, una desaceleración del crecimiento de la demanda interna y expectativas de inflación que se reducen hasta el nivel meta en la medida que la inflación retome una clara senda decreciente.
- vi. El Banco Central ha continuado ajustando su posición de política monetaria buscando que la inflación retorne gradualmente al rango meta y que los incrementos de precios de alimentos y combustibles no se trasladen a las expectativas de inflación en un escenario de alto crecimiento de la demanda interna. Así el Banco Central ha incrementado la tasa de interés de referencia en cuatro oportunidades sucesivas en 25 puntos básicos cada una, pasando de 5,50 por ciento a 6,50 por ciento entre mayo y setiembre de 2008.
- vii. En los últimos dos meses, las acciones del Banco Central se han orientado a asegurar la liquidez del sistema financiero y reducir la volatilidad del tipo de cambio, a fin de atenuar los impactos del agravamiento de la crisis económica internacional sobre nuestra economía.
- viii. Las intervenciones cambiarias han continuado guiándose según el criterio de reducir la volatilidad en el mercado cambiario. La acumulación preventiva de reservas internacionales de los últimos años -cuando los precios de los minerales subieron de manera excepcional- permite al Banco Central de Reserva contar con una elevada capacidad de respuesta para enfrentar situaciones de turbulencia internacional como la actual.

Entre junio y setiembre de este año las presiones sobre el tipo de cambio al alza han predominado en un contexto de menores términos de intercambio y mayor aversión al riesgo de los capitales externos hacia deuda y moneda de países emergentes. En este contexto, se ha observado reversión de posiciones en soles por parte de inversionistas extranjeros, sea en el mercado de dólares a futuro o en las tenencias de

---

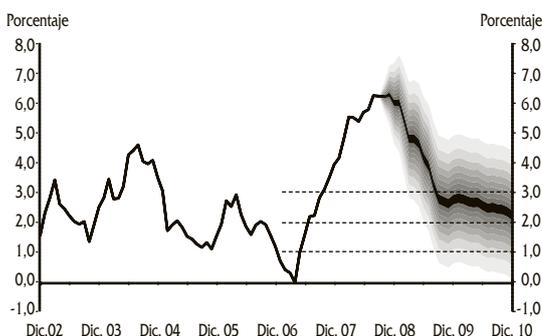
bonos del Tesoro Público o de CDBCRP. En este escenario de alta volatilidad, el Banco Central de Reserva intervino en el mercado cambiario con la venta de dólares.

- ix. Adicionalmente, el Banco Central ha ampliado la gama de operaciones monetarias que pueda efectuar para mejorar la regulación de la liquidez del sistema financiero.

En el caso de moneda nacional, el Banco Central ha ampliado los colaterales y los plazos habituales para realizar las operaciones de inyección de liquidez. En el caso de moneda extranjera, se ha establecido la opción de realizar operaciones repo en dicha moneda. El sistema financiero se mantiene excepcionalmente líquido en dólares con excedentes de liquidez (encajes voluntarios) del orden de los US\$ 2 mil millones y tenencias de CDBCRP del orden de los S/. 14 mil millones.

- x. Con el desencadenamiento de la crisis y el aumento de la probabilidad de que las principales economías desarrolladas entren en una fase de crecimiento lento, con el consiguiente impacto sobre la economía global, se prevé una desaceleración más rápida de la economía peruana, la cual pasaría de crecer 9,3 por ciento en 2008 a 6,5 por ciento en 2009. Para 2010, se espera una recuperación de la economía con una tasa proyectada de crecimiento de 7,0 por ciento.
- xi. En un escenario caracterizado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y por la alta volatilidad de los precios de los *commodities*, se espera que las finanzas públicas mantengan una posición superavitaria dentro del período de proyección. El escenario fiscal de esta proyección es coherente con una perspectiva de prudencia.
- xii. La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit durante el primer semestre del año (3,8 por ciento del PBI) como consecuencia del continuo dinamismo de la demanda doméstica y la reducción registrada en los términos de intercambio, previéndose que en el año el déficit se sitúe en 3,2 por ciento. En particular, el crecimiento de la inversión, principal impulso de la demanda interna, se ha venido traduciendo en las altas tasas de aumento de las importaciones de bienes de capital. Para los años 2009 y 2010 se proyecta que la cuenta corriente continuará siendo deficitaria (3,0 por ciento del PBI) considerando los efectos de la crisis financiera internacional, tales como el mayor deterioro de los términos de intercambio y la mayor desaceleración en el crecimiento de nuestros socios comerciales. Sin embargo, estos efectos serán atenuados por la moderación en la expansión de la demanda interna y el superávit fiscal.
- xiii. Los principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto de su proyección en el escenario central son los siguientes:

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2008-2010**  
(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.

- **Mayor deterioro de la economía mundial.** La agudización de la crisis financiera en Estados Unidos es consistente con la expectativa de un entorno internacional adverso. En particular, el escenario base contempla una reducción de los términos de intercambio. Asimismo, se asume una desaceleración del crecimiento mundial que afectaría sobre todo a Estados Unidos. No obstante, la magnitud del impacto de la crisis podría ser aún mayor. Este riesgo de mayor recesión mundial, menores términos de intercambio y volatilidad financiera podría acarrear en el corto plazo un aumento del riesgo país que presionaría a la depreciación de las monedas de las economías emergentes respecto al dólar. En este escenario, la sólida posición de reservas internacionales del Banco Central le permitiría intervenir en el mercado de divisas para moderar la volatilidad cambiaria y proveer de liquidez al sistema financiero. Otros instrumentos de inyección de liquidez en ambas monedas también están disponibles para ser usados en caso de ser necesario para mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros.

En el mediano plazo, podría darse una disminución del dinamismo de la actividad económica. En este caso, se adoptaría una posición de política monetaria más flexible que sea consistente con el anclaje de la inflación en el nivel meta.

- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica.** El escenario central considera una cierta elevación de las tarifas eléctricas debido a la fuerte expansión de la demanda de electricidad que ha superado al crecimiento de la oferta. Existe la posibilidad de un agravamiento de este desequilibrio entre la oferta y la demanda eléctrica y, por tanto, de un racionamiento en el horizonte de proyección. Bajo este panorama de restricción de electricidad, el aumento de tarifas eléctricas sería mayor y el incremento de costos marginales de producción implica una reducción del crecimiento potencial de la economía.

Este factor no alteraría el comportamiento de la política monetaria, en tanto que el impacto inflacionario no afecte las expectativas de inflación, ni genere efecto de segunda vuelta.

En un contexto de alta incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, la ponderación de los riesgos mencionados sobre la proyección de la inflación del escenario base arroja como resultado un balance neutral.

## I. Escenario Internacional

*La crisis financiera, iniciada en agosto de 2007, se ha agravado en los últimos meses y ha introducido una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento mundial. El crecimiento ya se ha visto afectado por la evolución desfavorable del empleo en Estados Unidos, la corrección del mercado inmobiliario en varias economías desarrolladas y el endurecimiento de las condiciones financieras en las economías afectadas por la crisis subprime. En este contexto, las proyecciones de crecimiento mundial han sido revisadas a la baja para el segundo semestre de este año y para los años 2009 y 2010.*

*Las economías emergentes también se han visto afectadas, aunque en una magnitud menor. Parte del efecto sobre el crecimiento se ha dado a través de las menores cotizaciones internacionales de los commodities, que han tenido en términos generales, una significativa corrección a la baja desde el tercer trimestre de este año. La turbulencia financiera internacional también se ha reflejado en salida de capitales y presiones depreciatorias.*

*En este contexto de desaceleración económica y de menores precios de commodities se han elevado las expectativas de menores presiones inflacionarias en los mercados emergentes y desarrollados.*

*Las proyecciones del escenario internacional presentan un elevado grado de incertidumbre. Si bien las evidencias de recesión en varias economías desarrolladas han aumentado, la evolución futura dependerá de la efectividad de las recientes medidas para restablecer la credibilidad y normalizar las condiciones crediticias. El impacto sobre las economías de la región, que hasta ahora ha sido relativamente moderado, podría ser mayor en tanto los precios de los commodities acentúen su descenso, los flujos de capital se retraigan y las restricciones crediticias se endurezcan. Otro factor de incertidumbre es el impacto de esta crisis sobre China.*

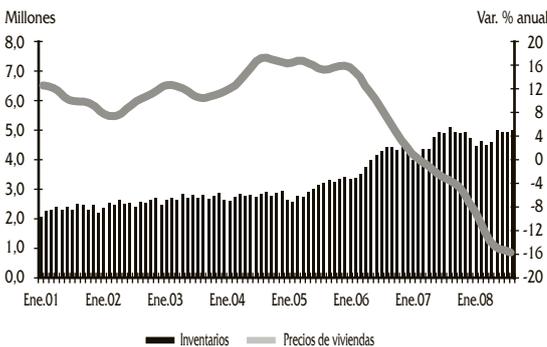
## Crecimiento, inflación y tasas de interés

1. Las evidencias más claras de desaceleración se vienen observando en las economías desarrolladas, particularmente en Estados Unidos y Europa, cuya participación en el crecimiento mundial es de 60 por ciento, en términos de dólares corrientes.

En **Estados Unidos** las perspectivas de crecimiento se han deteriorado, a pesar del crecimiento favorable de los dos primeros trimestres. El alto crecimiento observado en el segundo trimestre (2,8 por ciento) se sustentó en el dinamismo de las exportaciones (favorecidas por la depreciación del dólar) y del consumo, este último apoyado por el paquete de devolución de impuestos aplicado en el segundo trimestre (que se estima en aproximadamente US\$ 100 mil millones).

Estos resultados del primer semestre han incidido en la corrección de la proyección del crecimiento del año 2008, de 0,8 a 1,5 por ciento. Sin embargo, las perspectivas para el tercer y cuarto trimestre son desfavorables, en particular por la evolución esperada en el consumo y la inversión.

**Gráfico 1**  
**MERCADO INMOBILIARIO: PRECIOS E INVENTARIOS**



2. El consumo se vería afectado por la evolución reciente del empleo: en lo que va del año, el empleo ha registrado nueve caídas consecutivas con una pérdida acumulada de 760 mil puestos. Asimismo, la caída de los precios de las viviendas tendría un impacto sobre la riqueza que se suma a la caída observada en el mercado bursátil (ambos componentes constituyen alrededor de un 70 por ciento de la riqueza de las familias). Los menores precios de viviendas, sumados a las restricciones crediticias, generan además una reducción del *Mortgage Equity Withdrawal*, efecto que implica el traslado de parte de las líneas de préstamos hipotecarios o de refinanciación hacia el gasto de consumo.

La inversión, por su parte, se vería afectada por la desaceleración económica, la acentuación de las restricciones crediticias, la reducción de las utilidades corporativas y la caída en la confianza de los inversionistas. En el caso particular de la inversión residencial, los altos niveles de inventarios de

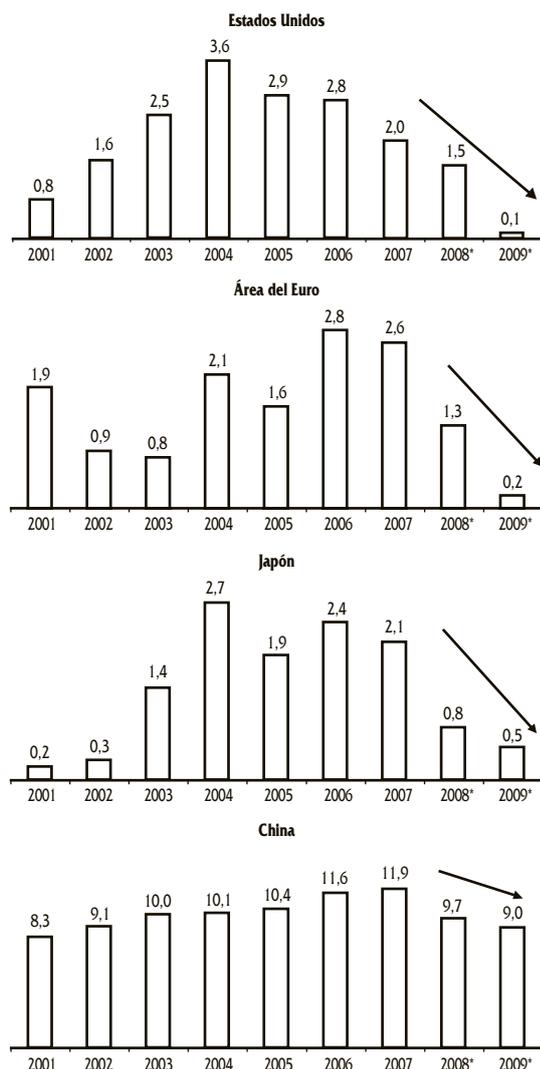
### Cuadro 1

#### EE.UU.: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO

(Tasas trimestrales anualizadas)

	2005	2006	2007	3T.07	4T.07	1T.08	2T.08
<b>PBI</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8</b>
<i>Del cual:</i>							
Consumo Personal	2,13	2,13	1,95	1,44	0,67	0,61	0,87
Inversión Fija	1,08	0,32	-0,50	-0,15	-0,97	-0,86	-0,25
No Residencial	0,71	0,77	0,52	0,91	0,36	0,26	0,27
Residencial	0,37	-0,45	-1,02	-1,06	-1,33	-1,12	-0,52
Exportaciones	0,71	0,96	0,95	2,54	0,53	0,63	1,54

**Gráfico 2**  
**CRECIMIENTO DE PAÍSES DESARROLLADOS Y CHINA**  
(Variaciones porcentuales reales)



viviendas hacen prever una reducción aún mayor de la inversión residencial cuyo aporte al crecimiento, desde finales de 2006, ha sido negativo en aproximadamente 1 punto porcentual.

3. En este contexto, la proyección de crecimiento asume una desaceleración importante desde el tercer y cuarto trimestre de 2008. Para 2009, el crecimiento se reduciría a 0,1 por ciento y se recuperaría a 2,1 por ciento en el siguiente año.

Por otro lado, las presiones inflacionarias, aunque se han desacelerado, se han mantenido elevadas. El Índice de Precios al Consumidor acumula, al mes de setiembre, una variación anual de 4,9 por ciento, mientras que la inflación -excluyendo combustibles y alimentos- se mantiene en alrededor de 2,5 por ciento. Asimismo, el deflator del consumo personal, se ha mantenido por encima de la *zona de confort* de la FED de 2 por ciento.

**Cuadro 2**

**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES\***

(En porcentaje)

	Participación en el comercio 2006	2006	2007	2008		2009		2010	
				RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08
<b>Socios Comerciales</b>	<b>100</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
<b> Norteamérica</b>	<b>29%</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>
Estados Unidos	24%	2,8	2,0	0,8	1,5	0,9	0,1	2,7	2,1
Canadá	5%	2,8	2,7	1,3	0,7	2,2	1,2	2,7	2,4
<b> Europa</b>	<b>20%</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Alemania	4%	2,9	2,5	1,5	1,8	1,5	0,1	1,8	1,5
España	3%	3,9	3,8	2,1	1,3	1,7	-0,2	2,0	1,7
Reino Unido	1%	2,9	3,1	1,5	1,1	1,6	-0,2	2,0	1,7
<b> Asia</b>	<b>21%</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>
China	11%	11,6	11,9	9,9	9,7	9,3	9,0	9,0	9,0
Japón	5%	2,4	2,1	1,3	0,8	1,6	0,5	1,7	1,5
<b> América Latina</b>	<b>30%</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>
Argentina	2%	8,5	8,7	6,8	6,5	4,5	3,6	4,4	4,2
Brasil	7%	3,8	5,4	4,8	5,0	4,2	3,5	4,2	4,0
Chile	7%	4,0	5,0	4,1	4,1	4,7	3,5	4,7	4,5
Colombia	4%	6,8	7,0	5,3	4,2	4,9	3,5	4,9	4,7
Ecuador	4%	3,9	1,9	2,3	2,2	2,7	2,0	2,7	2,5
México	3%	4,9	3,1	2,6	2,1	3,1	1,5	3,8	3,5
Venezuela	3%	10,3	8,4	5,6	5,3	3,6	3,0	3,4	3,2

RI: Reporte de Inflación.

\* En base a información del *World Economic Outlook* (octubre 2008), *Consensus Forecast* (octubre 2008) y banca.

En este contexto de desaceleración económica y de presiones inflacionarias, la FED mantuvo su tasa de referencia en 2 por ciento desde abril de este año hasta principios de octubre cuando la redujo en 50 puntos básicos, en forma coordinada con otros bancos centrales. Las expectativas del mercado indican reducciones adicionales antes de fin de año: los contratos a futuro de tasas tienen implícito una reducción en la tasa de la FED para diciembre de este año de entre 25 y 50 puntos básicos.

**Cuadro 3**

**PROYECCIONES DE INFLACION DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES \***

(En porcentaje)

	2006	2007	2008		2009		2010	
			RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08
<b>Norteamérica</b>								
Estados Unidos	3,2	2,8	3,8	4,5	2,4	1,9	2,2	2,2
Canadá	2,0	2,1	1,7	2,7	2,0	2,1	2,0	2,0
<b>Europa</b>								
Alemania	1,7	2,1	2,5	2,9	1,9	1,4	1,8	1,7
España	3,5	2,8	3,9	4,5	2,6	2,6	2,5	2,5
Reino Unido	2,3	2,3	2,7	3,8	2,2	2,9	2,2	2,2
<b>Asia</b>								
China	1,5	4,8	6,4	6,4	3,8	3,6	3,0	3,0
Japón	0,2	0,1	0,7	1,6	0,5	1,2	1,2	1,2
<b>América Latina (Dic./Dic.)</b>								
Argentina	9,8	8,5	9,5	8,8	10,2	10,0	9,3	9,3
Brasil	3,1	4,4	5,1	6,2	4,4	4,4	4,4	4,4
Chile	2,6	7,8	4,7	8,2	3,5	4,7	3,2	3,2
Colombia	4,5	5,7	5,0	7,2	4,5	4,5	4,1	4,1
México	4,1	3,8	4,2	5,7	3,5	3,3	3,4	3,4
Venezuela	17,0	22,5	27,0	28,6	27,6	27,9	26,1	26,1

RI: Reporte de Inflación

\* En base a información del World Economic Outlook (octubre 2008), Consensus Forecast (octubre 2008) y banca.

4. **Europa**, que concentra aproximadamente la mitad de las pérdidas asociadas a los títulos respaldados con hipotecas, también se ha visto afectada por el deterioro en las condiciones crediticias. A ello se suma la corrección inmobiliaria en algunas economías (Reino Unido, España, Irlanda), el escaso dinamismo del consumo (Alemania), los elevados precios de los *commodities* y la apreciación del euro que ha afectado el desempeño del sector exportador. A nivel de sectores, la manufactura viene mostrando una desaceleración generalizada, encontrándose muchos de los países en una fase de contracción.

En este contexto, las proyecciones para los años 2008 y 2009 estiman tasas de crecimiento de 1,5 y 0,3 por ciento, respectivamente. A nivel de países, las mayores revisiones a la baja se observan en Alemania, Reino Unido y España (en estos dos últimos casos, la corrección inmobiliaria ha sido más significativa).

La respuesta de política monetaria de los países de Europa frente a la desaceleración se vió limitada por la evidencia de presiones inflacionarias. Incluso en el mes de julio, cuando la inflación fue de 4,0 por ciento, el Banco Central Europeo elevó su tasa de interés de 4,0 a 4,25 por ciento. Sin embargo, en el mes de octubre, en la coyuntura de fuerte turbulencia financiera y de evidencia creciente de desaceleración

---

económica y menores presiones inflacionarias, el BCE redujo su tasa a 3,75 por ciento, de manera coordinada con otros bancos centrales.

5. Fuera de la Eurozona, la inflación del **Reino Unido** fue 5,2 por ciento a setiembre de este año, por encima de su meta de 2 por ciento. El Banco de Inglaterra, luego de las reducciones realizadas en la tasa de interés a inicios de año, mantuvo la tasa de interés en 5 por ciento hasta el mes de octubre cuando la redujo en 50 pbs, frente a los indicadores de recesión (el crecimiento del segundo trimestre fue nulo y los indicadores de manufactura para el tercer trimestre señalan recesión).
6. Las perspectivas de **Japón** también reflejan una desaceleración económica con una probabilidad relativamente alta de recesión. En el segundo trimestre, el PBI tuvo una caída de 3,0 por ciento. El sector exportador ha perdido dinamismo en los últimos meses (lo que se refleja, a su vez, en la evolución de la producción manufacturera), en tanto que la inversión inmobiliaria no se ha recuperado como se esperaba. Se estima que en el año 2008 el crecimiento de Japón sea de 0,8 por ciento y de 0,5 por ciento para 2009.

Al igual que otras economías desarrolladas, Japón ha enfrentado presiones inflacionarias que hacen prever el fin de proceso deflacionario. La inflación anual, que en diciembre de 2007 alcanzaba 0,7 por ciento, se ha incrementado a 2,1 por ciento en agosto, resultado que refleja una elevación en los precios de los insumos, en particular de *commodities* y petróleo. El Banco de Japón ha mantenido la tasa de interés en 0,5 por ciento.

7. El impacto de la desaceleración de las economías desarrolladas sobre el crecimiento de las **economías emergentes** ha sido -en términos generales- moderado. En forma paralela, las economías emergentes han enfrentado mayores presiones inflacionarias. En muchas de estas economías, el impacto de los altos precios de los *commodities* sobre los precios domésticos se vio reforzado por el dinamismo de la demanda interna, lo que ha llevado a los bancos centrales a elevar sus tasas de interés hasta el mes de agosto.

Desde el mes de setiembre, la evolución de los mercados internacionales, con precios de *commodities* reduciéndose significativamente, incidirían en menores presiones inflacionarias. En este contexto, los bancos centrales de las economías emergentes vienen modificando sus posiciones de política monetaria que se han reflejado en pausas en el ajuste de la tasa de interés o en reducciones de la misma.

8. **China** ha mantenido una tasa de crecimiento superior a 10 por ciento en los dos primeros trimestres del año, y de 9 por ciento en el tercer trimestre. Sin embargo, la evolución del

sector exportador en los últimos meses podría anticipar un menor crecimiento para lo que resta del año y para el año 2009 (aunque aún a tasas altas).

El crecimiento proyectado para el periodo 2008-2010 es cercano al 9 por ciento. En la actual coyuntura de desaceleración de las economías desarrolladas, las posibles medidas del gobierno y del banco central con el fin de dinamizar la demanda interna (en particular el consumo) introducen un sesgo al alza en la proyección. Desde setiembre, se redujo la tasa de interés activa y la tasa de encaje, lo que implica un cambio en la política monetaria en un contexto en el que la inflación estaría mostrando cierta desaceleración.

9. Las perspectivas económicas de **América Latina** también han sido revisadas a la baja. El escenario actual de desaceleración económica viene reflejándose en la caída en los precios de los *commodities* en el tercer trimestre, tendencia que se ha acentuado en el mes de octubre. Adicionalmente, previo a la acentuación de la turbulencia internacional, en algunos países se ha registrado una elevación en las tasas de interés con el fin de moderar el crecimiento de la demanda doméstica, lo que constituye un factor adicional que sustenta las menores tasas de crecimiento.

El crecimiento de América Latina se ubicaría por encima del crecimiento de nuestros socios comerciales para 2008 (4,2 por ciento), para 2009 (3,1 por ciento) y para 2010 (3,9 por ciento). Dichas tasas, sin embargo, son menores a las proyectadas en el Reporte de mayo.

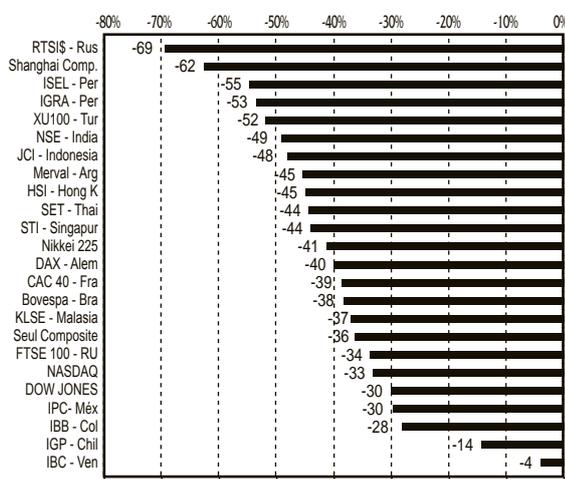
#### **Evolución de los mercados financieros**

10. En lo que va del año, los temores de insolvencia de las principales entidades financieras se elevaron significativamente y se expandieron rápidamente entre las principales economías: Estados Unidos y Europa. Ello llevó a un deterioro significativo en las condiciones de liquidez y crédito y a un aumento en la aversión al riesgo que incrementó la demanda por activos de bajo riesgo.

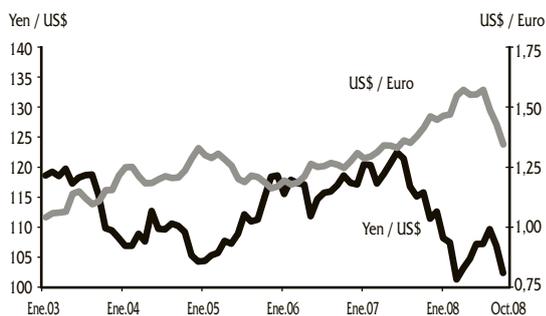
En esta coyuntura y ante los temores de que la crisis financiera desencadene un escenario de *credit crunch* y recesión, los gobiernos de las economías desarrolladas lanzaron durante el mes de octubre una serie de programas que han buscado proveer de liquidez y mejorar la solvencia de las entidades financieras.

El gobierno de Estados Unidos lanzó un plan de rescate al sistema financiero (*Troubled Asset Relief Program* o TARP), a través del cual el Tesoro emitiría deuda por US\$ 700 mil millones (aproximadamente un 5 por ciento de su PBI) para comprar los títulos hipotecarios y otros títulos desvalorizados de las instituciones financieras y, adicionalmente, para inyectar

**Gráfico 3**  
**EVOLUCIÓN ACUMULADA DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (FIN DE PERÍODO)**  
(Var. % Oct.08/Dic.07)



**Gráfico 4**  
**EL DÓLAR FRENTE A PRINCIPALES DIVISAS**  
(Promedios mensuales)



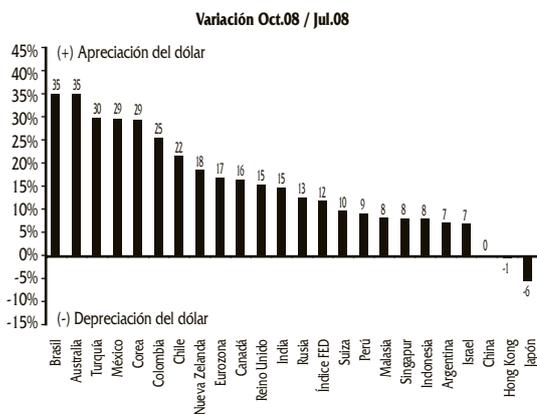
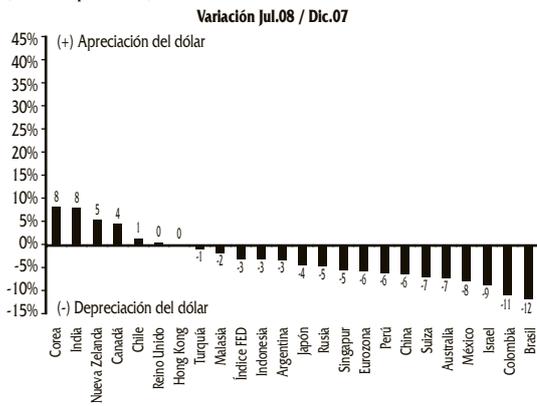
capital a las instituciones financieras. Medidas similares han sido dictadas por una serie de economías desarrolladas como Reino Unido y los países de la Eurozona. Adicionalmente, los principales bancos centrales, de manera coordinada, anunciaron medidas para mejorar las inyecciones de liquidez en dólares de corto plazo y un recorte de tasas de 50 pbs.

A partir de la segunda semana de octubre, los mercados han reaccionado favorablemente a los programas, aunque sin revertir plenamente las significativas caídas de las semanas previas. Todavía no existe evidencia clara sobre si las medidas serán suficientes para permitir la normalización de las condiciones crediticias y el restablecimiento de la confianza. Las medidas, además, implicarían el deterioro de la posición fiscal y externa de las economías desarrolladas, en particular la de Estados Unidos cuyo déficit fiscal y en cuenta corriente, se estiman para el 2008 en 4,1 y 4,6 por ciento del PBI, respectivamente.

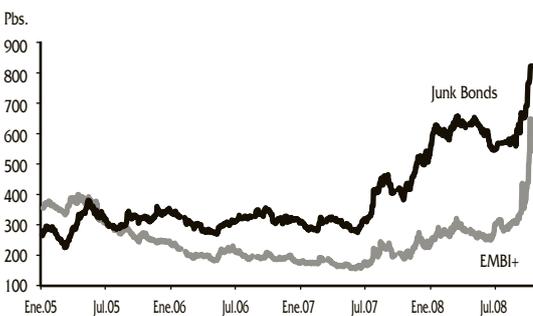
11. Las **principales plazas bursátiles** han venido registrando una alta volatilidad con pérdidas significativas, en particular por la evolución del sector financiero de Estados Unidos y Europa. La fuerte aversión al riesgo generó la liquidación de posiciones de los inversionistas y el refugio en los activos sin riesgo como los bonos del Tesoro de Estados Unidos.
12. En los **mercados cambiarios**, el **dólar** acentuó su volatilidad observada desde inicios de año. Hasta el mes de julio el dólar se debilitó 3 por ciento frente a la canasta de monedas de sus socios comerciales. A partir de julio, y en particular a partir de la turbulencia financiera, el dólar se fortaleció en un contexto de escasez de dólares y de indicadores negativos de crecimiento en otras economías desarrolladas.
13. Hasta mediados de julio, el dólar había registrado una fuerte depreciación con relación al **euro**, afectado por la expectativa del diferencial de tasas a favor de las economías de la Eurozona. Posteriormente, en la medida que fueron surgiendo indicios más claros de una mayor desaceleración en Europa, esta evolución se revirtió, apreciándose aún más a partir de setiembre cuando, a consecuencia de la crisis financiera, se acentuó la restricción de liquidez en dólares en los mercados internacionales.
14. Con respecto al **yen**, el dólar mostró una tendencia apreciativa durante la mayor parte del año debido a las operaciones especulativas de *carry trade*. Sin embargo, en las últimas semanas, la reversión de estas operaciones ante la mayor aversión al riesgo ha generado una apreciación del yen.

A diferencia de lo observado en la primera mitad del año, las monedas de países emergentes han enfrentado presiones depreciatorias en las últimas semanas, provocadas por la

**Gráfico 5**  
**EVOLUCIÓN ACUMULADA DE TIPOS DE CAMBIO**  
**RESPECTO AL DÓLAR**  
(Fin del período)



**Gráfico 6**  
**SPREADS DE RIESGO SOBRE LOS TÍTULOS DEL TESORO**  
**DE EE.UU.**



agudización de la crisis financiera, por una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas y por la caída de las cotizaciones de los principales *commodities*.

Desde mediados de octubre, esta evolución se ha comenzado a revertir ligeramente, por la menor aversión y el impulso generado por las recientes medidas de los gobiernos y bancos centrales de las economías desarrolladas.

15. El **rendimiento de los bonos de Estados Unidos** se ha reducido significativamente. La crisis de liquidez generó una fuerte demanda de los títulos de corto plazo (como los de tres meses), mientras que los temores de recesión por la crisis financiera incentivaron la demanda por títulos de mayor plazo.

En setiembre, tras la intensificación de la crisis, el rendimiento del título de tres meses llegó a niveles cercanos a cero (0,04 por ciento el 17 de setiembre); mientras que, los títulos de mayor plazo como el bono de 10 años se ubicó por debajo del 3,4 por ciento (nivel no observado desde junio de 2003).

16. La crisis generó también un alza generalizada de los *spreads* de la **deuda de las economías emergentes** (medido a través del EMBI+). En lo que va del año, el riesgo total emergente se elevó en 407 pbs en promedio, en parte influenciado además por el incremento de 975 pbs en el *spread* de Argentina.

**Cuadro 4**

**RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU.**  
**Y SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES\***

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Variación
	Porcentaje						Oct. 2008/2007
<b>Tasas del Tesoro de EE.UU.</b>							
3 meses	0,922	2,217	4,079	5,011	3,242	1,083	-2,16
2 años	1,823	3,069	4,404	4,812	3,051	1,700	-1,35
10 años	4,248	4,220	4,393	4,704	4,025	3,843	-0,18
<b>Puntos Básicos (pbs)</b>							
<b>EMBI+</b>	<b>418</b>	<b>356</b>	<b>245</b>	<b>169</b>	<b>239</b>	<b>646</b>	<b>407</b>
América Latina	521	420	283	186	268	677	409
Brasil	463	382	311	192	221	489	268
Colombia	431	332	238	161	195	530	335
México	199	166	126	98	149	452	303
Argentina	5 632	4 703	504	216	410	1 385	975
Perú	312	220	206	118	178	510	332
<b>CDS (Credit Default Swap) 5 años</b>							
Brasil	404	305	225	100	103	323	220
Colombia	441	341	167	114	130	326	196
México	122	80	63	41	69	316	247
Argentina	n.a.	n.a.	367	203	462	2 871	2 409
Perú	292	204	221	91	116	331	216

\* Datos a fin de período. Los datos de 2008 son al 20 de octubre.  
Fuente: Bloomberg y Reuters.

---

**RECUADRO 1**
**DESARROLLO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL**

En lo que va del año, la crisis financiera de Estados Unidos se expandió al sistema financiero de Europa y se acentuaron los temores de insolvencia. Los reportes de mayores pérdidas de las principales instituciones financieras y los recortes de calificación de las principales agencias de *rating* generaron una gran dificultad en el incremento de capital de las empresas financieras tras los mayores riesgos de insolvencia. Desde que empezó la crisis (fines de 2007), las pérdidas anunciadas ya superaron los US\$ 500 mil millones. El FMI estima que las pérdidas potenciales podrían alcanzar los US\$ 1,3 billones.

Los problemas de desvalorización de activos, que inicialmente se concentraron en los títulos hipotecarios (y sus respectivos derivados financieros), se extendieron hacia otros títulos, en particular los de muy corto plazo (como los *asset-backed commercial papers* o ABCP), generando restricciones de liquidez en el mercado de dinero (al problema de “calidad” se sumó el de “liquidez” de títulos).

**PÉRDIDAS CREDITICIAS Y APORTES DE CAPITAL\***

(Miles de millones de US\$)

	Pérdidas crediticias	Aporte de capital
<b>Norteamérica</b>	<b>409,6</b>	<b>342,5</b>
<i>Del cual:</i>		
Merrill Lynch	58,1	29,9
Citigroup	68,1	74,0
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Washington Mutual	45,6	12,1
<b>Europa</b>	<b>227,2</b>	<b>265,4</b>
<i>Del cual:</i>		
UBS	44,2	31,8
HSBC	27,4	5,0
IKB Deutsche	13,5	11,1
Royal Bank of Scotland	13,3	55,7
<b>Asia</b>	<b>24,9</b>	<b>22,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>661,7</b>	<b>630,2</b>

Fuente: Bloomberg.

\* Datos acumulados al 20 de octubre, desde inicio de la crisis.

Durante el mes de setiembre, tras la quiebra de *Lehman Brothers Holding Inc.*, estas condiciones se acentuaron en tal magnitud que los mayores riesgos de liquidez, de crédito y sistémico causaron el cierre de las actividades de fondeo entre las instituciones financieras de Estados Unidos.

Las tasas de corto plazo se elevaron significativamente y las operaciones interbancarias prácticamente desaparecieron convirtiendo a los bancos centrales en las únicas fuentes de liquidez, en particular en dólares (el 30 de setiembre la tasa *libor overnight* en dólares se elevó de 2,57 a 6,88 por ciento). Esta evolución se observó en los principales mercados monetarios de las economías desarrolladas.

Así por ejemplo, un indicador de las restricciones de liquidez es la evolución del *TED spread*, que mide el diferencial entre la tasa *libor* a 3 meses y el rendimiento de los bonos del Tesoro del mismo plazo. Durante el mes de setiembre este diferencial llegó a superar el 3 por ciento, alcanzando de este modo niveles incluso mayores a los registrados durante la crisis financiera de 1987.

En este contexto y en coordinación con otros bancos centrales de Europa y Japón, la FED incrementó sus inyecciones de liquidez en el mercado de dinero (a través de montos mayores y la relajación de los colaterales exigidos). Sin embargo, la incertidumbre y la falta de confianza no lograron revertir el alza de las tasas de corto plazo.

**DIFERENCIAL ENTRE LA TASA LIBOR Y EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO**



**PRINCIPALES EVENTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Estados Unidos			Europa		
Fecha	Institución	Evento	Fecha	Institución	Evento
07-set	Fannie Mae y Freddie Mac	Rescate de agencias gubernamentales.	28-set	Hypo Real State	Recibe inyección de capital del gobierno alemán y bancos privados por 35 mil millones de euros.
15-set	Lehman Brothers	Se declara en suspensión de pagos.	29-set	Glitnir Bank	Rescatado por gobierno de Islandia (control de 75 por ciento)
15-set	Merrill Lynch	Bank of America anuncia la compra de Merrill Lynch.	29-set	Bradford & Bingley	Santander adquiere negocio de depósitos y el gobierno de Reino Unido el resto de la institución.
16-set	AIG	FED proporciona línea de crédito.	29-set	Fortis	Es parcialmente nacionalizado por los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo.
19-set	Tesoro EE.UU.	Anuncio del Plan de Rescate (US\$ 700 mil millones).	30-set	Dexia	Recibe una inyección de capital por parte de los gobiernos de Bélgica, Francia y Luxemburgo.
22-set	Morgan Stanley	Se transforma de banco de inversión a banco comercial.	9-oct	Reino Unido	Gobierno anuncia plan de rescate.
22-set	Goldman Sachs	Se transforma de banco de inversión a banco comercial.	10-13 oct	Alemania, Francia, Holanda, España, Portugal, Italia, Austria y Noruega	Gobiernos anuncian plan de rescate.
26-set	Washington Mutual	JP Morgan adquiere gran parte de los activos de Washington Mutual.	16-oct	UBS	Gobierno suizo anuncia inyección de capital.
2-3 oct	Senado y Cámara de EE.UU.	Aprueban el Plan de Rescate.	20-oct	ING	Gobierno holandés anuncia inyección de capital.
13-oct	Wachovia	Wells Fargo llega a un acuerdo para adquirir Wachovia.	20-oct	BayernLB	Recibe inyección de capital del gobierno alemán.
14-oct	Tesoro EE.UU.	Anuncia que destinará US\$ 250 mil millones para recapitalizar bancos.			
15-oct	Tesoro EE.UU.	Inyecta US\$ 125 mil millones para capitalizar a 9 bancos.			

---

De esta manera, la incertidumbre respecto a la solvencia de las instituciones financieras asociadas con el sector hipotecario (agencias del gobierno, banca comercial y banca de inversión) se extendió hacia otras instituciones como las aseguradoras de activos (como MBIA, Ambac y AIG) y en última instancia hacia los propios inversionistas institucionales (como los fondos mutuos y otros fondos de inversión), poniendo en peligro la solvencia del sistema financiero de Estados Unidos. En esta coyuntura, las primeras medidas para evitar una expansión de la crisis conllevaron al rescate de las dos principales empresas hipotecarias auspiciadas por el gobierno de Estados Unidos. Posteriormente, la FED decidió impedir la quiebra de AIG (la principal aseguradora de los activos de las instituciones financieras) a través de un préstamo por US\$ 85 mil millones.

Simultáneamente las instituciones financieras más grandes optaron por consolidarse (a través de las actividades de adquisiciones), con lo que la banca de inversión norteamericana prácticamente desapareció. Pese a todas estas medidas la crisis financiera no se revirtió. Los problemas de insolvencia se acentuaron y la necesidad de incrementar el capital, tras las fuertes pérdidas financieras, generó el proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras (*deleveraging*) que empeoró las condiciones de crédito y elevaron los riesgos de un escenario de *credit crunch* y de recesión.

En este contexto, el gobierno de Estados Unidos lanzó finalmente su plan de rescate al sistema financiero americano (*Troubled Asset Relief Program* o *TARP*). Este plan permitiría al Tesoro emitir -por tramos- deuda por US\$ 700 mil millones (aproximadamente un 5 por ciento del PBI) para comprar títulos hipotecarios y otros títulos desvalorizados de las instituciones financieras con el fin de restaurar la estabilidad de los mercados.

Sin embargo, la demora en la aprobación del TARP (hasta la primera semana de octubre) y el pesimismo respecto a la efectividad del plan generó mayor volatilidad en todos los mercados financieros. Las restricciones de liquidez y crédito se acentuaron, y las bolsas registraron pérdidas de manera generalizada. El *TED spread* alcanzó niveles récord.

Posteriormente, desde la segunda semana de octubre, se produce el reconocimiento de la necesidad de medidas coordinadas entre los principales países desarrollados (básicamente del G-7, que incluía tanto a los gobiernos como a los bancos centrales), centradas primordialmente en la recapitalización de las instituciones financieras y en la inyección de liquidez de corto plazo en dólares.

De las medidas coordinadas entre los bancos centrales destacó la decisión del recorte de tasas de 50 puntos básicos, en una reunión extraordinaria, de la FED, los bancos centrales de Canadá, Suiza (SNB), Suecia, Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (BCE). Posteriormente, el BoE, el BCE y el SNB anunciaron que brindarán toda la liquidez que se demande a tasas fijas, y la FED, por su parte, les amplió las líneas *swap*.

Por el lado de las medidas adoptadas por los gobiernos para rescatar a los sistemas financieros, destacó el anuncio del Reino Unido de un plan de rescate por £400 mil millones que incluiría £37 mil millones para la recapitalización de la banca. Por su parte, Alemania anunció un fondo por €400 mil millones para garantizar los préstamos interbancarios no mayor a 3 años de vencimiento, depósitos y otros activos, y unos €100 mil millones para recapitalizar el sistema financiero. Francia anunció fondos por €320 mil millones para garantizar deuda interbancaria y €40 mil millones para recapitalizar la banca. Holanda, España, Portugal, Italia, Austria y Noruega anunciaron fondos por un total de €481 mil millones para garantizar deuda bancaria. Siguiendo estos anuncios, el Tesoro de EE.UU. acordó unos US\$ 250 mil millones (de los fondos del TARP) que serían utilizados para la recapitalización de los principales bancos, y decidió asegurar las emisiones de deuda de los bancos.

Desde el lunes 13 de octubre, las restricciones de liquidez comenzaron a disminuir y los mercados de dinero comenzaron a registrar una evolución menos desfavorable. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre sobre la evolución de los mercados en tanto no hay una evidencia clara de que las medidas adoptadas por los países desarrollados sean suficientes para asegurar el normal funcionamiento de los mercados financieros.

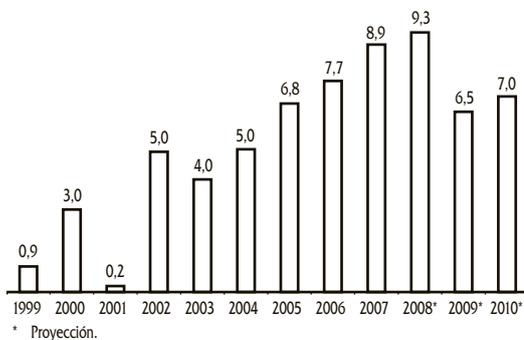
---

## II. Actividad Económica

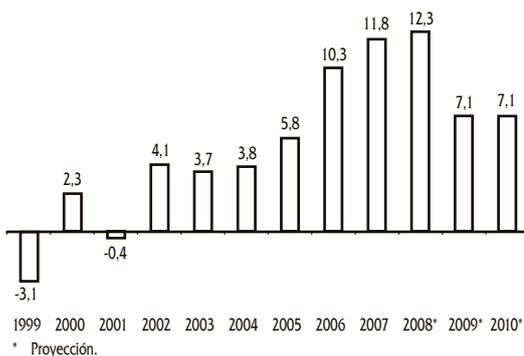
Con respecto al Reporte de Inflación de mayo, la proyección de crecimiento para 2008 se ha revisado al alza de 8,0 a 9,3 por ciento debido al mayor dinamismo observado durante el primer semestre del año. A partir del tercer trimestre se prevé una desaceleración de la economía consistente con un menor ritmo de expansión de la economía mundial y un deterioro mayor de términos de intercambio. Ello como consecuencia de la crisis que viene afectando a los mercados financieros mundiales y de la incertidumbre acerca de los efectos sobre la actividad económica global.

Para 2009 se proyecta una tasa de crecimiento del PBI de 6,5 por ciento y para 2010 se espera una tasa de crecimiento mayor (7,0 por ciento), asociada en parte al impulso generado por el inicio de las exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea.

**Gráfico 7**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)



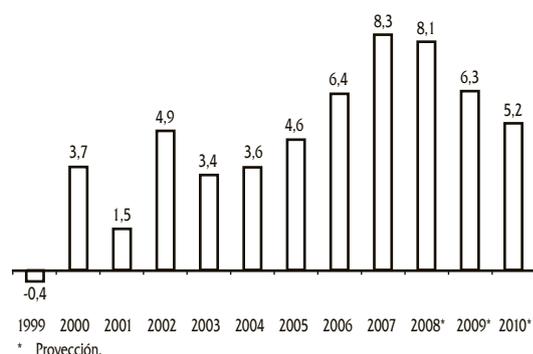
**Gráfico 8**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA**  
(Variaciones porcentuales reales)



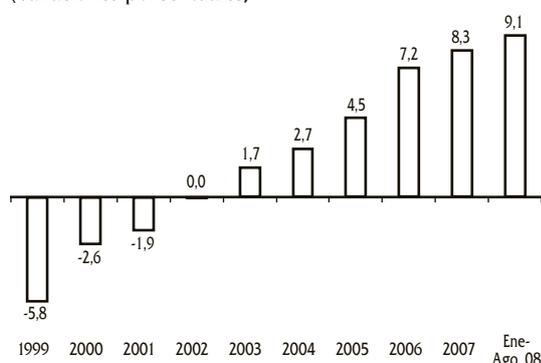
17. La mayor expansión del **producto bruto interno** prevista para este año es consistente con un crecimiento de la **demanda interna** de 12,3 por ciento, tasa mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de mayo (9,8 por ciento), y a la registrada el año previo. Este comportamiento refleja la evolución del consumo privado y de la inversión privada. En ambos casos, la proyección se ha revisado al alza considerando el mayor crecimiento ya registrado. Por el contrario, se ha revisado a la baja la proyección del gasto público (consumo e inversión) en línea con los anuncios de moderación de crecimiento del gasto fiscal realizados por el Ministerio de Economía y Finanzas para lo que resta del año.

18. Se prevé una desaceleración a lo largo del horizonte de proyección del ingreso nacional disponible, el cual pasaría de un crecimiento de 9,8 por ciento en 2007 a 7,1 por ciento en 2010, consistente con las menores tasas de crecimiento de la actividad económica proyectadas y con los menores términos de intercambio de comercio exterior.

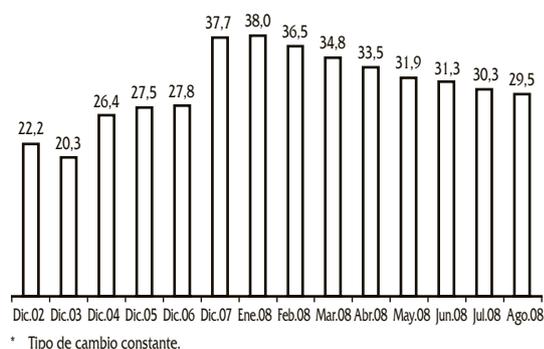
**Gráfico 9**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales reales)



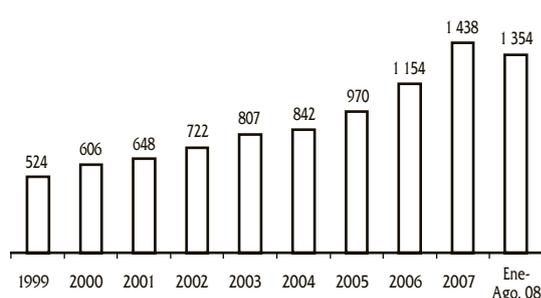
**Gráfico 10**  
**EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES**  
(Variaciones porcentuales)



**Gráfico 11**  
**CRÉDITO DE CONSUMO\***  
(Variaciones porcentuales anuales)



**Gráfico 12**  
**IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADEROS**  
(Millones de US\$)



**Cuadro 5**

**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08
<b>1. Demanda interna</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>12,9</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>
a. Consumo privado	8,2	8,3	8,7	6,6	8,1	5,5	6,3	5,5	5,2
b. Consumo público	4,2	4,5	6,3	4,7	3,5	2,6	3,0	3,2	3,8
c. Inversión privada	21,6	23,4	25,9	20,4	26,7	14,5	12,5	11,5	10,3
d. Inversión pública	5,9	19,7	62,7	42,9	37,2	23,9	26,3	17,6	20,0
<b>2. Exportaciones</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>	<b>12,0</b>	<b>6,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,4</b>	<b>6,2</b>	<b>11,4</b>	<b>10,0</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>19,1</b>	<b>21,3</b>	<b>24,9</b>	<b>15,4</b>	<b>23,3</b>	<b>14,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>
<b>4. Producto Bruto Interno</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

**Cuadro 6**

**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08
<b>1. Producto bruto interno</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
2. Producto nacional bruto	9,2	9,3	9,8	9,9	11,0	9,4	10,1	7,0	7,5
3. Ingreso nacional bruto	11,2	9,9	8,3	7,1	8,0	7,8	7,8	7,1	7,2
<b>4. Ingreso nacional disponible<sup>1/</sup></b>	<b>11,2</b>	<b>9,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>

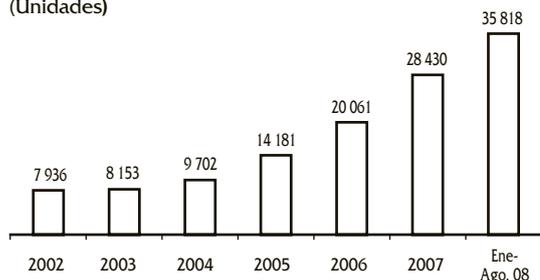
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

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

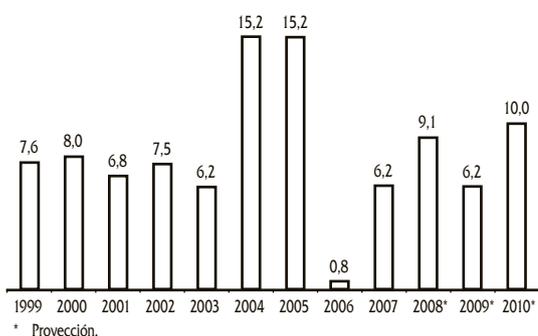
19. Durante el primer semestre, el **consumo privado** mantuvo un alto dinamismo con una tasa de crecimiento por encima del 8 por ciento impulsado por el incremento del ingreso nacional disponible, el aumento del empleo y el acceso al crédito de consumo. El empleo creció 9,1 por ciento en los primeros ocho meses del año y continúa aumentando a tasas elevadas en diversas ciudades del país como Paita, Chíncha, Huancayo, Pucallpa, Tarapoto y Arequipa.

Este crecimiento del consumo privado se reflejó a su vez en mayores importaciones de bienes de consumo duradero (que crecieron 52 por ciento en el segundo trimestre), y ventas de vehículos familiares nuevos (cuyo aumento fue de 110 por ciento en similar periodo).

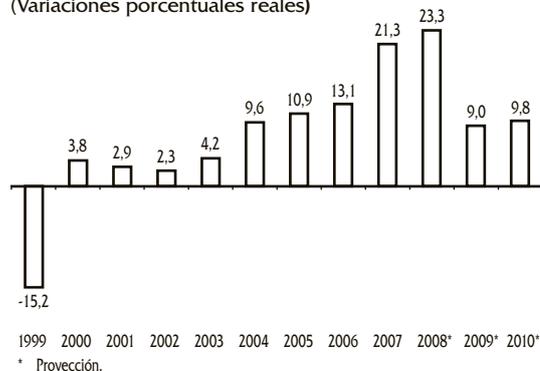
**Gráfico 13**  
**VENTAS DE VEHÍCULOS FAMILIARES NUEVOS**  
(Unidades)



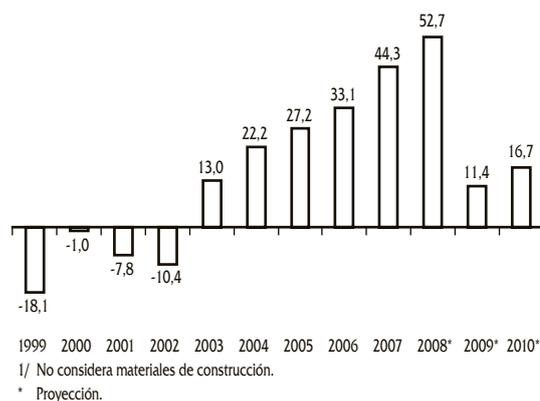
**Gráfico 14**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 15**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 16**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL**  
(Variaciones porcentuales)<sup>1/</sup>



20. Las **exportaciones** reales de bienes y servicios aumentarían 9,1 por ciento en 2008 por los mayores volúmenes previstos, tanto de productos mineros cuanto de productos no tradicionales. Para 2009, la proyección considera una menor tasa de crecimiento en un contexto de menor demanda mundial; situación que se revierte en 2010 como consecuencia del mayor acceso a mercados extranjeros a través de acuerdos comerciales y del inicio de operaciones de proyectos mineros y de hidrocarburos que impulsarían las exportaciones tradicionales.

21. Las importaciones reales de bienes y servicios crecerían a una tasa alrededor de 23 por ciento en 2008 debido al impulso de la demanda interna, en particular de la inversión, la cual ha tenido un importante impacto en la demanda de bienes de capital importados. A partir de 2009 se prevé una desaceleración de las importaciones consistente con un escenario de crecimiento del producto más moderado y de mayor incertidumbre mundial.

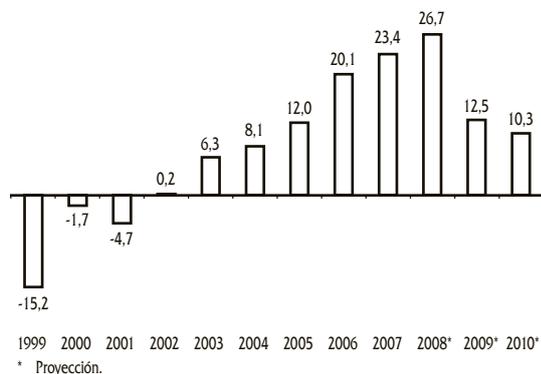
22. La **inversión privada** continúa mostrando un dinamismo similar al de años previos en un contexto de estabilidad macroeconómica y de perspectivas optimistas de la mayoría de empresas en todos los sectores productivos. Se prevé que en 2008 se registre un incremento de 26,7 por ciento, continuándose con la expansión de la capacidad productiva de la economía.

Este ritmo de crecimiento de la inversión incrementa el acervo de capital de la economía y su productividad, lo cual favorece un aumento del producto potencial para los siguientes años. Parte de este impulso proviene de proyectos entre los que destacan las obras para la exportación de gas natural de Peru LNG, los proyectos Tía María y Toromocho, la ampliación de Southern en Cujone y Toquepala, así como diversos proyectos en los sectores manufactura, comercio y electricidad, que tienen como objetivo la ampliación de la capacidad instalada para responder a los mayores niveles del mercado interno. En el sector agrícola destacan los proyectos para la modernización y equipamiento en la infraestructura de riego, y en pesca, la adecuación de equipos para el nuevo ordenamiento legal en la extracción de especies para consumo humano indirecto.

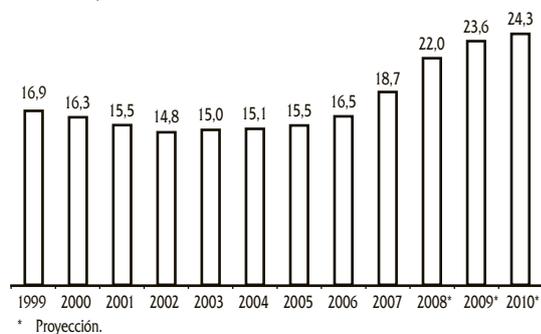
23. De acuerdo con la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP de setiembre de 2008, la productividad de las empresas ha crecido 2,8 por ciento en promedio en lo que va del año, destacando el incremento en los sectores agropecuario y pesca. Las empresas encuestadas refieren que la ganancia de productividad se debe principalmente a la capacitación del personal, renovación de maquinaria, desarrollo logístico y optimización del espacio de planta, entre otras razones.

24. Las expectativas favorables de los empresarios, las mismas que se mantienen optimistas (37 por ciento de los empresarios

**Gráfico 17**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 18**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
(Porcentaje del PBI)



**Cuadro 7**

**INCREMENTO DE LA PRODUCTIVIDAD 2008/2007 (%)**

Sector	Productividad Promedio
Agropecuario	5,0
Pesca	3,0
Minería e Hidrocarburos	1,2
Manufactura	2,8
Electricidad Agua y Gas	1,5
Construcción	2,7
Comercio	2,6
<b>Total</b>	<b>2,8</b>

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP Setiembre 2008.

esperan que la economía mejore en los próximos 3 meses), se reflejan en un elevado número de anuncios de inversión. Los montos anunciados de proyectos importantes, sumados a compromisos de inversión en concesiones, alcanzan alrededor de US\$ 35,5 mil millones para el periodo 2008-2010.

**Cuadro 8**

**PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2008 - 2010 \***  
(Millones de US\$)

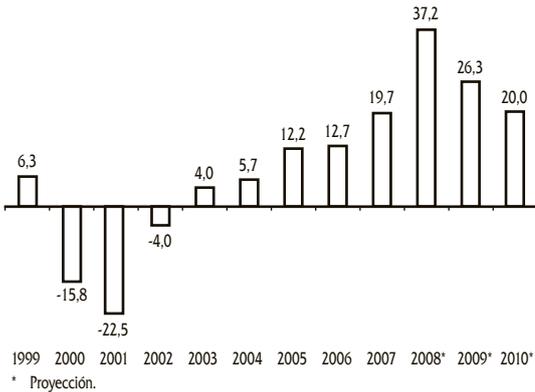
Sector	Inversión
Minería	15 377
Hidrocarburos	5 168
Electricidad	3 328
Telecomunicaciones	1 715
Industrial	4 343
Infraestructura	3 137
Agro-Industrial	752
Pesca	160
Otros Sectores	1 530
<b>Total</b>	<b>35 510</b>

\* Flujos de inversión de principales proyectos durante el periodo.  
Fuente: Informes en diarios y medios especializados.

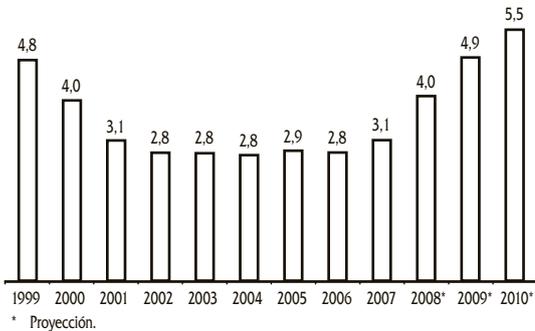
El crecimiento sostenido que viene registrando la inversión privada y la previsión para los próximos años se reflejaría en un ratio de inversión privada como porcentaje del PBI mayor a 24 por ciento en 2010, el nivel más alto desde fines de la década de los cincuenta.

Este crecimiento de la inversión privada se da en un contexto en el que los agentes económicos han elevado sus expectativas de crecimiento de la economía respecto al Reporte de mayo. Para 2008 las instituciones del sistema financiero prevén un crecimiento del PBI de 9,0 por ciento, en tanto que las empresas no financieras esperan 8,2 por ciento de crecimiento. Para 2009, las previsiones oscilan entre 7,0 y 7,2 por ciento, en tanto que para 2010 oscilan entre 6,5 y 7,0 por ciento.

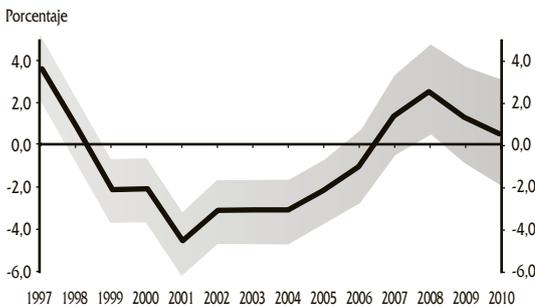
**Gráfico 19**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 20**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 21**  
**BRECHA DEL PRODUCTO**  
(Porcentaje del PBI potencial)



Nota: Brecha de producto estimada con información a setiembre 2008. El área sombreada indica la incertidumbre existente en el cálculo y proyección de la brecha del producto, y considera una desviación estándar hacia arriba y hacia abajo.

Las expectativas para 2009 se habrían estado elevando hasta agosto. Sin embargo, como consecuencia de la crisis financiera internacional, los agentes económicos han revisado su proyección a la baja.

**Cuadro 9**

**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Porcentaje)

	Encuesta realizada al:		
	RI Mayo	Agosto	Setiembre
<b>SISTEMA FINANCIERO</b>			
2008	7,8	9,0	9,0
2009	7,0	7,1	7,0
2010	6,5	6,5	6,5
<b>ANALISTAS ECONÓMICOS</b>			
2008	7,6	8,7	8,9
2009	6,6	7,2	7,0
2010	6,5	7,3	7,0
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>			
2008	8,0	8,0	8,2
2009	7,0	7,5	7,2
2010	7,0	7,0	7,0

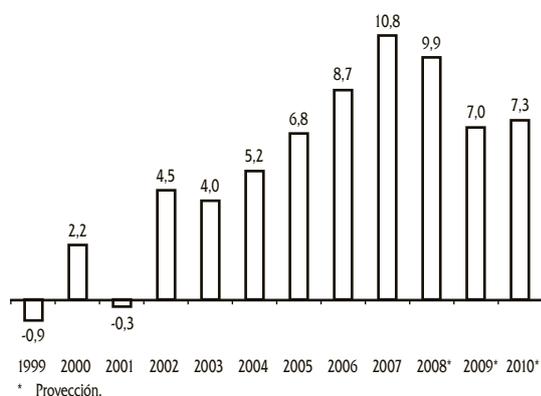
25. Se ha revisado a la baja el crecimiento de la **inversión pública** considerando los anuncios de moderación de gastos por parte de las autoridades. Al primer semestre, el gasto de inversión habría crecido en alrededor de 60 por ciento impulsado principalmente por el gasto de los gobiernos subnacionales, comparado a un primer semestre de 2007 en el que se tuvo un nivel de ejecución bastante bajo. El crecimiento de 2008 sería de 37 por ciento mientras que para los años 2009-2010 se tendrían aumentos que superan el 20 por ciento.

26. Se mantiene la perspectiva de que el crecimiento del **PBI potencial** se ubique en el rango de 7,0 a 7,5 por ciento durante los próximos años, sustentado en proyectos de inversión comprometidos o que están en plena ejecución, en la medida que el escenario de incertidumbre internacional no lleve a un deterioro mayor y prolongado de la perspectiva de crecimiento en el mediano plazo.

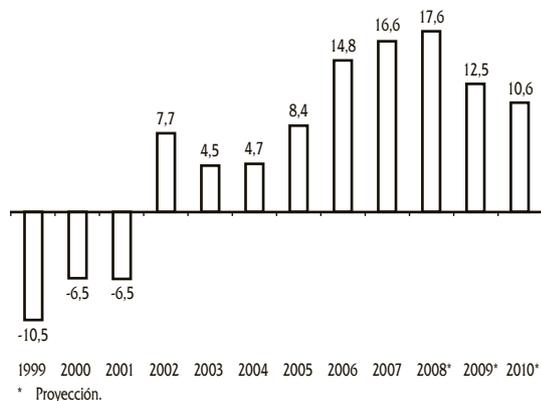
En la proyección, los factores que permiten sostener el crecimiento del PBI potencial son la acumulación de capital físico derivado de las inversiones y el mantenimiento de tasas de crecimiento de la productividad del orden de 2-3 por ciento, como la estimada en el Reporte de Inflación de mayo.

Para el año 2008, se estima que el nivel del PBI se mantiene por encima del PBI potencial y que durante el horizonte de proyección el PBI irá convergiendo paulatinamente a su nivel potencial, como consecuencia del deterioro del contexto internacional, una posición fiscal más neutral y de una política monetaria que busca el retorno gradual de la inflación hacia la meta de 2 por ciento.

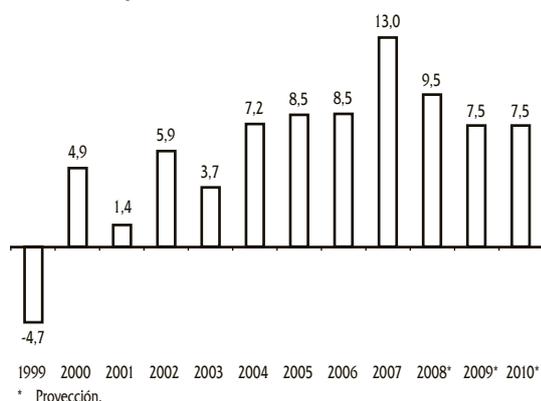
**Gráfico 22**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 23**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 24**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA**  
(Variaciones porcentuales reales)



## Producción sectorial

27. Los **sectores no primarios** reflejaron el importante impulso de la demanda interna durante el primer semestre de 2008. Destaca el dinamismo del sector construcción como respuesta a la mejora en los ingresos provenientes de los mayores niveles de empleo y a la ejecución de proyectos de vivienda de bajo costo como los promovidos por el Fondo Mivivienda. También influyó en este crecimiento la realización de obras viales, la modernización de infraestructura concesionada y la ejecución de proyectos principalmente mineros.

La manufactura no primaria creció 10,4 en el primer semestre impulsada por la mayor producción de materiales de construcción, de bienes de consumo masivo y de aquellos demandados por proyectos mineros y energéticos. Las actividades agroexportadoras también generaron un impulso adicional en la producción de materiales de embalaje en madera, plástico y vidrio.

Para 2009 se proyecta una desaceleración en los sectores no primarios debido a un entorno internacional más incierto y a la reducción esperada en los términos de intercambio, la cual desaceleraría a su vez el crecimiento del consumo privado. No obstante, se espera retomar el dinamismo a partir del 2010 acorde con la recuperación de las economías de nuestros principales socios comerciales. En este contexto, los sectores construcción y manufactura no primaria liderarían la recuperación.

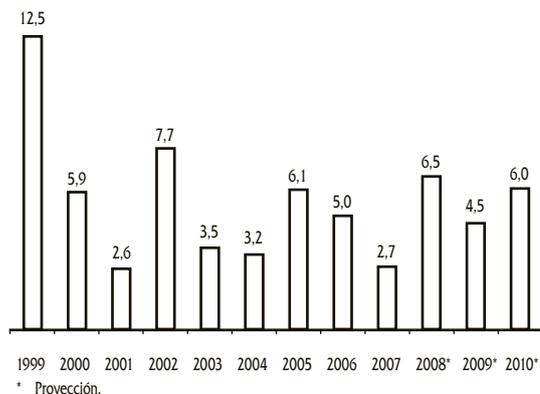
## Cuadro 10

**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2007	2008*		2009*		2010*	
		RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08	RI May.08	RI Set.08
<b>Agropecuario</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>
Agrícola	2,0	2,4	5,9	5,0	3,6	5,0	3,9
Pecuario	5,3	3,5	4,0	3,6	3,3	3,6	3,6
<b>Pesca</b>	<b>6,9</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>2,7</b>	<b>5,2</b>	<b>8,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>12,1</b>	<b>9,6</b>
Minería metálica	1,7	5,1	8,6	4,8	5,1	3,5	3,7
Hidrocarburos	6,5	6,0	5,3	8,2	8,2	94,5	67,7
<b>Manufactura</b>	<b>10,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>
Procesadores de recursos primarios	0,4	6,8	7,5	4,8	5,0	4,7	4,7
Manufactura no primaria	13,0	10,4	9,5	8,5	7,5	8,2	7,5
<b>Electricidad y agua</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
<b>Construcción</b>	<b>16,6</b>	<b>18,0</b>	<b>17,6</b>	<b>11,0</b>	<b>12,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
<b>Comercio</b>	<b>9,7</b>	<b>8,2</b>	<b>11,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>9,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
<b>Primario</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>
<b>No Primario</b>	<b>10,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

**Gráfico 25**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES PRIMARIOS**  
 (Variaciones porcentuales reales)



28. En el primer semestre de 2008 los **sectores primarios** registraron un crecimiento superior al del primer semestre del año anterior. Este resultado responde a un mayor dinamismo de la minería, debido a la expansión generalizada en la producción de todos los metales, especialmente a las mejores leyes de cobre en el caso de Antamina y a la puesta en marcha del proyecto de sulfuros primarios de Cerro Verde, así como a la mayor extracción de oro por parte de Yanacocha, luego de la culminación y puesta en operación del proyecto de molino de oro.

La evolución favorable del sector agropecuario en el primer semestre responde principalmente a la mayor producción para el mercado externo y agroindustrial en cultivos como café, caña de azúcar, espárragos y mango, así como una mayor producción de carne de ave. La producción para el mercado interno estuvo afectada por la alta variabilidad de las condiciones climáticas que afectaron principalmente los cultivos de la sierra, como maíz amiláceo, y retrasaron las cosechas de arroz y papa.

Para los siguientes años se prevé un escenario normal en las condiciones climáticas para la producción agrícola y el inicio de operaciones de proyectos mineros y de hidrocarburos.

El crecimiento del sector agropecuario se sustentaría, entre otros productos, en la caña de azúcar debido a la puesta en marcha de proyectos de inversión que amplían las áreas de cultivo y consideran un mejor manejo en las paradas por mantenimiento, que en años anteriores afectaron la disponibilidad de la materia prima. La producción de café descenderá después de completar un ciclo natural de crecimiento. La producción de arroz se beneficiaría de la abundante disponibilidad de agua en reservorios con que se cuenta en la actualidad.

En el crecimiento del sector pesca se ha supuesto que no hay alteraciones climáticas significativas y dada la aprobación tentativa del Límite Máximo de Captura por Embarcación (LMCE) para la anchoveta, el crecimiento estaría sustentado en la extracción para conservas y productos congelados, considerando además el efecto de mayor eficiencia derivado de fusiones y adquisiciones en el sector, realizadas en 2007 y 2008, así como las nuevas inversiones para procesamiento de pescado para consumo humano.

En el caso de la minería, se considera la operación a plena capacidad de Cerro Corona en 2009, así como un nivel estable de producción de oro de Yanacocha.

Para 2010 se espera el inicio de operaciones de los proyectos de cobre, como Tía María de Southern. Asimismo, el proyecto de gas del Lote 56 (Pagoreni) de Camisea II, que actualmente produce líquidos de gas natural y que a partir de 2010 producirá y exportará gas natural licuefactado.

---

## RECUADRO 2 PROBLEMAS EN EL ABASTECIMIENTO ELÉCTRICO: 2008- 2018

### El corto plazo (2008-2010)

Entre los años 2000 al 2007, la demanda máxima por potencia eléctrica registró un crecimiento acumulado de 49 por ciento mientras que la oferta de potencia efectiva creció 25 por ciento. Como consecuencia, el margen de reserva se redujo de 55 a 30 por ciento entre 2000 y 2007 y se estima que a diciembre de este año se encuentre en alrededor de 10 por ciento, en tanto que el margen recomendado es de al menos 20 por ciento.

Adicionalmente, en la actualidad existen restricciones de oferta que contribuyen a disminuir el margen de reserva, tales como:

Limitantes en la generación hidroeléctrica. La capacidad de generar electricidad de origen hídrico disminuye estacionalmente entre mayo y noviembre de cada año por efecto de la temporada anual de estiaje. Sin embargo, en el presente año esta disminución ha sido más restrictiva que en los años anteriores. Así, la reserva hídrica útil para generación eléctrica del periodo enero-julio 2008 es menor en 16 por ciento que el promedio registrado en el mismo periodo de 2007 y es similar a la del año 2005 (la segunda menor reserva hídrica del periodo 2003-2007).

Limitantes en la generación térmica. La capacidad de generación térmica está restringida actualmente por la capacidad de transporte del gas natural de Camisea a Lima. Esta última asciende actualmente a 293 millones de pies cúbicos diarios (MMPCD), de los cuales aproximadamente 200 MMPCD se destinan a las generadoras eléctricas y el resto de usuarios completan la capacidad total del ducto. Actualmente la capacidad total de generación de las generadoras eléctricas es de 1 200 MW, sin embargo la restricción de consumo sólo permite que operen al 70 por ciento de su capacidad total y no pueden incrementar su producción debido a que no existe mayor oferta efectiva de gas.

En este contexto, Transportadora de Gas del Perú -TGP-, concesionaria del ducto de gas, proyecta una ampliación de la capacidad del ducto a 380 MMPCD para agosto de 2009 y una segunda ampliación hasta 450 MMPCD para diciembre del mismo año. Sin embargo, dado que se proyecta instalar nuevas centrales térmicas a gas natural por 590 MW en los próximos dos años, la demanda potencial por gas natural por parte de las generadoras eléctricas se elevaría a 430 MMPCD. Así, la capacidad del ducto de gas podría continuar representando una limitante para el aumento de la oferta eléctrica aún después de concluidos estos trabajos de ampliación.

El crecimiento de la demanda eléctrica en presencia de estas dos limitantes viene ocasionando un incremento significativo de los costos marginales a niveles máximos históricos, como el de US\$ 236 MWh registrado en julio y, adicionalmente, ha elevado significativamente el riesgo de corte eléctrico por fallas de centrales o aceleración de la demanda.

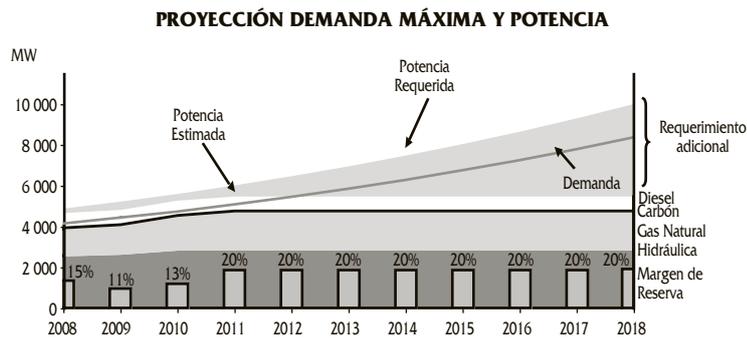
Asumiendo un crecimiento de 7 por ciento en los próximos dos años y un estiaje igual al observado como promedio en el periodo 2003-2007, se espera que en el 2009 y 2010 se registren condiciones similares a las actuales en términos de margen de reserva, costos marginales y riesgo de falla.

En este sentido, tanto un crecimiento más alto como un estiaje más severo incrementarían significativamente el riesgo de falla, sobre todo entre mayo y noviembre. En términos prácticos, la suspensión del suministro de una sola central de 200 MW podría generar racionamiento transitorio en horas punta durante estos meses.

### El largo plazo (2008-2018)

En el largo plazo, se estima que el requerimiento adicional de potencia eléctrica consistente con el crecimiento potencial de la economía durante el decenio 2008-2018 asciende a 5 500 MW, lo que implica un crecimiento promedio anual de la oferta eléctrica del orden de 550 MW.

---



Nota: Balance oferta - demanda promedio de cada año. A partir de 2011 se aplica como supuesto la tasa de crecimiento potencial de la economía (7,5% en promedio), mientras que para los años anteriores se aplica un escenario de demanda media (9% para el 2008 y 7% para el 2009 y 2010). La potencia requerida es la potencia adicional necesaria (en MW) para alcanzar un margen de reserva de 20%. Bajo el supuesto de ampliación del ducto de gas natural y según los compromisos de nuevas inversiones térmicas, se incorporan 320 MW para el 2009 y 215 MW para el año 2011; correspondiente a la oferta potencial de las centrales Kallpa, Chilca I, Oquendo y Santa Rosa.

Entre 2008 y 2010 existen planes de obras de generación (incluidos en el Programa de Obras del último proceso de fijación de tarifas en barra llevado a cabo por Osinergmin) por 826 MW, por lo que es aún necesaria la ejecución de proyectos por 4 700 MW hacia el 2018. Sin embargo, no existe certeza sobre la ejecución de proyectos adicionales de inversión en generación, lo que incrementa significativamente el riesgo de insuficiencia eléctrica en el largo plazo.

Actualmente se presentan dos factores que no generan el marco óptimo para la inversión en generación eléctrica: i) desincentivos generales a la inversión en generación eléctrica, debido a precios regulados significativamente menores que los costos marginales (durante los últimos 4 años, el costo marginal promedio supera en 105 por ciento a la tarifa regulada promedio) y licitaciones declaradas desiertas frecuentemente debido a precios máximos definidos por el ente regulador menores a las ofertas de los postores y ii) desincentivos a la inversión hidroeléctrica, asociadas a una rentabilidad de proyectos hidroeléctricos inferior a la de proyectos térmicos por el mayor monto de la inversión inicial hidroeléctrica que no es compensado con un menor costo variable.

### Recomendaciones de Política

En el balance, las políticas orientadas al sector eléctrico deben fijar dos objetivos principales: en el corto plazo, garantizar el suministro irrestricto de electricidad y, en el largo plazo, garantizar un crecimiento de la oferta consistente con el de la demanda.

Actualmente se vienen implementando algunas medidas para lograr el objetivo de corto plazo: a) la expansión del ducto de red principal a 450 MMPCD a finales de 2009 y se viene evaluando el empleo transitorio y parcial del ducto para la exportación de gas para garantizar el uso doméstico, b) el alquiler de plantas de generación y compra de equipos menores de emergencia, y c) redistribución del consumo de gas hacia clientes eléctricos en caso de racionamiento. Dado que estas medidas implican costos directos, garantizar el suministro eléctrico implica distribuir estos costos entre el Estado, generadoras, consumidores de gas y usuarios eléctricos.

En el largo plazo, las medidas de política recomendadas se orientan a tres aspectos: i) mejora del esquema de formación de precios de generación, ii) promoción de la inversión hidroeléctrica y iii) medidas complementarias para garantizar el abastecimiento eléctrico.

Con respecto al esquema de formación de precios, se requiere fundamentalmente tarifas que remuneren óptimamente los costos de inversión y los costos marginales. Así, se podría evaluar: i) la flexibilización de la intervención administrativa en las licitaciones y ii) reducir la disparidad entre la tarifa en barra y los costos marginales efectivos. Al respecto, si bien el alza de las tarifas eléctricas reduce el bienestar del consumidor en el corto plazo, podría tener efectos positivos en el largo plazo al señalar oportunidades de inversión y evitar situaciones de desabastecimiento.

De otro lado, el patrón reciente de la inversión en generación hidroeléctrica y térmica sugiere que son necesarias medidas dirigidas a: i) disminuir el diferencial de rentabilidad entre estas tecnologías (podría considerarse una remuneración adicional a la potencia de origen hídrico, la concesión activa de proyectos, reducción de costos de transacción, aplicación de un impuesto al gas para consumo eléctrico); ii) inversión pública en hidroeléctricas (APP u otra modalidad) y iii) facilitar el acceso al recurso hídrico (e.g. intensificación en el uso de presas y construcción de nuevos reservorios).

Finalmente, son fundamentales medidas adicionales orientadas a: i) ampliar el sistema de transporte de gas para el consumo interno a una capacidad no menor a 1 500 MMPCD al 2018; ii) continuar el proceso de concesión de redes de transmisión e; iii) intensificar la promoción a la exploración de gas natural y la inversión en tecnología eficiente (ciclo combinado de gas) y generación con energía renovable.

### RECUADRO 3

#### MÉTODOS DE ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI POTENCIAL

El producto potencial es el flujo de PBI que puede ser sostenido por una economía en el mediano y largo plazo sin causar mayor inflación. Los periodos en los que el PBI permanece por encima del nivel potencial tienden a generar presiones inflacionarias alcistas, y periodos donde el PBI se mantiene por debajo del potencial inducen presiones inflacionarias a la baja.

Es por ello que la brecha entre el PBI y su nivel potencial constituye uno de los determinantes de la inflación que el BCRP monitorea continuamente con fines de política monetaria<sup>1</sup>. Otros componentes de la inflación son, por ejemplo, la inflación importada, los costos de producción, las expectativas y la inercia inflacionaria.

Es importante recordar que la variable observable es el PBI total en cada periodo. Sin embargo, a partir de las estadísticas de cuentas nacionales, no es posible conocer directamente cuánto del PBI medido es PBI potencial (no inflacionario) y cuánto es brecha (potencialmente inflacionaria). Estas dos últimas son variables que en la literatura económica se conocen como variables “no observables” pero que pueden ser estimadas a partir de técnicas econométricas generalmente aceptadas.

$$\begin{array}{ccc}
 PBI = PBI^{potencial} + brecha\ del\ producto & & \\
 \downarrow & \underbrace{\hspace{10em}} & \\
 observable & & No\ observables
 \end{array}$$

Existen diversos métodos para determinar la evolución del PBI potencial y la brecha a partir del PBI observado. En el BCRP se utilizan los siguientes:

1. **El método de la función de producción:** Se establece una función de producción para la economía en términos de factores productivos (capital y trabajo) y de la productividad total de dichos factores. El capital crece de acuerdo con la evolución de la inversión y el trabajo depende de la dinámica futura de la población económicamente activa. Adicionalmente, se toma en cuenta un modelo econométrico que explique el comportamiento de la productividad total de los factores en términos de posibles variables explicativas como el crecimiento de los términos de intercambio o la aceleración de la inversión. Según este método, el aumento de los términos de intercambio y el aumento en la tasa de crecimiento de la inversión observados en estos años explican una ganancia de productividad que sustenta parte del incremento del crecimiento del PBI potencial.

<sup>1</sup> En el recuadro No. 9 del Reporte de Inflación de setiembre de 2006 se explica la conexión entre la estimación de la brecha del producto y la política monetaria.

2. **Brecha de producto consistente con un modelo de inflación:** De acuerdo con este método, se postula una ecuación de comportamiento de inflación<sup>2</sup> que depende de varios componentes incluyendo una brecha por estimar. Asimismo, se asume que el producto se descompone en producto potencial y brecha. En todo momento se observa el producto y la inflación pero no la brecha que está detrás de ambos indicadores. Utilizando el método esbozado en Llosa y Miller (2005) para el caso del Perú, se extrae una brecha de producto consistente con ambas variables observadas. De acuerdo con este método, un aumento de inflación que no esté explicado por factores como la inflación importada, el tipo de cambio o la inflación de alimentos, tendría que ser explicado por la brecha del producto.
3. **Métodos estadísticos:** Diversos métodos estadísticos permiten descomponer una serie estadística entre un componente de tendencia (PBI potencial) y un componente cíclico (brecha de producto). Rodríguez (2007) provee estimaciones de ciclo y tendencia para el caso peruano utilizando algunos de estos métodos. A diferencia de las metodologías anteriores, donde se toma en cuenta la presencia de factores fundamentales, estos métodos se basan solamente en el estudio de las propiedades estadísticas de la serie temporal del PBI.

El método de la función de producción permite contabilizar los factores subyacentes que están detrás del crecimiento sostenible del PBI. Así, a partir de esta década se observa un incremento sustancial del crecimiento de la productividad total de factores (PTF) así como del crecimiento del acervo de capital. Se observa que hacia el 2010, la tasa de crecimiento del capital puede alcanzar hasta 4,1 por ciento como resultado del crecimiento de la inversión bruta fija de dos dígitos observado en 2007 (23 por ciento) y de la evolución de esta variable que se espera en la proyección.

La tasa de crecimiento del PBI potencial estimada para el periodo de proyección se ubica en alrededor de 7 por ciento. Los factores que intervienen en esta tasa de crecimiento son principalmente el capital, que contribuye con un poco más de la mitad en esta tasa de crecimiento, el factor trabajo que aporta un punto porcentual, y el aumento de la productividad total de factores, que contribuye con cerca de 3 puntos del crecimiento. El sostenimiento de estas tasas de crecimiento depende crucialmente del aumento de la inversión y de las ganancias de productividad adicionales que se puedan dar en los siguientes años.

#### Referencias

Llosa, G. y S. Miller, (2005) "Usando información adicional en la estimación de la brecha producto en el Perú: Una aproximación multivariada de componentes no observados", Documento de Trabajo No. 2005-004, Banco Central de Reserva del Perú. (Reproducido en *The Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics Bulletin* No. 20, abril 2005).

Rodríguez, G. (2007), "Application of Three Alternative Approaches to Identify Business Cycles in Peru", Documento de Trabajo No. 2007-007, Banco Central de Reserva del Perú.

---

2 Esta ecuación es también conocida como Curva de Phillips Neo-Keynesiana.

---

### III. Balanza de Pagos

*La cuenta corriente registró un déficit durante el primer semestre del año, reflejo del alto crecimiento de la demanda interna y de los mayores precios que han afectado nuestras importaciones, derivados del alza en las cotizaciones internacionales de alimentos y combustibles. Respecto a la evolución de la demanda interna, ha sido importante el crecimiento de la inversión, en la medida que ésta se ha traducido en un fuerte aumento de las importaciones de bienes de capital, las cuales tienen un impacto positivo sobre la capacidad de producción futura de la economía.*

*Para los años 2009 y 2010 se proyecta que la cuenta corriente continuará siendo deficitaria considerando los efectos de la crisis financiera internacional sobre los términos de intercambio y sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales. Ello afectaría la demanda por nuestras exportaciones, principalmente de productos no tradicionales. Por su parte, la tendencia creciente de la inversión privada, considerando los niveles de ahorro interno, requerirá ser financiada en parte con ahorro externo.*

#### Cuenta corriente

29. En el **primer semestre de 2008** la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 3,8 por ciento del PBI, frente a un superávit de 0,9 por ciento del PBI en igual periodo de 2007. Ello se explicó por el menor superávit comercial, asociado a la expansión de la demanda interna, y a los mayores egresos asociados a la renta de factores (principalmente utilidades de empresas extranjeras).
30. Para el segundo semestre del año se prevé un deterioro de las condiciones externas, caracterizado por una alta incertidumbre y una gran volatilidad de los mercados financieros y de *commodities*, que ha llevado a que se revise hacia la baja los estimados de nuestros términos de intercambio. Se prevé un menor aumento de los precios de exportaciones (5 puntos porcentuales por debajo de lo esperado en mayo) principalmente por las menores cotizaciones de cobre y zinc.

**Cuadro 11**

**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>464</b>	<b>1 516</b>	<b>-2 495</b>	<b>-1 549</b>	<b>-4 222</b>	<b>-4 024</b>	<b>-4 143</b>	<b>-4 299</b>	<b>-4 572</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,9</i>	<i>1,4</i>	<i>-3,8</i>	<i>-1,1</i>	<i>-3,2</i>	<i>-2,7</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,7</i>	<i>-3,0</i>
1. Balanza comercial	3 783	8 356	2 381	6 352	3 648	3 120	27	3 027	-441
a. Exportaciones	12 488	27 956	16 185	33 407	32 527	35 205	29 712	38 677	32 930
b. Importaciones	-8 705	-19 599	-13 804	-27 055	-28 879	-32 085	-29 685	-35 651	-33 371
2. Servicios	-514	-928	-855	-1 668	-1 786	-1 737	-1 472	-1 805	-1 591
3. Renta de factores	-3 961	-8 408	-5 381	-9 030	-8 939	-8 424	-5 511	-8 805	-5 560
4. Transferencias corrientes	1 156	2 495	1 360	2 797	2 855	3 018	2 814	3 284	3 020
Remesas del exterior	985	2 131	1 184	2 374	2 454	2 585	2 400	2 840	2 596
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>3 789</b>	<b>8 898</b>	<b>10 324</b>	<b>9 549</b>	<b>10 222</b>	<b>5 924</b>	<b>4 343</b>	<b>5 299</b>	<b>4 772</b>
<i>Del cual:</i>									
1. Sector privado	3 644	9 002	6 714	9 628	11 343	6 883	5 579	6 814	5 671
2. Sector público	-742	-2 473	-1 490	-2 985	-1 432	-252	-662	-552	-656
3. Capitales de corto plazo	607	2 030	3 543	1 558	106	-989	-394	-1 122	-48
<b>III. FLUJO DE RIN (=I+II)</b>	<b>4 253</b>	<b>10 414</b>	<b>7 830</b>	<b>8 000</b>	<b>6 000</b>	<b>1 900</b>	<b>200</b>	<b>1 000</b>	<b>200</b>
Memo:									
Saldo de Reservas internacionales	21 528	27 689	35 519	35 689	33 689	37 589	33 889	38 589	34 089
RIN/PBI (%)	21,7%	25,4%	29,3%	26,4%	25,8%	25,4%	24,6%	24,1%	22,4%

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

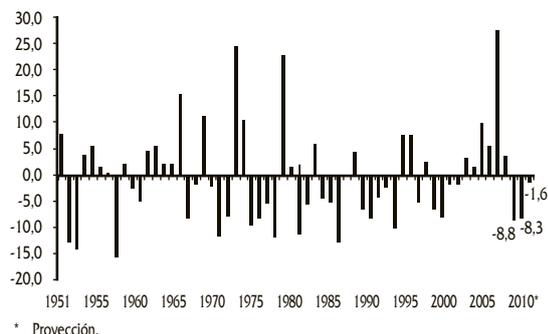
Esto sería parcialmente compensado por menores precios de importaciones, particularmente de combustibles y alimentos. Adicionalmente al efecto de deterioro de términos de intercambio se estima un crecimiento del volumen de importaciones de 25 por ciento para el año, lo cual llevaría a que el déficit de cuenta corriente se eleve a 3,2 por ciento del producto respecto al déficit de 1,1 por ciento previsto en el Reporte de Mayo.

Este endurecimiento de las condiciones de la economía mundial continuaría afectando el volumen de comercio durante los años **2009 y 2010**, incidiendo en una caída en la demanda por nuestros productos de exportación, menores términos de intercambio y una reducción del flujo de remesas enviadas a nuestro país. Como resultado se proyectan déficit de cuenta corriente de 3,0 por ciento del PBI en 2009 y 2010. La necesidad de ahorro externo estaría más que compensada por flujos de capitales privados, particularmente de largo plazo asociados en gran medida al desarrollo de proyectos de inversión en diversos sectores de la actividad productiva.

**Términos de Intercambio**

*Para 2008, los términos de intercambio se reducirían 8,8 por ciento, como resultado del incremento de 18,0 por ciento en los precios de importación, en particular del petróleo y alimentos (trigo, maíz*

**Gráfico 26**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Variaciones porcentuales)



y arroz). Los precios de las exportaciones, por su parte, tendrían un crecimiento promedio anual de 7,6 por ciento. Estas proyecciones se realizan en una coyuntura de alta incertidumbre acerca de los efectos reales de la crisis financiera internacional.

31. El incremento en los precios de las importaciones y exportaciones se explica por la evolución observada durante los primeros 7 meses del año (en julio, el cobre se cotizó por encima de US\$ 4 la libra y el petróleo tuvo un nivel récord de US\$ 145,3 el barril). Sin embargo, a partir de julio, los precios de los *commodities* han tenido una significativa corrección a la baja, particularmente en octubre, en línea con las expectativas de desaceleración del crecimiento mundial en un contexto de agravamiento de la crisis financiera.

Se estima que, a los precios vigentes, para los años 2009 y 2010 los términos de intercambio disminuirán 8,3 y 1,6 por ciento, respectivamente.

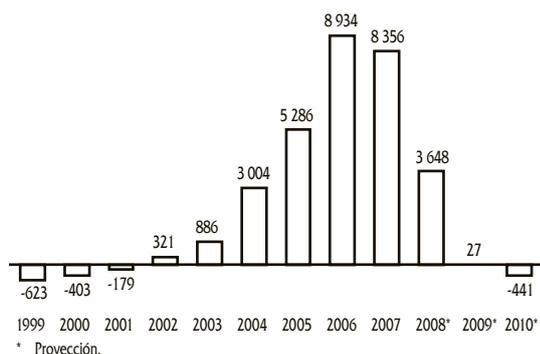
**Cuadro 12**

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, PRECIOS DE EXPORTACIONES Y PRECIOS DE IMPORTACIONES**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2010*
<b>Índices (1994=100)</b>												
Términos de intercambio	89,6	88,0	86,5	90,8	90,9	99,5	105,1	133,9	138,8	126,6	116,0	114,1
Precios de exportaciones	95,1	98,4	93,6	96,5	105,4	129,3	151,1	206,9	235,7	253,8	221,2	221,9
Precios de importaciones	106,1	111,7	108,2	106,3	115,9	130,0	143,8	154,5	169,9	200,5	190,6	194,5
<b>Var%</b>												
Términos de intercambio	-8,1	-1,8	-1,7	5,0	0,1	9,5	5,6	27,4	3,6	-8,8	-8,3	-1,6
Precios de exportaciones	-7,7	3,5	-4,9	3,2	9,2	22,7	16,8	36,9	14,0	7,6	-12,8	0,3
Precios de importaciones	0,5	5,3	-3,2	-1,7	9,0	12,1	10,6	7,4	10,0	18,0	-4,9	2,0

\* Proyección.

**Gráfico 27**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)



**Balanza comercial**

32. A lo largo del horizonte de proyección se observaría un deterioro de la balanza comercial, que sería negativa en US\$ 0,4 mil millones en 2010. Esta evolución se explica por la desaceleración de la actividad económica de nuestros socios comerciales y su impacto sobre las exportaciones, principalmente no tradicionales; así como por el menor precio de los metales, principalmente cobre y zinc. No obstante, el déficit comercial sería atenuado en 2010 por el inicio de operaciones del proyecto del gas de Camisea para el mercado externo y por la recuperación de la demanda mundial.

**Cuadro 13**

**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>12 488</b>	<b>27 956</b>	<b>16 185</b>	<b>33 407</b>	<b>32 527</b>	<b>35 205</b>	<b>29 712</b>	<b>38 677</b>	<b>32 930</b>
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	9 587	21 493	12 454	25 750	24 512	26 276	21 179	28 285	23 194
Productos no tradicionales	2 827	6 288	3 630	7 467	7 781	8 731	8 328	10 185	9 517
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>8 705</b>	<b>19 599</b>	<b>13 804</b>	<b>27 055</b>	<b>28 879</b>	<b>32 085</b>	<b>29 685</b>	<b>35 651</b>	<b>33 371</b>
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	1 424	3 191	2 076	4 126	4 382	4 926	4 753	5 831	5 203
Insumos	4 573	10 416	7 456	14 659	14 969	16 921	14 318	17 635	15 776
Bienes de capital	2 663	5 885	4 220	8 154	9 418	10 121	10 500	12 064	12 276
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>3 783</b>	<b>8 356</b>	<b>2 381</b>	<b>6 352</b>	<b>3 648</b>	<b>3 120</b>	<b>27</b>	<b>3 027</b>	<b>-441</b>

Nota: Var %

Exportaciones	19,3	17,5	29,6	19,5	16,4	5,4	-8,7	9,9	10,8
Importaciones	24,0	31,8	58,6	38,0	47,3	18,6	2,8	11,1	12,4
Índice de volumen de exportaciones	2,2	3,1	10,3	5,8	8,9	7,2	7,4	12,2	8,6
Índice de volumen de importaciones	22,1	19,8	48,8	14,6	25,1	16,1	8,2	10,3	10,2

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

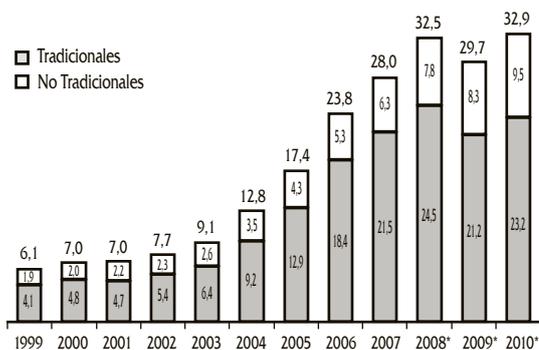
**Exportaciones**

33. En el **primer semestre de 2008** las exportaciones crecieron 30 por ciento, siguiendo la tendencia reciente asociada a la mayor diversificación de productos y acceso a nuevos mercados para los productos no tradicionales. Destacaron los aumentos en las exportaciones tradicionales como cobre y oro, y de productos agropecuarios, textiles y químicos en los no tradicionales.

El valor de las exportaciones disminuiría en **2009** debido a la caída prevista en las cotizaciones de los productos tradicionales y a la menor demanda por productos no tradicionales inducida por la desaceleración económica en Estados Unidos, en la Unión Europea y en Japón, los cuales en conjunto representan alrededor del 46 por ciento de nuestras exportaciones de bienes. Ello afectaría principalmente a las exportaciones de productos textiles, cuyo principal mercado es Estados Unidos (las exportaciones textiles a dicho país crecieron 7 por ciento en 2006, pero se han desacelerado a una tasa de 1 por ciento en los primeros ocho meses de 2008).

En **2010** se recuperarían las exportaciones debido a la entrada en operación de Camisea II y varios proyectos mineros (Tía María, la ampliación de Southern, entre otros) que elevarían las exportaciones tradicionales. Por su parte, las exportaciones no tradicionales se recuperarían en línea con las previsiones de crecimiento mundial y por la continua diversificación de

**Gráfico 28**  
**EXPORTACIONES DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



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

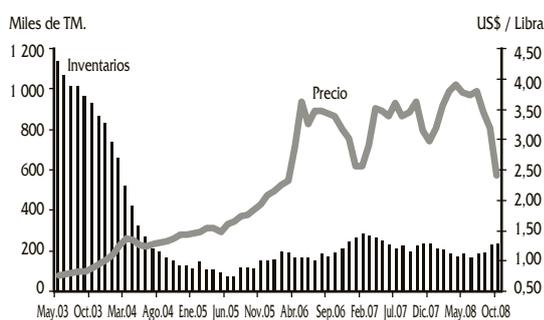
\* Proyección.

mercados, tendencia que se acentuaría dado el contexto internacional que se observaría en 2009.

Debido a la profundización de la crisis internacional y su impacto sobre la demanda mundial de materias primas, los precios de los principales metales básicos se vienen corrigiendo a la baja desde julio de 2008. Por su parte, el precio del oro, en un contexto de mayor aversión al riesgo y de incertidumbre, mantiene su atractivo como activo de refugio, lo que ha permitido el sostenimiento de su precio.

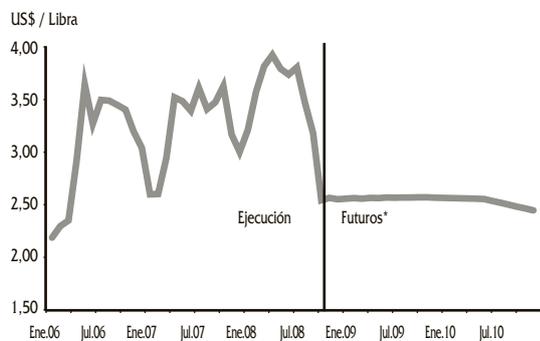
### Cobre

**Gráfico 29**  
**INVENTARIOS Y PRECIO DEL COBRE**



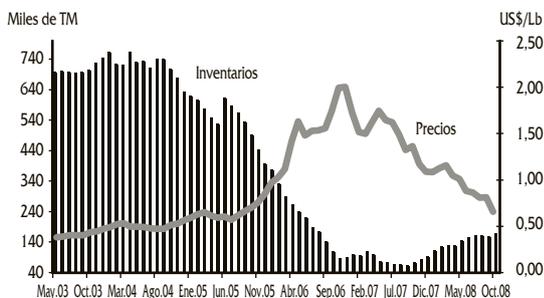
Fuente: Bloomberg, London Metal Exchange, COMEX y Bolsa de Metales de Shanghai.

**Gráfico 30**  
**COBRE: PRECIO SPOT Y FUTURO**



\* Promedio de los últimos 15 días al 16 de octubre de 2008.

**Gráfico 31**  
**INVENTARIOS Y PRECIO DEL ZINC**



Fuente: Bloomberg, London Metal Exchange

34. Comparado con diciembre de 2007, el precio del cobre ha caído durante 2008 en alrededor de 35 por ciento (la cotización promedio al 22 de octubre alcanzó US\$ 1,94 por libra). Sin embargo, la evolución del precio fue bastante volátil durante el año, distinguiéndose tres periodos (i) uno de aumento de precios entre enero-abril con una variación de 33 por ciento (ii) un periodo de alta volatilidad (abril-junio), alcanzando una cotización máxima de US\$ 4,07 por libra y (iii) un periodo de caída de precios entre julio y octubre (37 por ciento).

La disminución de precios desde inicios de julio obedeció a las expectativas de menor demanda mundial, en particular en los sectores automotor y construcción de Estados Unidos, Europa y Japón, y al aumento de los inventarios en las bolsas de metales. En las últimas semanas, la tendencia a la baja en el precio fue más acentuada y sólo parcialmente atenuada por problemas de producción en Indonesia (mina Grasberg) y Chile (mina La Escondida). En el horizonte de proyección el precio promedio del cobre se ubicaría entre US\$ 2,40 y US\$ 2,60 por libra.

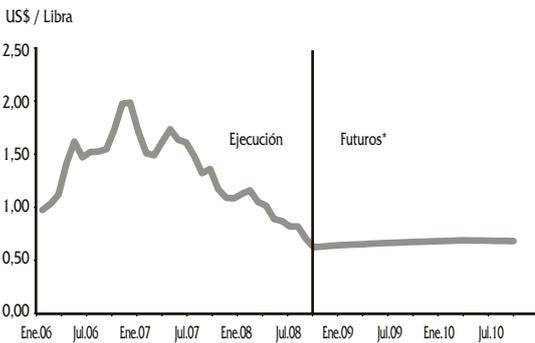
### Zinc

35. La cotización del zinc ha caído 50 por ciento en lo que va de 2008, llegando a US\$ 0,51 por libra al 22 de octubre. Ello refleja, además de los temores de desaceleración mundial, el holgado balance entre oferta y demanda de este metal básico.

Información al primer semestre del año indica que la oferta de concentrados de zinc aumentó 10 por ciento respecto al mismo periodo de 2007 debido a la mayor producción en Australia, Bolivia, China y Perú. En tanto, la producción de refinados de zinc se incrementó 3,2 por ciento debido a la mayor oferta de China, India, Japón y Corea.

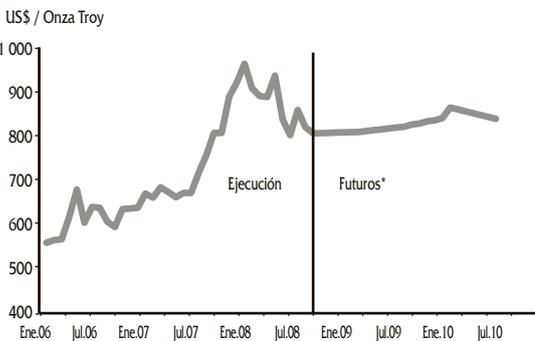
Por el lado de la demanda tampoco se observan presiones sobre los precios; ésta aumentó 2,1 por ciento principalmente porque China pasó de exportador neto (121 mil TM) a importador neto (28 mil TM) de zinc. Mientras que en Europa, por el contrario, se observó una disminución de 7,8 por ciento en el uso de este metal (Francia, Alemania e Italia). En Estados Unidos y Japón la

**Gráfico 32**  
**ZINC: PRECIO SPOT Y FUTURO**



\* Al cierre del 16 de octubre de 2008.

**Gráfico 33**  
**ORO: PRECIO SPOT Y FUTURO**



\* Al cierre del 16 de octubre de 2008.

demanda fue similar a la del correspondiente periodo de 2007. Se proyecta que en los próximos dos años el precio promedio del zinc se ubicaría entre US\$ 0,6 y US\$ 0,7 por libra.

**Oro**

36. Hasta el 8 de octubre, la cotización del oro mostró un incremento de 9,6 por ciento con respecto a diciembre de 2007, llegando a US\$ 916 por onza troy (luego empezó a caer hasta llegar el 22 de octubre a US\$ 744). Hasta marzo de este año, la cotización mostró una sostenida tendencia al alza, alcanzando un nivel récord de US\$ 1 011 por onza debido al incremento de la incertidumbre y la turbulencia de los mercados financieros internacionales que elevaron la aversión al riesgo, la depreciación del dólar, las presiones inflacionarias y los altos precios del petróleo.

A partir de abril, el precio del oro empezó a corregir a la baja, hasta llegar a US\$ 741,8 por onza en la primera semana de setiembre. Esto se dio en un contexto de caída en el precio de petróleo y fortalecimiento del dólar frente al euro.

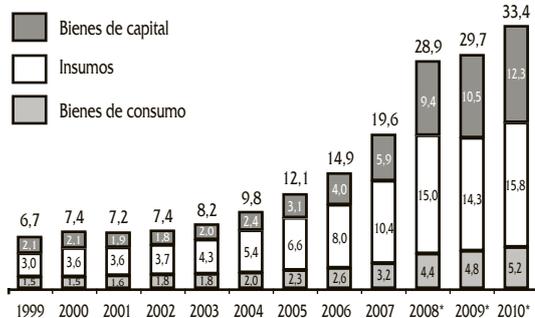
El precio de oro ha repuntado nuevamente en las últimas semanas debido a los acontecimientos en el mercado financiero mundial, lo que ha aumentado la demanda de oro como activo de refugio. Recientemente, el precio de oro ha vuelto a estabilizarse como consecuencia del aumento de la confianza en los planes de rescate financiero implementados por Estados Unidos y Europa. El precio del oro durante el horizonte de proyección estaría entre US\$ 790 y US\$ 850 por onza.

**Importaciones**

37. Las importaciones en el **primer semestre de 2008** crecieron 59 por ciento impulsadas por el dinamismo de la inversión privada y de la actividad económica. Destacaron las importaciones de materias primas y de bienes de capital para la industria. Asimismo, las importaciones de alimentos registraron incrementos significativos, principalmente por precios de trigo y soya. Del mismo modo, las compras de petróleo y derivados aumentaron debido a la mayor cotización en el mercado internacional de combustibles. Se prevé que durante el segundo semestre de 2008 las importaciones continúen experimentando un alto crecimiento, aunque en menor grado que el observado en la primera mitad del año.

Para **2009 y 2010**, se espera que las importaciones reduzcan gradualmente sus tasas de crecimiento, en parte por el menor crecimiento de la demanda, y en parte por el inicio de la fase preoperativa de diferentes proyectos de inversión. En particular, se considera que durante el horizonte de proyección se ejecutarían obras en proyectos como Camisea II (sur del país),

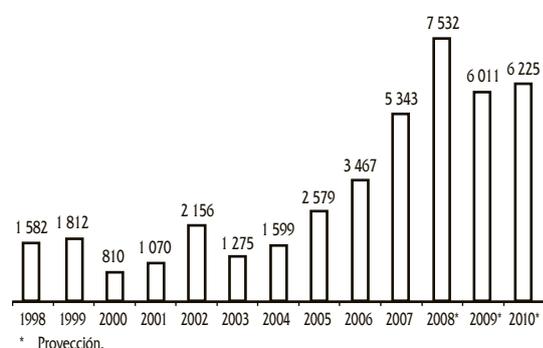
**Gráfico 34**  
**IMPORTACIÓN DE BIENES**  
(Miles de millones de US\$)



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

\* Proyección.

**Gráfico 35**  
**FLUJO DE INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA**  
(Millones de US\$)



\* Proyección.

### Cuenta financiera

38. Durante el **primer semestre de 2008**, la cuenta financiera de la balanza de pagos se caracterizó por un fuerte incremento en el flujo de recursos externos de corto plazo, principalmente por endeudamiento de las empresas del sector no financiero; aunado al incremento de desembolsos de largo plazo del sector privado y la inversión directa extranjera.

En **2008** la inversión extranjera junto con los nuevos desembolsos por préstamos de largo plazo sumarían US\$ 9,8 mil millones, explicado principalmente por el flujo de Inversión Directa Extranjera (IDE) por US\$ 7,5 mil millones; así como por las menores salidas de capitales domésticos hacia el exterior.

### Cuadro 14

#### CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO

(Millones de US\$)

	I Sem 07	2007	I Sem 08	2008*	2009*	2010*
<b>INVERSIÓN DIRECTA Y</b>						
<b>PRÉSTAMOS DE LARGO PLAZO</b>	<b>4 253</b>	<b>8 678</b>	<b>5 476</b>	<b>9 794</b>	<b>6 666</b>	<b>6 997</b>
A. Inversión Directa	3 023	5 343	4 344	7 532	6 011	6 225
B. Préstamos de Largo Plazo	1 230	3 336	1 132	2 262	655	772
<b>INVERSIÓN DE CARTERA</b>	<b>-609</b>	<b>323</b>	<b>1 238</b>	<b>1 549</b>	<b>-1 087</b>	<b>-1 325</b>
A. Bonos y Participación de Capital	89	130	137	137	0	0
B. Otros Activos y Pasivos Externos	-698	194	1 101	1 412	-1 087	-1 325
1. Activos						
(Inversiones en el exterior) 1/	-959	-485	260	1 072	-1 150	-1 381
2. Pasivos						
(Inversiones de no residentes) 2/	261	679	841	339	64	56
<b>CAPITALES DE CORTO PLAZO</b>	<b>607</b>	<b>2 030</b>	<b>3 543</b>	<b>106</b>	<b>-394</b>	<b>-48</b>
A. Banca	1 355	2 538	1 746	-891	-394	-48
Del cual: BCRP	330	850	1 043	-408	-394	-48
B. Resto	-748	-508	1 797	997	0	0

\* Proyección.

1/ Incluye AFP, Fondos Mutuos, Aseguradoras, Bancos y otros. Signo positivo (negativo) indica entrada (salida) de capitales a la economía, es decir venta (compra) de activos en el exterior por inversionistas residentes.

2/ Signo positivo (negativo) indica entrada (salida) de capitales de la economía, es decir venta (compra) de activos domésticos por parte de no residentes.

En el escenario base de proyección para **2009** y **2010** se estiman inversiones de US\$ 6,0 mil millones y US\$ 6,2 mil millones, respectivamente. Estas cifras suponen que se mantienen las perspectivas favorables sobre la evolución de la actividad económica. Cabe mencionar que un eventual efecto negativo de la crisis financiera internacional podría significar un recorte en las líneas de crédito para algunos proyectos de inversión, en cuyo caso el monto de IDE podría disminuir.

El flujo de inversión extranjera contemplado está dirigido al sector minero e hidrocarburos principalmente, aunados al de telecomunicaciones, electricidad, infraestructura vial, agroindustria y petroquímica.

El proceso de diversificación de portafolio de inversionistas institucionales locales hacia activos financieros en el exterior continuaría bajo un contexto internacional de moderada incertidumbre.

39. Las medidas de encaje anunciadas desde el año pasado por el BCRP estuvieron orientadas a fomentar el financiamiento externo de largo plazo por parte de las entidades financieras. De esta forma, se buscó evitar que los bancos quedaran expuestos a cortes abruptos de financiamiento del exterior como el que ocurrió en setiembre de 1998 cuando se contrajeron las líneas de corto plazo en el contexto de la crisis rusa. Como resultado, el fondeo de largo plazo del exterior se incrementó en 546 por ciento, alcanzando al mes de setiembre un monto de US\$ 3 454 millones, en tanto que las de corto plazo crecieron sólo 31 por ciento, situándose en US\$ 2 460 millones.

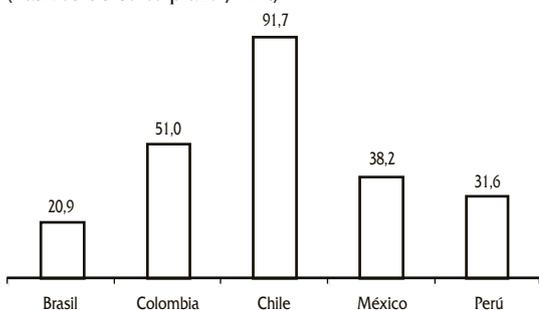
**Cuadro 15**

**FONDEO EXTERNO DE LA BANCA**

(Millones de US\$)

	Corto Plazo		Largo Plazo	
	Millones US\$	% del total	Millones US\$	% del total
Diciembre 2006	754	72	300	28
Agosto 2007	1 747	77	532	23
Diciembre 2007	2 238	50	2 230	50
Agosto 2008	2 860	45	3 453	55
Setiembre 2008	2 460	42	3 454	58
Var% Set 08/07		31%		546%

**Gráfico 36**  
**VULNERABILIDAD EXTERNA**  
(Pasivos de corto plazo / RIN)



Datos proyectados para 2008  
Fuente: Moody's, mayo 2008 y BCRP.

40. Cabe mencionar, la importancia que tiene para la sostenibilidad de la balanza de pagos este tipo de financiamiento externo de largo plazo en la medida que reduce la vulnerabilidad ante eventos adversos externos. El nivel de Reservas Internacionales del Banco Central se mantendría en alrededor de US\$ 34 mil millones durante el periodo 2008-2010. Este nivel representa más de tres veces el total de pasivos, públicos y privados, de corto plazo que tiene actualmente la economía peruana situándose entre los más bajos de los países de la región.

## IV. Finanzas públicas

*En un escenario caracterizado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y por la alta volatilidad de los precios de los commodities, se espera que las finanzas públicas mantengan una posición superavitaria dentro del periodo de proyección. Para 2008, el resultado económico estimado es 2,4 por ciento del producto, lo cual representa un incremento respecto al nivel del Reporte de Inflación de mayo (2,2 por ciento). Para 2009 y 2010, se esperaría un resultado económico de 1,1 y 0,9 por ciento del PBI, respectivamente.*

*El ahorro generado permitirá moderar las presiones sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, en una coyuntura en la cual resulta recomendable mantener una posición de cautela frente a los probables efectos negativos provenientes de los mercados financieros internacionales.*

### Resultado económico

41. En el **primer semestre de 2008**, el superávit económico del Sector Público no Financiero (SPNF) ascendió a 5,1 por ciento del PBI, inferior en 1,6 puntos porcentuales al registrado en similar periodo del año anterior.

Este menor resultado fue consecuencia de la fuerte expansión de la inversión pública (64,7 por ciento en términos reales) en comparación con el primer semestre de 2007, periodo en el cual los pliegos mostraron dificultades en la ejecución de sus proyectos, en particular los gobiernos regionales y locales.

Desagregado por niveles de gobierno, este superávit correspondió básicamente al gobierno nacional (4,8 por ciento del PBI) y al conjunto de los gobiernos regionales (1,0 por ciento). Por el contrario, el resto del gobierno general, que incluye a los gobiernos locales, y el conjunto de empresas públicas registraron un déficit de 0,7 por ciento del PBI.

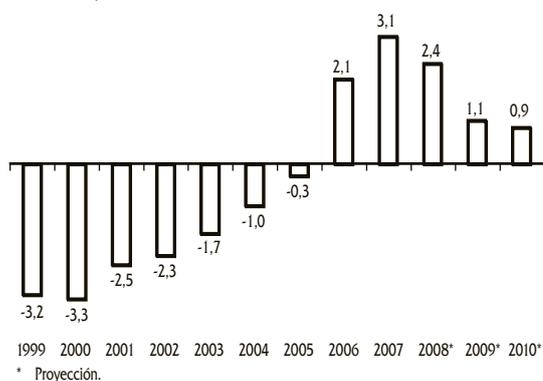
**Cuadro 16**

**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08
<b>1. Ingresos corrientes del Gobierno General</b>	<b>21,8</b>	<b>20,7</b>	<b>21,7</b>	<b>20,4</b>	<b>20,8</b>	<b>20,3</b>	<b>19,4</b>	<b>20,3</b>	<b>19,2</b>
Variación % real	15,5	13,6	7,9	5,3	6,9	4,4	-3,1	6,5	5,5
<b>2. Gastos no financieros del Gobierno General</b>	<b>13,6</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>	<b>17,0</b>	<b>17,5</b>	<b>17,1</b>
Variación % real	5,2	6,9	17,5	12,1	11,6	7,7	5,1	7,9	7,6
Del cual:									
a. Corriente	11,8	12,9	12,0	12,8	12,9	12,6	12,4	12,4	12,0
Variación % real	5,3	4,5	10,1	5,9	6,2	3,2	-0,5	4,2	3,4
b. Formación bruta de capital	1,7	2,9	2,6	3,7	3,7	4,4	4,4	4,9	5,0
Variación % real	3,7	19,4	68,3	40,6	38,1	21,9	24,6	18,4	19,5
<b>3. Otros</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>4. Resultado Primario (1-2+3)</b>	<b>8,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>6,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>
Ingresos corrientes del Gobierno Central	19,2	18,2	19,1	17,9	18,2	17,8	16,7	17,8	16,5
Gastos no financieros del Gobierno Central	14,2	14,9	12,0	14,8	14,7	14,9	14,1	15,1	13,9

\* Proyección.

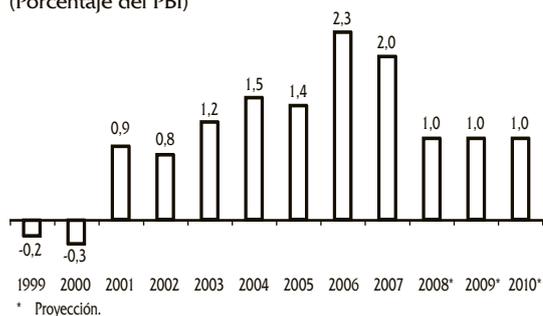
**Gráfico 37**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)



42. Para el segundo semestre, se espera que la inversión pública (inversión que incluye además de la del gobierno general, la de empresas estatales) modere su dinamismo, de tal forma que al cierre de 2008 se acumularía un incremento real de 37,2 por ciento. La desaceleración del gasto para el segundo semestre llevaría a que el resultado del Sector Público No Financiero para **2008** sea de 2,4 por ciento.

Para **2009 y 2010**, se estiman **supéravit económicos** de 1,1 y 0,9 por ciento del producto, resultados que se encuentran por debajo de las estimaciones del Reporte de Mayo.

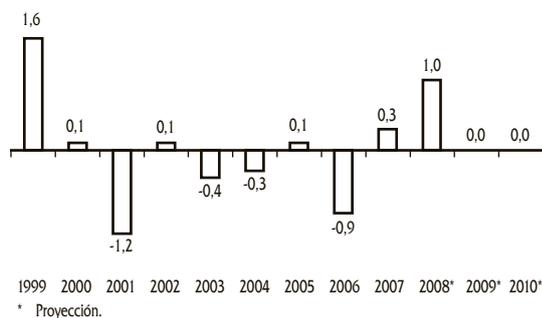
**Gráfico 38**  
**RESULTADO PRIMARIO ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)



**Resultado primario estructural**

43. El resultado primario estructural, que deduce del resultado primario convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de los principales minerales de exportación, muestra el desempeño de las cuentas fiscales en un escenario en el cual el producto se mantiene permanentemente en su nivel potencial. Por ello, este indicador muestra la evaluación de las decisiones de política fiscal. Éste pasaría de un superávit de 2,0 por ciento de PBI en 2007 a 1,0 por ciento en el horizonte de proyección.

**Gráfico 39**  
**IMPULSO FISCAL**  
(Porcentaje del PBI)

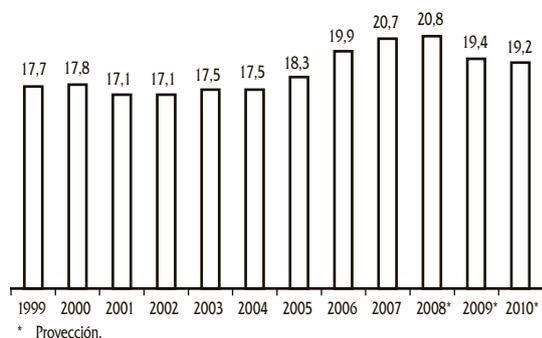


44. El impulso fiscal, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería 1,0 por ciento del PBI en 2008. Ello indica que, a pesar del superávit fiscal esperado, la política fiscal se mostraría expansiva este año, incluso más que el año anterior. Por el contrario, en los años siguientes, el impulso fiscal sería neutral.

#### Evolución de los ingresos fiscales

45. En el **primer semestre de 2008** los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 21,7 por ciento del PBI lo que representó un crecimiento de 7,9 por ciento en términos reales, como consecuencia principalmente de la dinámica económica, de los altos precios internacionales de las exportaciones y el petróleo, así como el crecimiento del empleo.

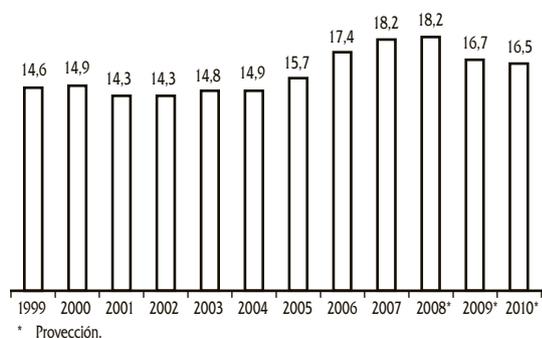
**Gráfico 40**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)



Para el año **2008** se proyecta que los ingresos del gobierno general ascenderían a 20,8 por ciento del PBI. Ello significa un crecimiento de 6,9 por ciento en términos reales, variación superior a la estimada en el reporte anterior (5,3 por ciento); y se explica fundamentalmente por el mayor dinamismo de la actividad económica en 2008 respecto a lo esperado en el Reporte de Inflación de mayo.

Para los años **2009 y 2010**, los ingresos del gobierno general son menores a los previstos en el Reporte de Mayo, como consecuencia básicamente de la caída que se proyecta en los precios de nuestras exportaciones que afectarían directamente la recaudación del impuesto a la renta de los sectores minería e hidrocarburos. Las proyecciones incluyen, además, las reducciones programadas de las tasas del Impuesto a las Transacciones Financieras -ITF- (de 0,07 por ciento a 0,06 por ciento en 2009) y el Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- (de 0,5 por ciento a 0,4 por ciento en 2009).

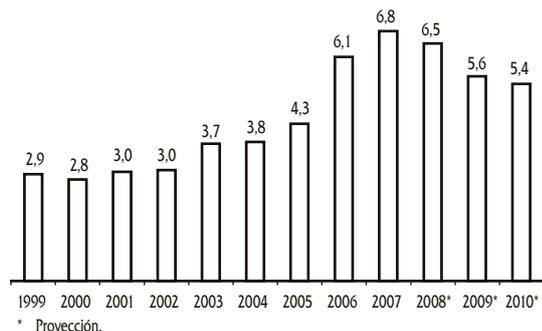
**Gráfico 41**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)



#### Evolución de los gastos fiscales

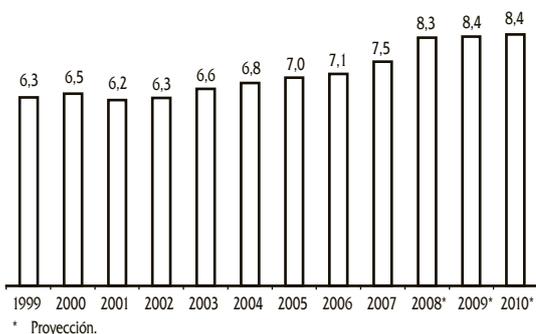
46. En el **primer semestre 2008**, el **gasto no financiero del gobierno general** se incrementó en 17,5 por ciento en términos reales. Este aumento se debió principalmente al aumento de la formación bruta de capital del gobierno general de 68,3 por ciento en términos reales respecto al primer semestre de 2007. El incremento de la inversión pública se produjo en todos los niveles de gobierno, sin embargo son los gobiernos locales los que lideraron esta tendencia (100 por ciento de incremento en términos reales), seguido por los gobiernos regionales (53,4 por ciento), empresas públicas (38,3 por ciento) y gobierno nacional (23,0 por ciento). Por su lado, el gasto corriente del gobierno general también se incrementó, aunque a una tasa menor (10,1 por ciento).

**Gráfico 42**  
**IMPUESTO A LA RENTA**  
(Porcentaje del PBI)

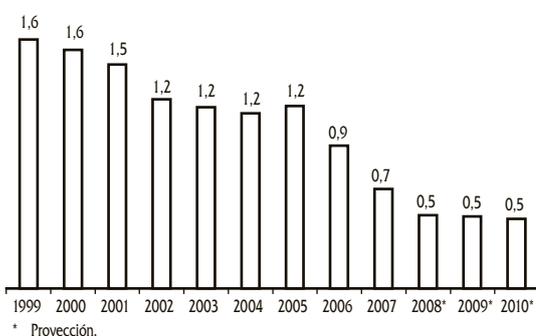


Para el segundo semestre, se espera que la inversión pública modere su dinamismo, de tal forma que para **2008**

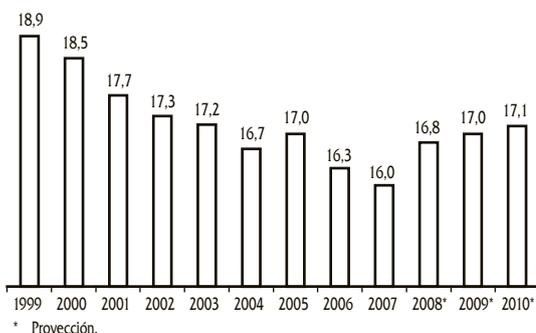
**Gráfico 43**  
**IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS**  
(Porcentaje del PBI)



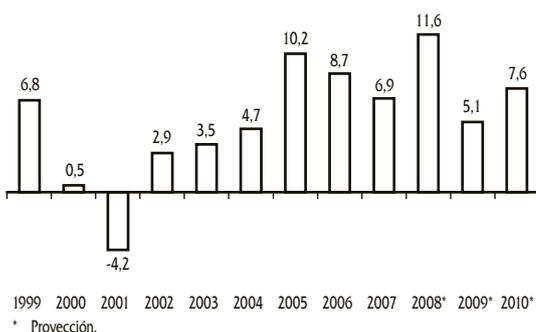
**Gráfico 44**  
**IMPUESTO A LAS IMPORTACIONES**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 45**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)



**Gráfico 46**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones porcentuales reales)



se reportaría un incremento real de 37,2 por ciento. De acuerdo a ello, para este año se estima que el crecimiento real del gasto no financiero sería 11,6 por ciento, incremento ligeramente menor respecto a lo mostrado en el Reporte de Mayo.

Los gastos no financieros de 2008 consideran los pagos efectuados a las refinerías y a los importadores de combustibles por S/. 2 150 millones en el marco del Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo. En la medida que el precio internacional del crudo vaya descendiendo, los recursos que se destinarían para este fin disminuirían el próximo año, e incluso, la deuda que se mantiene en este Fondo podría compensarse totalmente.

Para los años **2009 y 2010** se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 5,1 y 7,6 por ciento. Este crecimiento está explicado, en gran medida, por la dinámica de la inversión pública que crecería a un ritmo mayor al del PBI, para situarse en niveles superiores al 5 por ciento del producto en el año 2010.

En el horizonte de proyección, los gastos corrientes crecerían a un ritmo menor al de la actividad económica, en tanto que la inversión pública mostraría un dinamismo mayor, pero sostenible. Dada la brecha de infraestructura, un incremento de la inversión pública se justifica para incrementar la productividad de la economía en general. Un mecanismo que contribuiría a mejorar la calidad del gasto por el lado de la inversión es el Fondo de Promoción de la Inversión Pública Regional y Local -FONIPREL- que se constituye como un fondo concursable, que a partir de este año, cofinancia proyectos de los gobiernos locales y regionales que tengan una alta rentabilidad social.

47. Las proyecciones de crecimiento de gasto incorporadas del 2008 al 2010 respetan el tope establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP) que 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.

Por otro lado, hay que indicar que el ahorro público que se ha generado en los últimos años ha permitido que el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) mantenga al 30 de setiembre un saldo de US\$ 1 787 millones (1,4 por ciento del PBI). Se ha considerado en el proyecto de Ley de Equilibrio Financiero del año 2009 elevar el límite de 2 a 4 por ciento, del ahorro que se puede acumular en este Fondo.

## Requerimiento financiero

48. El resultado económico positivo que el SPNF obtendría durante éste y los siguientes años, en conjunto con los desembolsos externos y colocaciones de bonos proyectados, permitiría un incremento de los depósitos del SPNF, aún luego de atender las amortizaciones programadas de deuda pública. Ello se refleja en la evolución de las fuentes internas, que muestran a lo largo del periodo de proyección, una acumulación que incrementarían los activos del sector público.

### Cuadro 17

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

	2007		2008*			2009*		2010*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08
<b>I. Usos</b>	<b>-2 636</b>	<b>-1 743</b>	<b>-2 209</b>	<b>-929</b>	<b>-1 246</b>	<b>-966</b>	<b>-261</b>	<b>-744</b>	<b>17</b>
1. Amortización	771	1 506	1 117	1 968	2 002	1 541	1 190	1 734	1 358
a. Externa	621	1 172	971	1 335	1 450	756	965	907	1 110
b. Interna	150	334	145	633	552	785	225	827	248
Del cual: Bonos de Reconocimiento	74	134	51	131	126	137	137	144	144
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-3 407	-3 250	-3 326	-2 897	-3 248	-2 507	-1 450	-2 478	-1 341
<b>II. Fuentes</b>	<b>-2 636</b>	<b>-1 743</b>	<b>-2 209</b>	<b>-929</b>	<b>-1 246</b>	<b>-966</b>	<b>-261</b>	<b>-744</b>	<b>17</b>
1. Externas	104	974	641	1 158	966	656	355	479	479
2. Bonos 2/	386	869	473	1 042	473	500	326	500	310
3. Internas 3/	-3 127	-3 586	-3 323	-3 129	-2 684	-2 121	-941	-1 723	-771

Memo:

Saldo de deuda pública bruta

En millones de US\$	29 833	31 870	30 573	32 447	30 988	32 024	30 665	31 481	30 372
En porcentaje del PBI	30,1	29,6	25,2	24,0	23,8	21,7	22,2	19,6	20,0

Saldo de deuda neta 4/

En millones de US\$	18 928	19 061	15 864	16 318	16 387	13 122	14 690	10 126	13 151
En porcentaje del PBI	19,1	17,5	13,1	12,1	12,6	8,9	10,7	6,3	8,6

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 operaciones realizadas con fines de prepago, tanto internas como externas.

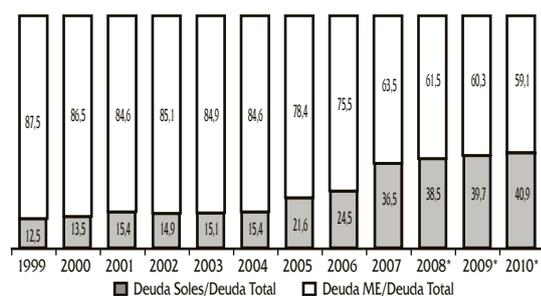
2/ Incluye bonos internos y externos.

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.

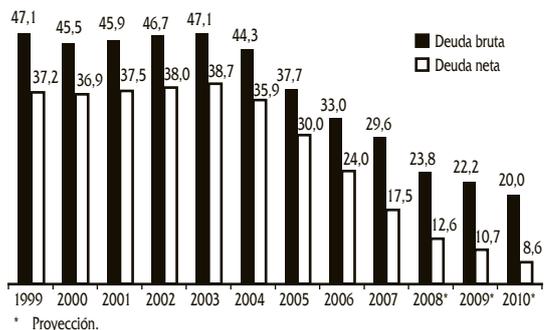
**Gráfico 47**  
**DEUDA PÚBLICA POR MONEDA**  
(Participación porcentual)



\* Proyección.

49. Mediante un adecuado manejo de pasivos el gobierno ha logrado reducir US\$ 1 005 millones de deuda en el 2008 (US\$ 167 millones con la CAF y US\$ 838 millones de Bonos Brady), con un financiamiento proveniente en un 85 por ciento de recursos propios. Estas operaciones han logrado el objetivo de reducir el riesgo de refinanciamiento al incrementar la vida media de la deuda, la misma que a junio 2008 alcanza 11,47 años. Adicionalmente, se ha aminorado el riesgo cambiario y se estima que a diciembre de 2008 la deuda en moneda nacional alcance el 38,5 por ciento y para los próximos años

**Gráfico 48**  
**DEUDA PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



siga incrementándose llegando a niveles cercanos al 41 por ciento del total de la deuda pública en el 2010.

50. Asimismo, se aprecia una reducción de la deuda neta, indicador de la posición de pasivos netos y de la insolencia del sector público. A fines de 2008 se espera que ésta disminuya en 4,9 puntos porcentuales llegando a niveles de 12,6 por ciento del PBI y que esta reducción continúe hasta alcanzar el 8,6 por ciento del PBI en el 2010. Esta menor deuda neta se obtendrá como consecuencia de la menor necesidad de financiamiento del sector público como resultado de los superávits fiscales previstos y la consecuente acumulación de depósitos.

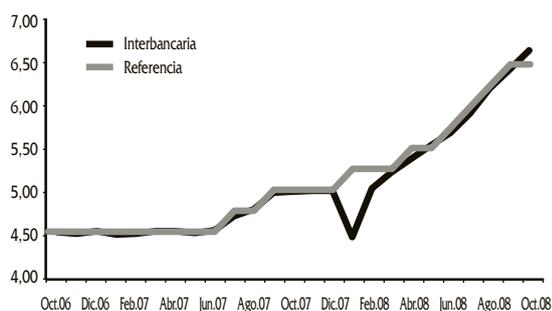
## V. Política Monetaria

Desde el último Reporte de Inflación y hasta el mes de setiembre, el Banco Central ha venido incrementando la tasa de referencia de política monetaria, pasando de 5,50 a 6,50 por ciento entre mayo y setiembre de 2008, buscando que la inflación retorne gradualmente al rango meta y que los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles no se trasladen a las expectativas de inflación, en un escenario de alto dinamismo de la demanda interna.

Luego de que en la última quincena de setiembre la crisis financiera internacional se agudizara, se ha generado una volatilidad extrema en el mercado internacional con caídas muy marcadas en los precios de los commodities tanto metales como hidrocarburos y alimentos; así como el desplome de todas las bolsas de valores del mundo ante el temor de una recesión más severa y, sobre todo, un desorden en el mercado financiero internacional, con bancos insolventes y paralización de los mercados monetarios.

Ante ello, el Banco Central decidió, en el mes de octubre, hacer una pausa en el ajuste de la posición de la política monetaria, manteniendo la tasa de interés de referencia en 6,50 por ciento; atendiendo la mayor preferencia por liquidez de los agentes económicos, asociada a la incertidumbre internacional, mediante el uso de instrumentos de mercado del BCRP y la flexibilización del régimen de encaje.

**Gráfico 49**  
**TASAS DE INTERÉS INTERBANCARIA Y DE REFERENCIA\***  
(En porcentajes)



\* Al 22 de octubre.

51. El BCRP monitorea continuamente la evolución de la inflación con el fin de tomar las medidas necesarias para asegurar la convergencia de la inflación hacia el nivel de la meta, considerando que las decisiones de política monetaria afectan con rezago a la economía y los precios. El instrumento que utiliza el Banco Central para lograr su objetivo es la tasa de interés de referencia para las operaciones en el mercado interbancario.

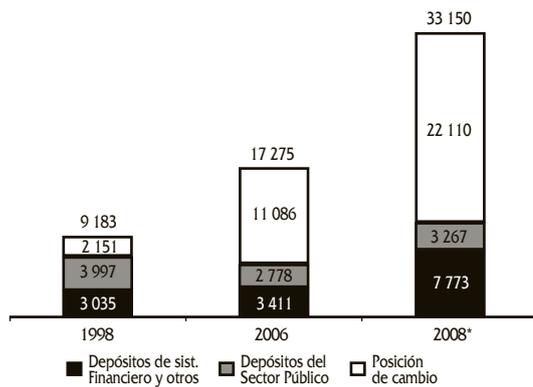
Las Notas Informativas de los Programas Monetarios han enfatizado que la trayectoria de la tasa de inflación acumulada

a 12 meses ha estado influenciada principalmente por alzas en los precios internacionales, particularmente de alimentos y combustibles, en un contexto de elevado dinamismo de la demanda interna.

A lo largo del año, la inflación continuó ubicándose por encima del límite superior del rango de la meta (3 por ciento), debido principalmente a la incidencia que tuvieron los mayores precios internacionales de granos y combustibles en el precio de los alimentos domésticos y a los efectos de segunda vuelta observados en los precios del resto de la canasta básica (rubros del IPC no vinculados a alimentos y energía).

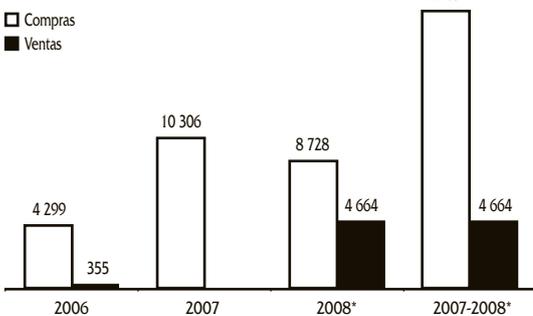
Esta evolución de la inflación ha incidido en un incremento de las expectativas de inflación del público en el horizonte de predicción. Así, las expectativas de inflación para el 2009 se han incrementado de un rango entre 3,0 y 4,0 por ciento en mayo, a otro entre 4,0 y 4,2 por ciento en setiembre. Para el año 2010 también han aumentado de un rango de 2,5 y 3,6 por ciento a otro de 3,0 a 4,0 por ciento.

**Gráfico 50**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(Millones de US\$)



\* Datos al 20 de octubre.

**Gráfico 51**  
**COMPRAS Y VENTAS DE MONEDA EXTRANJERA EN EL MERCADO CAMBIARIO**  
(En millones de US\$)



\* Datos al 23 de octubre.

52. En este contexto, el Banco Central aumentó la tasa de interés de referencia en cuatro oportunidades sucesivas de 25 puntos básicos cada una, pasando de 5,50 a 6,50 por ciento entre mayo y setiembre de 2008; sin embargo, en octubre el Directorio del Banco Central decidió hacer una pausa en el ajuste de la posición de la política monetaria, manteniendo la tasa de interés de referencia en 6,50 por ciento, debido a la elevada incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y su impacto en la actividad económica global, en los términos de intercambio y los flujos financieros internacionales.

53. De otro lado, a fin de actuar efectivamente cuando sea necesario, el BCRP ha venido acumulando preventivamente reservas internacionales. La acumulación de reservas sirve así como un auto-seguro, garantizando la disponibilidad de liquidez internacional en caso se presente una crisis financiera. Así, complementando la acumulación de reservas internacionales a través del encaje en moneda extranjera, desde inicios del 2007 hasta abril del presente año, las compras de dólares en Mesa de Negociación (mercado cambiario) ascendieron a US\$ 19 034 millones, en tanto que las ventas en Mesa desde el mes de junio sólo suman US\$ 4 664 millones. En este sentido la posición financiera internacional es bastante sólida, las reservas internacionales netas del Banco Central al 20 de octubre ascienden a US\$ 33 150 millones, cifra que representa 3,6 veces la de diciembre de 1998.

54. En el contexto actual de incertidumbre en los mercados financieros internacionales el Banco Central adoptó medidas para otorgar una mayor flexibilidad al manejo de la liquidez de las entidades financieras.

En octubre se eliminó el encaje a los adeudados del exterior de largo plazo, lo que permitió inyectar de manera inmediata recursos al sistema financiero por US\$ 100 millones y al 24 de octubre se vendieron dólares al sistema bancario por US\$ 2 495 millones. Además, el Banco Central puso a disposición de las entidades financieras un nuevo instrumento de provisión de liquidez en dólares mediante las operaciones de reporte en moneda extranjera tanto en la modalidad de subasta como de venta directa (que hasta la fecha estaban restringidas a nuevos soles).

El 22 de octubre se redujo las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera. El encaje marginal en moneda extranjera se redujo de 49 a 35 por ciento a partir de octubre. También se exoneró del requisito de encaje a los incrementos de los créditos provenientes del exterior en moneda nacional y extranjera. Asimismo, se elimina el encaje marginal en moneda nacional, lo que implica que el encaje medio en nuevos soles baje a 9 por ciento. Anteriormente este encaje se encontraba en un nivel de alrededor de 11 por ciento.

55. El Banco Central dispone de una serie de instrumentos de política monetaria para actuar de manera inmediata y en la magnitud requerida para atender las necesidades de liquidez de las entidades financieras, los cuales ha utilizado recurrentemente para hacer frente a la crisis internacional. Ésta se ha manifestado inicialmente en una disminución de las preferencias por deuda de economías emergentes, una dolarización de las posiciones de inversionistas institucionales, así como aumento del saldo de compras netas en el mercado de *forwards*.

#### Cuadro 18

##### INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

Moneda nacional	Moneda extranjera
Subasta de Repos	Subasta de Repos
Repo directa	Repo directa
Crédito de regulación monetaria	Crédito de regulación monetaria
<i>Swaps</i> (subasta y ventanilla)	<i>Swaps</i> (subasta y ventanilla)
Compra de dólares	Venta de dólares
Cambio en encaje medio y marginal	Cambio en encaje medio y marginal

56. De esta manera, entre setiembre y el 24 de octubre las acciones del Banco Central se han orientado a asegurar la liquidez del sistema financiero, interviniendo en el mercado monetario y cambiario e inyectando liquidez en nuevos soles y en dólares mediante:

- Venta de dólares por US\$ 4 502 millones para proveer al sistema financiero de liquidez en dólares durante la crisis, vendiendo parte de los US\$ 8 728 millones acumulados desde enero del 2008.

- Colocación de CDR BCRP por S/. 1 985 millones, que es un instrumento indexado al tipo de cambio que permite a los bancos hacer cobertura de sus operaciones *forward*.
- Ampliación del plazo de operaciones REPO hasta tres meses.
- *Swaps* de dólares para proveer liquidez en nuevos soles a aquellas entidades financieras que no cuentan con Certificados del BCRP o BTPs como colaterales.

**Cuadro 19**

**OPERACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**  
(Flujos en millones de nuevos soles)

	2006	2007	2008*	Oct.2008
<b>I. POSICIÓN DE CAMBIO</b>	<b>11 696</b>	<b>26 464</b>	<b>4 783</b>	<b>-9 309</b>
<b>(Millones de US\$)</b>	<b>3 636</b>	<b>8 536</b>	<b>1 955</b>	<b>-3 008</b>
1. Operaciones cambiarias	2 861	7 070	1 851	-2 522
A. Operaciones en la				
Mesa de Negociación	3 944	10 306	3 947	-2 495
B. Sector público	-1 084	-3 275	-2 235	-125
C. Otros	1	39	139	97
2. Resto de operaciones	775	1 466	105	-486
<b>II. ACTIVO INTERNO NETO</b>	<b>-10 044</b>	<b>-23 294</b>	<b>-3 855</b>	<b>9 255</b>
1. Sector público (Neto)	-5 434	-6 751	-6 711	-188
2. Compra temporal de títulos valores	-2 850	0	5 739	5 739
3. Certificados de Depósitos BCRP	-389	-13 393	11 189	1 443
4. Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	1 202	0	-1 985	-1 985
5. Certificados de Depósitos BCRP con negociación restringida	0	0	-12 118	2 726
6. Depósitos a plazo	0	0	-283	0
7. Depósitos <i>overnight</i>	-188	227	-259	209
8. Encaje en moneda nacional	-488	-746	-1 693	-319
9. Resto	-1 897	-2 631	2 266	1 629
<b>III. CIRCULANTE</b>	<b>1 652</b>	<b>3 170</b>	<b>928</b>	<b>-54</b>
<b>Memo 1: Saldos asociados a los componentes del Activo Interno Neto</b>				
1. Depósitos del Sector Público	10 172	16 922	23 635	23 635
2. Compra temporal de títulos valores	0	0	5 739	5 739
3. CDBCRP	8 066	21 458	10 269	10 269
4. CDRBCRP	0	0	1 985	1 985
5. CDBCRP-NR	0	0	12 118	12 118
6. Depósitos a plazo	0	0	283	283
7. Depósitos <i>overnight</i>	247	20	279	279
8. Encaje en moneda nacional	2 176	2 922	4 615	4 615
<b>Memo 2: Saldos a fin de período</b>				
+ Circulante	11 687	14 857	15 786	15 786
+ Saldo total esterilizado	18 598	38 712	49 026	49 026

Fuente: BCRP.  
\* Al 24 de octubre.

---

57. El BCRP continuará evaluando el desenvolvimiento de la actual coyuntura financiera internacional y sus posibles implicancias en el mercado doméstico y, de ser necesario, aplicará todas las medidas necesarias para asegurar la estabilidad monetaria y el financiamiento de la cadena de pagos y de créditos.

---

**RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO:  
Junio 2008 – Octubre 2008**

**Junio:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,5 a 5,75 por ciento. Esta elevación -junto con las sucesivas medidas de ajuste monetario tomadas en lo que va del año- está orientada a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto, tanto público como privado. De esta forma, se espera que la inflación retorne progresivamente al nivel meta en un entorno de crecimiento económico alto y sostenido. El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación.

**Julio:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,75 a 6,0 por ciento. Esta decisión -junto con las sucesivas medidas de ajuste monetario tomadas en lo que va del año- está orientada a evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de alto crecimiento del gasto privado y público. Asimismo, aprobó que a partir de agosto se eleven los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera a las entidades financieras. El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular, los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación, y reitera que adoptará los ajustes requeridos para asegurar la convergencia gradual de la inflación al nivel meta en un entorno de crecimiento económico sostenido.

**Agosto:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,0 a 6,25 por ciento, acumulando con ello un aumento de 175 puntos básicos desde julio del año pasado. Estas medidas -junto con las otras de ajuste monetario tomadas desde comienzos de este año- están orientadas a que la inflación retorne gradualmente al rango meta, y evitar que se trasladen a las expectativas de inflación los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles, en un contexto de un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción potencial. El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular a los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación, y reitera que adoptará los ajustes requeridos para asegurar la convergencia gradual de la inflación al rango meta.

**Setiembre:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,50 por ciento, acumulando con ello un aumento de 200 puntos básicos desde julio del año pasado. Esta medida -junto con las otras de ajuste monetario tomadas desde comienzos de este año- está orientada a que la inflación retorne gradualmente al rango meta, y a evitar que se trasladen los incrementos de precios internacionales de alimentos y combustibles a las expectativas de inflación, en un contexto de un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción potencial. Sin embargo, a nivel internacional se viene observando una reducción de los precios de insumos alimenticios y combustibles, originada en la desaceleración de las economías industrializadas y que se espera se refleje en los precios internos. Esta tendencia, junto con una disminución prevista del ritmo de expansión de la demanda interna y de las expectativas de inflación, permitirá la convergencia de la inflación al rango meta. El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular a los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación, y continuará ajustando la posición de la política monetaria hasta asegurar la convergencia gradual de la inflación al rango meta.

**Octubre:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 6,50 por ciento. Esta decisión se sustenta en la elevada incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y su impacto en la actividad económica global, los precios internacionales de nuestras exportaciones e importaciones y los flujos financieros internacionales. Cabe destacar que las recientes caídas en los precios de las materias primas y combustibles, así como la tendencia a la baja de los precios de los alimentos importados favorecen una reducción paulatina de la inflación en el país. El Directorio continuará evaluando el desarrollo de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como la evolución de la inflación y sus determinantes, para tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad monetaria, en un entorno de crecimiento sostenido.

---

58. Las operaciones monetarias del Banco Central se realizan para regular la liquidez del sistema financiero, 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, con mayor incidencia sobre las operaciones a menor riesgo y a plazos más cortos. Ello debido a que este tipo de operaciones depende menos de otros factores asociados al riesgo crediticio o a las expectativas de inflación de largo plazo.

59. Con relación a las tasas pasivas en nuevos soles, éstas se incrementaron respecto a los niveles registrados en mayo, en particular las de plazos mayores. Así las tasas para depósitos hasta 180 días y hasta 360 días se incrementaron de 5,0 a 5,6 por ciento, y de 5,5 a 5,7 por ciento, respectivamente.

60. La tasa preferencial para clientes corporativos a plazo de tres meses se incrementó en 100 pbs., pasando de 6,2 a 7,2 por ciento entre mayo y setiembre de 2008. Ello se explica por la elevación de la tasa de interés de referencia de 5,50 a 6,50 por ciento entre mayo y setiembre. Con ello, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles se ubicó en alrededor de 60 puntos básicos en setiembre 2008.

### Cuadro 20

#### TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES

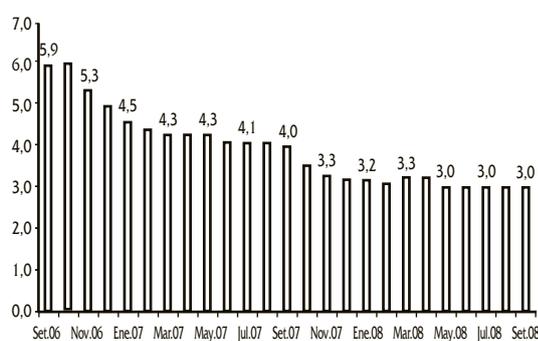
(En porcentajes)

	May. 2007	Set. 2007	Dic. 2007	May. 2008	Set. 2008	Oct.* 2008
1. Tasa de referencia	4,5	5,0	5,0	5,5	6,5	6,5
2. Depósitos hasta 30 días	4,5	4,9	4,8	4,8	5,8	6,3
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,8	5,0	5,3	5,0	5,6	5,8
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,5	5,5	5,6	5,5	5,7	5,7
5. Activa preferencial corporativa	5,2	5,5	5,6	6,2	7,2	7,7
6. Activa promedio hasta 360 días	13,3	12,8	13,2	13,6	14,4	14,7
7. Activa promedio estructura constante	16,5	16,1	16,3	16,6	16,9	16,9

\* Al 14 de octubre.

Gráfico 52

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



61. Las demás tasas de interés de operaciones activas de la banca tuvieron un comportamiento mixto. Las tasas de los créditos comerciales se incrementaron de 9,6 a 10,5 por ciento en el mismo periodo; mientras que las tasas de los créditos de consumo y a microempresas se redujeron de 32,8 a 31,6 por ciento y de 35,3 a 35,0 por ciento, respectivamente. Ello debido a la fuerte competencia que existe en este segmento de mercado y a la menor percepción de riesgo crediticio al continuar disminuyendo los niveles de cartera atrasada.

### Cuadro 21

#### TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES

(En porcentajes)

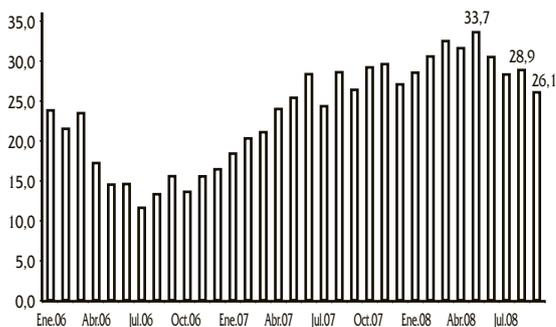
Fecha	Tasa de Política Monetaria	Corporativa	Interbancaria	Comerciales	Microempresa	Consumo
Dic. 06	4,50	5,23	4,51	9,46	39,05	34,79
Dic. 07	5,00	5,60	4,99	8,99	35,60	33,54
Ene. 08	5,25	5,56	4,44	8,97	35,47	33,83
Feb. 08	5,25	5,54	5,02	8,97	35,29	35,10
Mar. 08	5,25	5,59	5,21	9,20	35,44	34,10
Abr. 08	5,50	6,05	5,37	9,46	35,43	33,65
May. 08	5,50	6,20	5,53	9,64	35,34	32,82
Jun. 08	5,75	6,27	5,68	9,65	35,13	32,47
Jul. 08	6,00	6,59	5,91	9,85	35,01	32,06
Ago. 08	6,25	6,84	6,21	10,10	35,03	31,99
Set. 08	6,50	7,18	6,43	10,45	35,02	31,80
Oct. 08*	6,50	7,72	6,80	10,52	34,95	31,60

\* Al 14 de octubre.

62. Asimismo, la tasa activa promedio de las operaciones de crédito bancario (TAMN) efectuadas en este periodo, que incluye operaciones con diferentes niveles de riesgo, subió de 23,6 por ciento en mayo a 24,3 por ciento en setiembre de 2008

### Evolución del circulante

**Gráfico 53**  
**CIRCULANTE**  
(Var. % 12 meses)

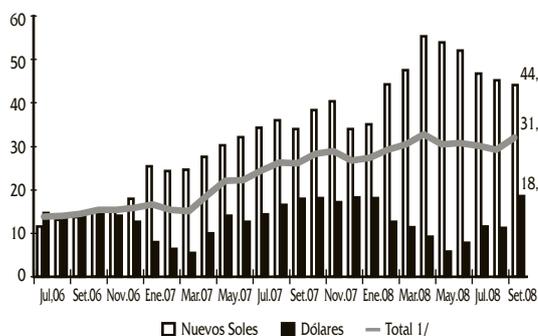


63. La evolución del circulante durante 2008 ha estado influenciada por la dinámica de la actividad económica, el ritmo de desdolarización y las tasas de interés. Así en el primer semestre del año, el alto crecimiento del circulante, que pasó de 27,1 por ciento en diciembre a 30,6 por ciento en junio, estuvo asociado principalmente al alto dinamismo del PBI (que se incrementó en 9,7 y 10,9 por ciento durante el primer y segundo trimestre, respectivamente) y a la rápida caída de la tasa de dolarización, que pasó de 47 a 40 por ciento entre diciembre del 2007 y marzo del 2008, habiendo mantenido dicho nivel durante el segundo trimestre.

En el tercer trimestre, el menor ritmo de crecimiento del circulante fue resultado de la desaceleración del nivel de actividad económica, que habría crecido en 8,2 por ciento durante este periodo, del ligero incremento de la tasa de dolarización y de una posición de política monetaria más estricta, orientada a que la inflación retorne al nivel meta.

### Liquidez y crédito

**Gráfico 54**  
**LIQUIDEZ DEL SECTOR PRIVADO**  
(Tasas de variación anual)

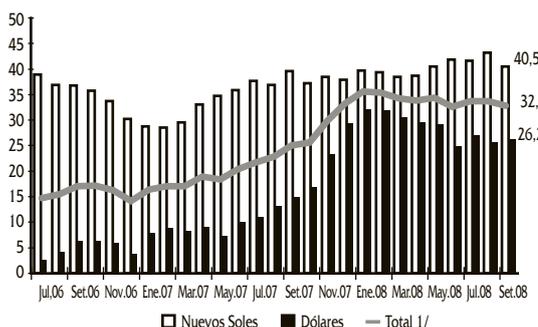


1/ A tipo de cambio constante de diciembre de 2007.

64. La liquidez del sector privado (circulante más depósitos) muestra a setiembre un mayor dinamismo. Así, la tasa de crecimiento anual de la liquidez total registró un incremento desde 29,9 a 31,5 por ciento entre mayo y setiembre.

Con relación a los componentes por monedas, la liquidez en nuevos soles creció 44,1 por ciento (últimos 12 meses) en setiembre. Por otro lado, la liquidez en moneda extranjera registró una aceleración en su ritmo de expansión, creciendo en el mismo periodo a una tasa de 18,5 por ciento en los últimos 12 meses, mayor al 5,8 por ciento alcanzado en el mes de mayo de 2008, destacando entre sus componentes la expansión de los depósitos a plazo (27,1 por ciento, últimos 12 meses).

**Gráfico 55**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Tasas de variación anual)

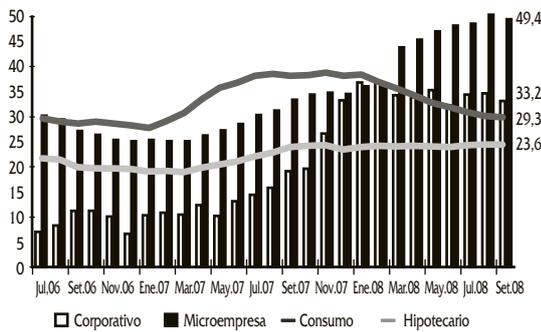


1/ A tipo de cambio constante de diciembre de 2007.

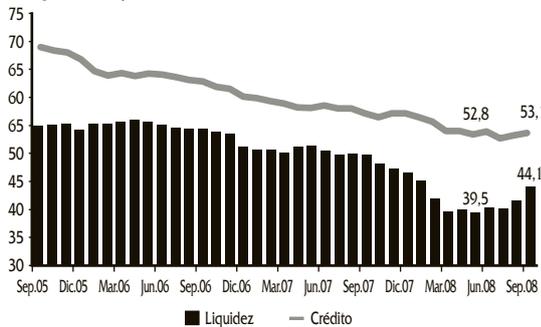
65. El crecimiento del crédito al sector privado se redujo ligeramente entre mayo y setiembre de 2008. Así en setiembre, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado para los últimos 12 meses fue 32,5 por ciento, menor a la tasa observada en mayo (34,1 por ciento). Este menor dinamismo fue más marcado en el caso del crédito en moneda extranjera, cuya tasa de crecimiento se redujo en 2,9 puntos porcentuales (de 29,1 a 26,2 por ciento entre mayo y setiembre), mientras que en el caso del crédito en moneda nacional se mantuvo en 40,5 por ciento.

Por tipo de crédito se observa una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito de consumo, cuya tasa de crecimiento

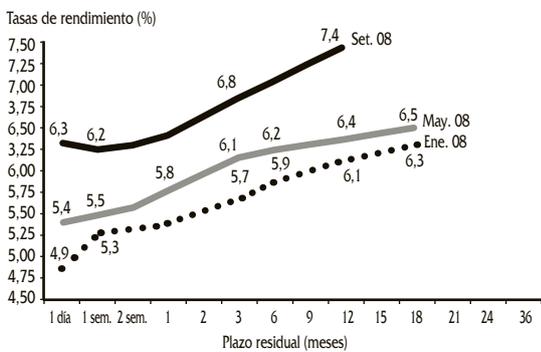
**Gráfico 56**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO POR TIPO**  
(Tasas de variación anual)



**Gráfico 57**  
**DOLARIZACIÓN DE LA LIQUEDEZ Y DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentaje)

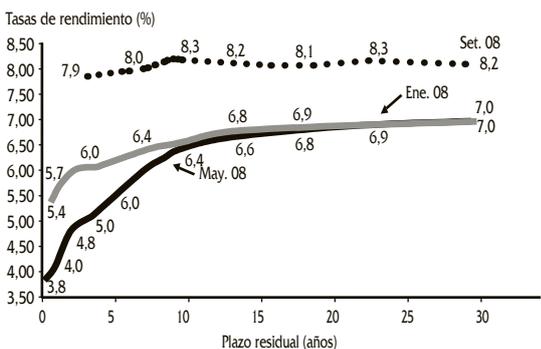


**Gráfico 58**  
**MERCADO PRIMARIO DE CDBCRP<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Promedio de las tasas de rendimiento subastadas en el periodo.  
Las tasas de Ene. 08 corresponden a CD BCRP, las de May. 08 y Set. 08 a CDBCRP-NR.

**Gráfico 59**  
**MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Promedio de las tasas de rendimiento negociadas en el periodo.

últimos 12 meses se redujo de 32,2 por ciento en mayo de 2008 a 29,3 por ciento en setiembre. En el caso de los créditos corporativos éstos se redujeron en 2,1 puntos porcentuales, alcanzando en setiembre una tasa de 33,2 por ciento últimos doce meses. Los créditos para microempresas continuaron con la tendencia creciente mostrada en los meses anteriores, alcanzando en setiembre una tasa de 49,4 por ciento. En cuanto a los créditos hipotecarios éstos continuaron creciendo a una tasa anual de 23,6 por ciento.

66. Entre mayo y setiembre el coeficiente de dolarización de la liquidez se elevó de 39,5 a 44,1 por ciento (4,6 puntos porcentuales) debido a la mayor captación de depósitos en moneda extranjera y a la apreciación del dólar con respecto al Nuevo Sol. El coeficiente de dolarización del crédito se incrementó ligeramente (0,3 puntos porcentuales).

**Mercado de Renta Fija**

67. Las tasas de interés para diferentes plazos responden de manera diferente a las acciones de política del Banco Central. La transmisión de tasas es mayor para las tasas de corto plazo que responden más a las condiciones del mercado de dinero *overnight* en el cual se concentran las operaciones monetarias del Banco Central con las entidades del sistema financiero, mientras que las tasas de mayor plazo son afectadas además por factores de riesgo asociados a la liquidez, el crédito y la inflación.

68. En el mercado de renta fija se observa una tendencia hacia mayores tasas de interés tanto de corto como de largo plazo, como respuesta a los sucesivos incrementos de la tasa de interés de referencia del Banco Central (que subió 100 puntos básicos desde mayo de este año de 5,50 a 6,50 por ciento en setiembre). Así por ejemplo, las tasas de interés de las colocaciones de certificados de depósito de negociación restringida del Banco Central (CDBCRP-NR) a un año se incrementaron de 6,4 por ciento en mayo a 7,4 por ciento en setiembre. Se observa una reducción en los plazos de las colocaciones primarias de CDBCRP-NR. De otro lado, los montos negociados en el mercado secundario de CDBCRP y CDBCRP-NR aumentaron significativamente desde julio alcanzando en setiembre una negociación conjunta de S/. 7 156 millones, monto superior a los registrados desde enero del presente año.

69. El incremento de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos domésticos (BTP) ha sido significativo desde junio, principalmente para los bonos de menor plazo donde la tenencia de no residentes es mayor, debido a la agudización de la crisis financiera internacional que ha llevado a un incremento en el riesgo país de las economías emergentes. Así, el riesgo país del Perú se incrementó en 160 pbs. en los últimos 4 meses situándose en 310 pbs. a fines de setiembre. Como resultado,

la curva de rendimiento se situó en setiembre por encima de los niveles alcanzados en enero, revirtiéndose la caída de las tasas de rendimiento del tramo corto de la curva que se observó desde fines de enero.

70. La calificadora de riesgo Standard & Poor's otorgó el 14 de julio de 2008 el grado de inversión (BBB-) a la deuda soberana en moneda extranjera, siguiendo a Fitch Ratings que el 2 de abril otorgó la misma calificación. Por su parte, el 19 de agosto de este año la agencia Moody's aumentó en un escalón la calificación de la deuda soberana en dólares del Perú a Ba1, un escalón debajo del grado de inversión. Hay que indicar que la deuda soberana en nuevos soles ya tiene la calificación de grado de inversión por las tres principales calificadoras de riesgo. Así, la calificación vigente de la deuda soberana peruana en nuevos soles de Standard & Poor's y Fitch es BBB+, dos escalas por encima de la deuda soberana en moneda extranjera, y la calificación vigente de Moody's es Baa3, un grado por encima de la deuda soberana en moneda extranjera.

71. La información disponible a setiembre muestra una reducción de la tenencia de bonos soberanos de no residentes en S/. 503 millones en el mes (7 por ciento del saldo en poder de no residentes). La menor participación en el saldo de bonos soberanos observada en julio también es producto del vencimiento del bono 21-Jul-2008, cuya participación de no residentes era de 80 por ciento.

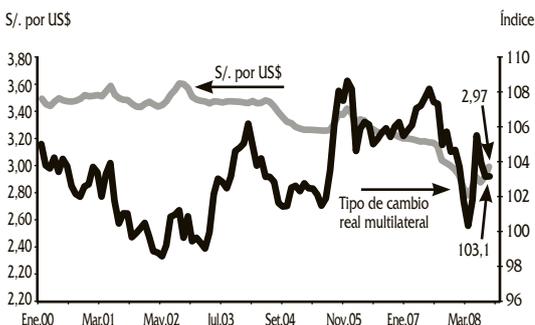
**Cuadro 22**

**MONTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO SECUNDARIO Y TENENCIAS DE NO RESIDENTES DE BTP A TASA FIJA**

	MONTOS NEGOCIADOS 1/ (Mill. S/.)	% NO RESIDENTES SALDO BTP TASA FIJA
Dic. 07	314	29,6%
Ene. 08	1 952	31,4%
Feb. 08	2 871	39,8%
Mar. 08	763	40,3%
Abr. 08	1 125	40,0%
May.08	1 687	41,9%
Jun. 08	639	41,1%
Jul. 08	882	39,7%
Ago. 08	1 671	39,3%
Set. 08	1 207	36,5%

1/ Excluye las transferencias primarias que realizan los creadores de mercado en el mercado secundario. Fuente: DATATEC y MEF.

**Gráfico 60**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL**



**Tipo de Cambio**

72. En lo que va del año el Nuevo Sol se ha apreciado 0,5 por ciento en términos nominales respecto al dólar, pasando de un promedio de S/. 2,982 en el mes de diciembre de 2007 a S/. 2,967 por dólar en el mes de setiembre; aún cuando desde mayo se observa una relativa reversión en esta tendencia.

Respecto a la canasta de monedas de nuestros 20 principales socios comerciales, el tipo de cambio del Nuevo Sol pasó de S/. 0,556 a fines de 2007 a S/. 0,55 en el mes de setiembre, reflejando el relativo fortalecimiento del Nuevo Sol con relación a sus principales socios comerciales. En términos reales el tipo de cambio multilateral se ha apreciado 1,4 por ciento.

### Cuadro 23

#### 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 doméstica	Inflación de socios comerciales
2000	-2,3	-4,8	3,7	6,4
2001	-2,6	-5,7	-0,1	3,1
2002	-0,8	-3,9	1,5	4,8
2003	5,9	4,9	2,5	3,4
2004	-2,4	-2,4	3,5	3,5
2005	6,1	4,0	1,5	3,5
2006	-2,3	-4,0	1,1	3,0
2007	-1,7	-2,5	3,9	4,8
2008 1/	-1,4	-1,0	5,3	4,9

1/ Variación acumulada setiembre 08 - diciembre 07.

### Cuadro 24

#### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

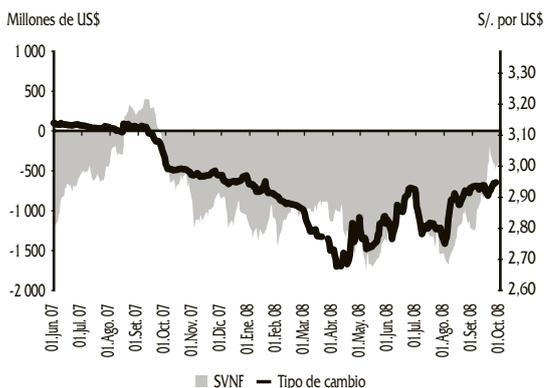
(Nuevos soles por unidad monetaria)

	Ponderación *	Nominal		Real	
		Var. Dic. 07/ Dic. 06	Var. Set. 08/ Dic. 07	Var. Dic. 07/ Dic. 06	Var. Set. 08/ Dic. 07
Estados Unidos	29,2%	-7,0	-0,5	-7,0	-1,4
Euro zona	12,3%	2,4	-2,0	1,2	-4,5
Japón	4,0%	-3,1	4,8	-6,5	1,3
Brasil	5,5%	11,8	-1,1	12,1	-1,6
Reino Unido	1,3%	-4,6	-17,1	-6,4	-18,2
Chile	6,7%	-1,6	-6,9	1,7	-5,2
China	11,4%	-1,3	7,3	2,2	6,0
Colombia	4,2%	4,6	-3,4	5,9	-2,1
México	2,9%	-6,9	1,4	-6,9	0,1
Argentina	2,6%	-10,5	-0,6	-6,5	0,4
Corea	2,2%	-7,7	-18,3	-8,0	-18,7
Taiwán	1,9%	-6,7	0,8	-7,5	-0,8
Venezuela	3,1%	-7,0	-0,5	9,6	14,7
Canadá	4,8%	7,0	-5,6	5,8	-7,3
Ecuador	4,6%	-7,0	-0,5	-8,1	2,3
Suiza	3,4%	-1,4	2,1	-3,5	-1,8
Canasta	100,0%	-1,7	-1,0	-2,5	-1,4

\* Ponderación con respecto al comercio de 2005.

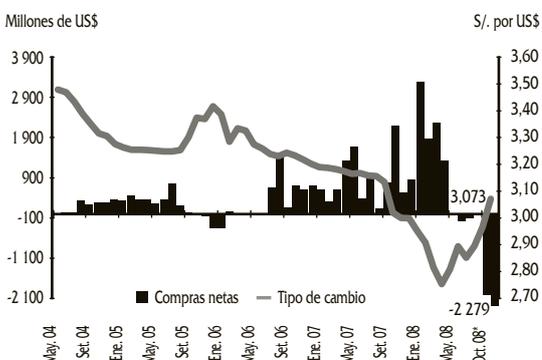
73. En los últimos meses el tipo de cambio registró una mayor volatilidad al alza en un contexto de mayor incertidumbre generada por la actual crisis financiera internacional.

**Gráfico 61**  
**SALDO DE VENTAS NETAS<sup>1/</sup> FORWARD Y TIPO DE CAMBIO**



1/ Corresponde a las operaciones de la banca con el público (venta menos compras).

**Gráfico 62**  
**COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL BCRP Y TIPO DE CAMBIO**



\* Al 23 de octubre.

En agosto el tipo de cambio estuvo influenciado por el cierre de posiciones de inversionistas no residentes y por el fortalecimiento del dólar. Durante la primera quincena del mes, la no-renovación de los vencimientos de contratos *forward* compra sin entrega y el registro de contratos venta *forward* con entrega generaron demanda de dólares en el mercado *spot* presionando el tipo de cambio al alza. En el mes de setiembre, las presiones depreciatorias provinieron tanto del mercado *forward* como *spot* en un contexto de mayor demanda de dólares.

74. Las expectativas del tipo de cambio futuro han sido volátiles influenciadas por la incertidumbre asociada a la crisis financiera internacional, reflejándose en mayor volatilidad del tipo de cambio *spot*. Por su parte, el saldo de ventas netas *forward* ha pasado de un saldo negativo de US\$ 773 millones el 23 de junio a menos US\$ 1 669 millones (expectativas apreciatorias) el 4 de agosto; para posteriormente revertirse a menos US\$ 413 millones el 30 de setiembre.

75. En este escenario de alta volatilidad, el Banco Central de Reserva intervino en el mercado cambiario a través de la Mesa de Negociaciones en los meses de junio, julio y setiembre con la venta de US\$ 164 millones, US\$ 115 millones y US\$ 2 008 millones, respectivamente.

76. En el segundo trimestre las Reservas Internacionales Netas se incrementaron en US\$ 1 942 millones, principalmente por los mayores depósitos del sistema financiero en el Banco Central (US\$ 1 281 millones). En el tercer trimestre las RIN han disminuido en US\$ 817 millones, explicado por las ventas de dólares del BCRP por un monto de US\$ 2 123 millones las que fueron compensadas por los mayores depósitos de las instituciones del sistema financiero por US\$ 1 644 millones.

**Cuadro 25**

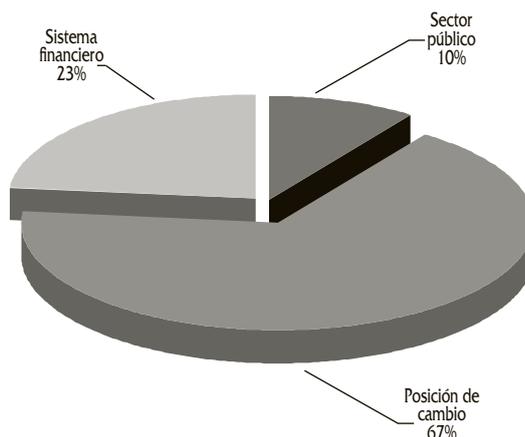
**FLUJO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(Millones de US\$)

	2004	2005	2006	2007	IT 2008	IIT 2008	IIIT 2008
<b>I. OPERACIONES CAMBIARIAS</b>	<b>1 854</b>	<b>767</b>	<b>2 861</b>	<b>7 070</b>	<b>6 493</b>	<b>338</b>	<b>-2 458</b>
1. Compras netas en Mesa de Negociación	2 340	2 699	3 944	10 306	7 409	1 155	-2 123
a. Compras	2 340	3 130	4 299	10 306	7 409	1 319	0
b. Ventas	0	-431	-355	0	0	-164	-2 123
2. Compras netas al sector público	-487	-1 935	-1 084	-3 275	-952	-820	-337
3. Otras operaciones (neto)	2	3	1	39	36	3	2
<b>II. DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO</b>	<b>23</b>	<b>1 251</b>	<b>-684</b>	<b>1 154</b>	<b>-604</b>	<b>1 281</b>	<b>1 644</b>
<b>III. DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO</b>	<b>359</b>	<b>-587</b>	<b>245</b>	<b>630</b>	<b>-921</b>	<b>434</b>	<b>244</b>
<b>IV. OTROS</b>	<b>201</b>	<b>35</b>	<b>756</b>	<b>1 560</b>	<b>920</b>	<b>-110</b>	<b>-247</b>
<b>V. TOTAL</b>	<b>2 437</b>	<b>1 466</b>	<b>3 178</b>	<b>10 414</b>	<b>5 888</b>	<b>1 942</b>	<b>-817</b>
<b>SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>12 631</b>	<b>14 097</b>	<b>17 275</b>	<b>27 689</b>	<b>33 576</b>	<b>35 518</b>	<b>34 702</b>

#### RECUADRO 4 ACUMULACIÓN PREVENTIVA DE RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales están formadas por activos externos altamente líquidos y son administradas por el Banco Central de Reserva del Perú. Estos activos son de disponibilidad inmediata y pueden ser usados para enfrentar choques macroeconómicos adversos, tales como salidas inesperadas de capitales<sup>3</sup>.

**COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES  
20 de Octubre 2008: US\$ 33 150 millones**



La creciente globalización financiera ha generado una mayor movilidad de capitales que no siempre está asociada al cambio en la percepción de riesgo de una economía con buenos fundamentos económicos (disciplinas fiscal y monetaria). En algunos casos este flujo de capitales se origina del “contagio” por sucesos adversos ocurridos en otras economías. En estas circunstancias, siempre existe la posibilidad de una eventual salida abrupta de capitales y para poder hacer frente a los efectos que ésta tendría, se requiere disponer de activos líquidos en moneda extranjera.

En ese sentido, las reservas internacionales permiten:

**Reducir la excesiva volatilidad del tipo de cambio.** Permiten intervenir en el mercado cambiario para estabilizar movimientos bruscos en el tipo de cambio dado que las reservas internacionales otorgan liquidez en el mercado cambiario en una situación de escasez de moneda extranjera.

**Proveer de liquidez en moneda extranjera frente a choques externos.** Las reservas internacionales permiten enfrentar salidas inesperadas de capitales, que afectan la liquidez de las entidades financieras. En caso de salidas de capital, el Banco Central utiliza las reservas internacionales para proveer fondos en moneda extranjera a las entidades del sistema financiero, aliviando los efectos de la contracción de la liquidez y previniendo posibles reducciones drásticas del crédito al sector privado.

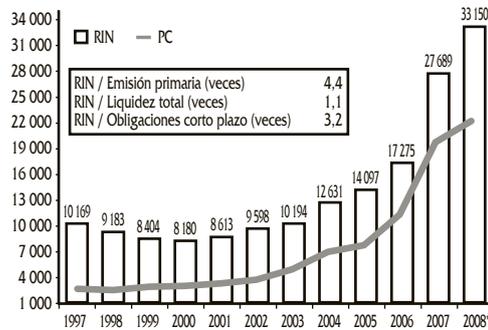
**Actuar como prestamista de última instancia en moneda extranjera.** En economías dolarizadas, las reservas internacionales permiten que el Banco Central pueda actuar como prestamista de última instancia en moneda extranjera<sup>4</sup>, frente a potenciales retiros de depósitos, contribuyendo a fortalecer la confianza y solidez del sistema financiero.

**Generar confianza en la solidez de la economía.** La acumulación de reservas tiene un impacto positivo en el riesgo país. Mayores niveles de reservas internacionales reflejan una posición más líquida, generando mayor confianza y credibilidad en la economía por parte de los agentes económicos participantes en los mercados internacionales, mejorando la sostenibilidad de la posición externa y por lo tanto, la calificación crediticia.

3. Jeanne, Olivier y Ranciére Romain. 2006. “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications”. *IMF Working Paper* 06/229.

4. Green Russell y Torgerson, Tom. 2007. “Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Market a Blessing or a Burden?” *Department of Treasury: Office of International Affairs. Occasional Paper* No 6.

**RESERVAS INTERNACIONALES (RIN) Y POSICIÓN DE CAMBIO (PC) DEL BCRP**  
(Millones de US\$)



\* Al 20 de octubre.

Tan importante como mantener un nivel adecuado de reservas internacionales es contar con los instrumentos adecuados para facilitar su disponibilidad inmediata al sistema financiero en caso de producirse salidas abruptas de capital. Por ello, el BCRP cuenta con una gama amplia de instrumentos que cumplen este propósito y que permitirían en caso de ser necesario poner a disposición del sistema financiero liquidez en moneda extranjera de manera oportuna y en las magnitudes que se requieran. Estos instrumentos son:

- a. **Venta de dólares en el mercado cambiario**, permite enfrentar presiones al alza en el tipo de cambio y provee simultáneamente de liquidez en dólares a la banca.
- b. **Recompra permanente y/o temporal de CDBCRP y de CDBCRP-NR**, permite intercambiar los Certificados del BCRP por liquidez en moneda extranjera.
- c. **Subastas de certificados del BCRP reajustables con el tipo de cambio**. Permiten retirar nuevos soles a cambio de un título indexado al tipo de cambio.
- d. **Repos y Créditos de Regulación Monetaria para otorgar liquidez en moneda extranjera**. Estas operaciones deben de ser convenientemente colateralizadas para atender problemas de liquidez y no de solvencia de las entidades financieras.
- e. **Reducción de la tasa de encaje en dólares**, esta medida permitiría un retiro de fondos de encaje. Actualmente la tasa de encaje media de las empresas bancarias es 31,7 por ciento, monto equivalente a US\$ 5,7 mil millones.

**RECUADRO 5**  
**LA CORRELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL DINERO Y LA INFLACIÓN**

En este recuadro se analiza la evolución de la correlación entre la tasa de crecimiento del dinero y la inflación para la economía peruana. Esta correlación nos indica que tan informativos son los agregados monetarios respecto a la evolución de la inflación. Así cuando la correlación es alta existen factores comunes que explican la evolución de estas dos variables. Sin embargo, es importante precisar que en la medida que correlación no significa causalidad, una alta correlación no necesariamente es evidencia que la tasa de crecimiento del dinero explica la tasa de inflación. Igualmente, una baja correlación no significa que la política monetaria sea menos efectiva. Debido a que tanto la tasa de crecimiento del dinero y la inflación se determinan simultáneamente en el mercado monetario, la correlación entre estas variables va a depender tanto de los choques que afecten este mercado como del régimen monetario, tal como se discute a continuación.

Es importante sin embargo precisar que una menor correlación entre dinero e inflación no significa que la política monetaria sea menos efectiva para controlar la inflación. Por el contrario, la ausencia de esta correlación estaría mostrando la efectividad de la misma. En el caso extremo en el que el banco central mantenga la inflación siempre en el rango meta, la correlación entre inflación y dinero sería cercana a cero. Los resultados que se muestran en este recuadro evidencia este resultado.

Así, en economías, como la peruana, en donde la política monetaria moderna se basa en el control de tasas de interés, y las expectativas de inflación se mantienen ancladas, los agregados monetarios cumplen un rol menos importante en la determinación de la inflación.

Estudios empíricos de corte transversal a nivel internacional muestran que existe una alta correlación entre dinero e inflación. Tal como lo señalan McCandless y Weber (1995) altas tasas de crecimiento del dinero están asociadas generalmente a altas tasas de inflación, resultados que están en línea con los postulados básicos de la Teoría Cuantitativa del Dinero. Sin embargo la evidencia internacional también sugiere que esta relación no es estable en el corto plazo a lo largo del tiempo, tal como se documenta en De Gregorio (2003), King (2002) y Cochrane (1998). Para el caso chileno, Chumacero (2005) encuentra que aunque existe correlación positiva, los agregados monetarios no proveen información relevante para proyectar la inflación, existiendo en algunos casos causalidad inversa, en el sentido que la precedencia estadística va de inflación hacia agregados monetarios y no viceversa.

En el Perú, se observa una evolución similar. A partir de un análisis de correlaciones a distintas frecuencias (para capturar relaciones de corto y largo plazo) y de pruebas de causalidad a la Granger, **se encuentra que en el caso del Perú la correlación entre dinero e inflación se ha reducido significativamente a partir de la adopción el régimen de Metas explícitas de inflación (MEI) en el 2002**, llegando incluso a ser estas correlaciones negativas, para algunas frecuencias.

#### COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE CRECIMIENTO A 12 MESES DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LA TASA DE INFLACIÓN

	Alta frecuencia 1/	Menos de 2 años 3/	2 a 4 años 3/	Más de 4 años 3/
<b>1993:01 a 2001:12</b>				
Emisión	0,78	0,66	0,69	0,88
Circulante	0,74	0,63	0,62	0,88
Dinero	0,78	0,70	0,67	0,88
Cuasidineró MN	0,56	0,53	0,47	0,66
Liquidez MN	0,69	0,64	0,60	0,79
Liquidez ME	0,69	0,51	0,68	0,71
Liquidez total	0,95	0,87	0,95	0,96
Liquidez total_tcc 2/	0,71	0,60	0,69	0,73
<b>2002:01 a 2008:02</b>				
Emisión	0,46	-0,04	0,41	0,68
Circulante	0,34	-0,13	0,26	0,62
Dinero	0,38	-0,21	0,35	0,69
Cuasidineró MN	0,25	-0,64	0,16	0,62
Liquidez MN	0,31	-0,55	0,23	0,70
Liquidez ME	0,28	0,67	0,23	0,20
Liquidez total	0,37	0,27	0,31	0,49
Liquidez total_tcc 2/	0,40	0,00	0,32	0,56

1/ La serie en alta frecuencia es la serie original (tasa de crecimiento doce meses de los agregados).

2/ A tipo de cambio constante de diciembre 2007.

3/ Los coeficientes de correlación se calcularon sobre la serie filtrada utilizando la metodología de Christiano-Fitzgerald para frecuencias entre 2 y más de 4 años.

Igualmente las pruebas de causalidad en el sentido de Granger muestran que en el periodo correspondiente al régimen de MEI los resultados no dan la evidencia clara de una causalidad entre agregados monetarios e inflación, mientras que en el periodo de control de agregados monetarios esta causalidad es mas clara. Estos resultados son robustos aún cuando para el cálculo de las correlaciones y las pruebas de causalidad se controló por la evolución de la meta de inflación y de la actividad económica.

Asimismo, utilizando un modelo dinámico que relaciona agregados monetarios e inflación, se encuentra que el impacto de cambios exógenos en los agregados monetarios en la inflación se ha reducido drásticamente en el periodo 2002-2008, luego de la adopción del esquema de metas explícitas de inflación.

**RESPUESTA DE LA INFLACIÓN ANTE UN CAMBIO EN 1 PUNTO  
PORCENTUAL EN EL AGREGADO MONETARIO**

	1993 - 2008	1993 - 2001	2002 - 2008
Emisión	0,19	-0,10	-0,02
Circulante	0,11	-0,27	0,02
Dinero	0,03	-0,23*	-0,10
Cuasidinero MN	0,11	-0,14	-0,05
Liquidez MN	0,04	-0,13	-0,09
Liquidez ME	0,27*	0,29*	-0,09
Liquidez total	0,31*	0,25*	-0,04
Liquidez total_tcc	0,29*	0,25*	-0,11

\* El resultado es significativo al 5 por ciento.

¿Por qué la correlación entre dinero e inflación resulta inestable?. La correlación positiva entre tasas de crecimiento del dinero e inflación usualmente se deriva de la ecuación cuantitativa de Irving Fisher (1911), asumiendo que tanto la velocidad de circulación como el crecimiento de la actividad económica no están correlacionadas con la inflación o la cantidad de dinero. Sin embargo, hay que recordar que la ecuación cuantitativa<sup>5</sup>, es una identidad contable que no necesariamente establece una relación de causalidad y por tanto la correlación entre dinero e inflación que se deriva de esta identidad depende tanto de la fuente de choques que afectan la economía como del régimen monetario. En la medida que todas las variables involucradas en la ecuación cuantitativa son variables que se determinan simultáneamente, existen varios casos en los cuales la correlación entre dinero e inflación no es positiva.

Por ejemplo, supongamos que la economía experimenta una mejora en la productividad y el banco central fija la tasa de interés en función de la inflación. En este caso el producto potencial de la economía aumentará generando una brecha de producto negativa que presionará a la inflación a la baja. En respuesta el banco central reducirá sus tasas de interés, lo que juntamente con la mayor actividad económica inducirán a una mayor demanda por dinero. Por tanto, si utilizamos los datos de esta economía para calcular la correlación entre dinero e inflación encontraríamos un correlación negativa, y no positiva entre estas variables.

Una correlación positiva entre dinero e inflación es mucho más probable cuando no existe un ancla nominal clara en la economía. En este caso, ante cualquier choque que afecte a la economía, las expectativas de inflación se desvían de la meta del Banco Central de manera permanente. Supongamos por ejemplo que la economía experimenta un choque negativo de productividad que genera mayor inflación temporalmente, si ante este choque las expectativas de inflación aumentan, la velocidad de circulación también aumentará, generando una menor demanda por dinero, que dada la oferta por dinero terminará generando mayor inflación. En economías en donde existe una ancla nominal bien definida, como en aquellos países en los que la política monetaria se implementa mediante esquemas de metas explícitas de inflación, por el contrario los choques que afectan a la economía solo tienen efectos transitorios en la inflación debido a que las expectativas de inflación no se desvían permanentemente de la meta y el banco central actúa procurando que la inflación converja al rango meta. En ese sentido, la disminución de la correlación entre dinero e inflación para Perú luego de la adopción del esquema de metas de inflación mostraría la ganancia de credibilidad en la capacidad del banco central para alcanzar su meta de inflación y mantener las expectativas de inflación ancladas.

**Referencias:**

- Chumacero, R. (2005). "No estaba muerta: La teoría cuantitativa y la relación entre dinero e inflación", Documento de Trabajo, Banco Central de Chile.
- Cochrane, J. (1998). "A Frictionless Model of U.S. Inflation", en B. Bernanke y J. Rotemberg (editores), *NBER Macroeconomics Annual*. MIT press.
- De Gregorio, J. (2003). "Dinero e Inflación: En Qué Estamos?", *Economía Chilena* 6, 5-19.
- De Gregorio, J. (2003). "Mucho Dinero y Poca Inflación: Chile y la Evidencia Internacional", *Cuadernos de Economía* 40, 716-24.
- King, M. (2002). "No Money, No Inflation - The Role of Money in the Economy", *Bank of England Quarterly Bulletin* 2, 162-77.
- McCandless, G y Weber, W. (1995), "Some Monetary Facts", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 19, No 3, 2-11

5.  $MV=PY$ , donde M es la oferta monetaria, V es la velocidad de circulación del dinero, P es el nivel de precios e Y es el nivel del producto bruto interno.

**RECUADRO 6**  
**PASS-THROUGH DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS**

El *pass-through* mide el impacto que tienen las fluctuaciones en el tipo de cambio sobre la tasa de inflación. Cuando el *pass-through* es alto, incrementos en el tipo de cambio se transmiten rápidamente hacia la inflación dificultando el control monetario. Como concluyen estudios tales como el de Obstfeld (1982), un alto *pass-through* puede degenerar en un espiral depreciación-inflación que comprometa la estabilidad monetaria. Sin embargo, el nivel de *pass-through* no es independiente del desempeño de la política monetaria y de la inflación. Cuando la inflación es baja, las empresas tienen menos incentivos a fijar sus precios en moneda extranjera porque en este caso aumentos (disminuciones) en el tipo de cambio encarecen (abaratan) sus productos generando volatilidad en la demanda por sus bienes.

Para el caso peruano se han realizado diversos trabajos que han estimado el coeficiente de traspaso tipo de cambio a precios. Como se observa en la siguiente tabla, las estimaciones varían considerablemente.

**ESTUDIO DE PASS-THROUGH**

Autor (es)	Pass - Through A un año	Vida Media (meses)	Periodo analizado
Armas et al (2001)	12	-	1991-2000
Clinton y Perrault (2001)	22	-	1990-1999
Gonzales (2000)	22	12	1992-1999
Hausmann et al (2000)	49	5	1990-2000
Mihaljek y Klan (2001)	22	-	1990-2000
	13	-	1996-2001
Moron y Winkelried (2002)	10	más de 30	1992-2001
Miller (2003)	15	6	1994-2002

Fuente: Winkelried (2003).

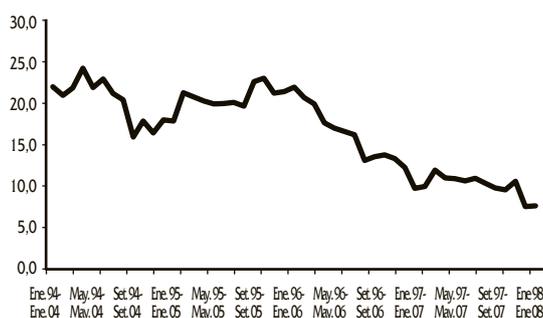
Autores como Cunningham y Haldance (1999), Goldfajn y Werlang (2000) y Taylor (2000), encuentran que durante la década de los noventa muchos países registran una notable disminución en la influencia de las fluctuaciones cambiarias sobre el nivel de precios. Los autores argumentan que esto es debido a factores tales como la mayor apertura comercial y los procesos desinflacionarios experimentados.

En el Perú, la estabilidad de precios ha llevado a una disminución del coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios. Winkelried (2003) resalta la existencia de esta inestabilidad en el coeficiente de *pass-through*, donde la inestabilidad en los parámetros no tiene la connotación de "error de especificación" o de "problema econométrico"; sino más bien está asociada al estado de la economía, en particular, a la estabilidad de precios alcanzada durante la última década.

El siguiente gráfico muestra los resultados de la estimación del *pass-through* a un año para la economía peruana considerando una muestra de datos más reciente. Como se puede observar en este gráfico, la tendencia decreciente en el nivel de *pass-through* reportada por estudios anteriores se ha mantenido. Así, al 2008 este coeficiente es del orden del 10 por ciento, por debajo del valor estimado a inicios de 2004, año en el que el *pass-through* a un año alcanzó 20 por ciento.

**ESTIMACION DEL PASS-THROUGH SEGÚN INICIO DE LA MUESTRA**

(En porcentaje de una depreciación)



Sin embargo, es importante señalar, que el nivel del *pass-through* no es independiente del ciclo económico ni del tamaño de la depreciación. Tal como lo muestra Winkelried (2003), el *pass-through* puede ser hasta el doble de su valor normal en periodos de expansión económica. Asimismo, puede llegar a ser entre 8 a 10 por ciento mayor cuando la depreciación es superior al 10 por ciento. Esta no linealidad en el *pass-through* estaría asociada a la frecuencia con la que las empresas reajustan sus precios ante cambios en sus costos y a la facilidad con la que pueden trasladar estos aumentos de costos. Así por ejemplo, en periodos de expansión económica es mucho más fácil para las empresas subir precios debido a que, en estos casos, la demanda es menos elástica al precio. De igual manera, cuando los choques de costos son grandes tienen un mayor impacto en la industria y por tanto un mayor número de empresas reajustará sus precios, generando un mayor *pass-through*.

**Referencias:**

- Cunningham, A. y A. Haldane (1999), “*The monetary transmission mechanism in the United Kingdom: Pass-through and policy rules*”, *Bank of England*, edición mimeografiada.
- Goldfajn, I. y S. Werlang (2000), “*The pass-through from depreciation to inflation: A panel study*”, Banco Central do Brasil, Working Paper, 5.
- Miller, S. (2003), “*Estimación del pass-through del tipo de cambio a precios: 1995 – 2002*”, Banco Central de Reserva del Perú, edición mimeografiada.
- Obstfeld, M. (1982), “*Aggregate spending and the terms of trade: Is there a Laursen –Metzler effect?*”, *Quarterly Journal of Economics*, 97, pp. 251 – 270.
- Taylor, J. (2000), “*Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms*”, *European Economic Review*, 44, pp. 1389 – 1408.
- Winkelried, D. (2003), “*¿Es asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un análisis agregado*”, Banco Central de Reserva del Perú, edición mimeografiada .
-

## VI. Inflación

Entre diciembre 2007 y junio de 2008, los precios internacionales de los alimentos como maíz, trigo y soya registraron alzas sostenidas, causadas por un aumento en la demanda proveniente principalmente de países emergentes, en un contexto de mayores precios de petróleo, producto de factores climáticos e inventarios históricamente bajos de estos productos.

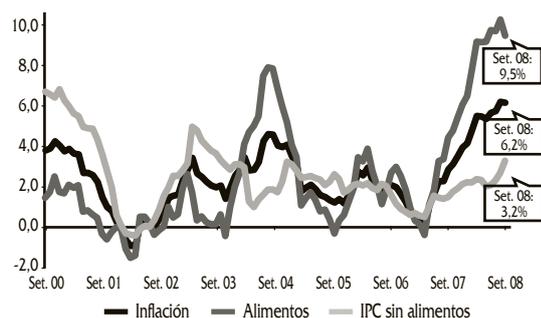
Sin embargo, la actual crisis financiera y las crecientes expectativas de desaceleración mundial vienen prevaleciendo sobre las proyecciones de commodities y los precios de alimentos no están ajenos a esta tendencia. En este contexto, la tendencia creciente observada desde el año pasado en los precios de los commodities empezó a revertirse desde el mes de julio hasta alcanzar niveles incluso por debajo de los registrados en diciembre de 2007.

Los efectos en el mercado interno se vienen reflejando, aunque muy lentamente, en los precios de los productos con un alto componente importado.

Al mes de setiembre la tasa de inflación últimos 12 meses fue 6,22 por ciento. El grupo de alimentos y bebidas aumentó 9,49 por ciento, en tanto que el aumento del resto de la canasta fue 3,22 por ciento, lo que refleja el alza en el pasaje urbano y de los combustibles (5,7 y 5,2 por ciento respectivamente) en los últimos doce meses.

**Gráfico 63**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR TOTAL Y DEL RUBRO ALIMENTOS Y BEBIDAS**

(Variación porcentual últimos 12 meses)



### Ejecución de la inflación

77. Los efectos de los choques de oferta de alimentos, iniciados en marzo de 2007, continuaron hasta el mes de setiembre, lo que aunado al alza en los precios de los combustibles y el pasaje urbano, acumularon un aumento de 5,3 por ciento en el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como resultado de ello, la tasa de inflación últimos doce meses llegó a alcanzar un nivel de 6,22 por ciento en setiembre.

78. Los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación acumulada en el periodo enero–setiembre fueron comidas fuera del hogar, pasaje urbano, papa, carne de pollo, arroz y combustibles. Por otro lado, los rubros con mayor contribución negativa en la inflación fueron electricidad, azúcar, transporte nacional y teléfonos.

**Cuadro 26**

**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN  
ENERO - SETIEMBRE 2008**  
(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var.%	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var.%	Contribución negativa
Comidas fuera del hogar	12,0	6,7	0,77	Electricidad	2,2	-7,5	-0,16
Pasaje urbano	8,0	5,4	0,44	Azúcar	1,4	-7,8	-0,10
Papa	1,5	27,2	0,42	Transporte nacional	0,3	-15,8	-0,06
Carne de pollo	4,0	11,8	0,41	Teléfonos	1,3	-4,1	-0,03
Arroz	2,3	13,8	0,33				
Combustibles	3,9	5,1	0,29				
<b>Total</b>			<b>2,66</b>				<b>-0,35</b>

79. Desde mediados de 2007, el IPC que excluye alimentos ha mostrado un menor dinamismo que el IPC total. En setiembre, la tasa últimos doce meses fue 3,2 por ciento. El indicador que excluye adicionalmente combustibles y electricidad registró una variación de 3,4 por ciento.

**Cuadro 27**

**INFLACIÓN**

	Pond.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
								Ene.-Set. 12 meses	
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>	<b>1,49</b>	<b>1,14</b>	<b>3,93</b>	<b>5,29</b>	<b>6,22</b>
Alimentos y bebidas	47,5	0,50	1,89	4,00	1,13	1,76	6,02	8,2	9,5
Combustibles y electricidad	6,2	12,81	4,23	15,93	4,01	-3,16	5,21	1,8	2,1
Resto de bienes y servicios	46,3	1,06	2,86	1,09	1,36	1,28	1,49	2,8	3,4
Bienes	21,0	1,44	0,58	-0,36	1,03	0,56	1,79	1,9	2,5
Transporte	8,4	0,11	10,99	3,49	1,29	1,12	0,82	4,4	5,8
Servicios públicos	2,4	-3,62	0,81	0,46	-0,83	1,22	-1,44	2,7	2,7
Resto de servicios	14,5	1,81	1,76	1,72	2,47	2,28	2,03	3,0	3,3
<b>Memo:</b>									
Subyacente	60,6	1,23	0,73	1,23	1,23	1,37	3,11	3,9	5,3
Subyacente sin alimentos	35,5	1,60	1,11	0,49	1,53	1,33	1,85	2,4	2,9
No subyacente	39,4	1,96	5,16	6,75	1,87	0,83	5,07	7,1	7,5
Inflación sin alimentos y bebidas	52,5	2,45	3,03	3,03	1,75	0,61	2,02	2,6	3,2

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

**Comidas fuera del hogar:**

El alza acumulada en enero-setiembre en este rubro (6,7 por ciento) está relacionada al mayor precio de los alimentos y bebidas (8,2 por ciento), afectados principalmente por el aumento de las cotizaciones internacionales de los insumos,

---

que afectaron principalmente productos como pollo, aceite, fideos y arroz y por los mayores costos de producción de productos agrícolas, entre otros.

**Pasaje urbano:**

El aumento de los pasajes (5,4 por ciento) respondió al incremento del precio de los combustibles registrado desde el mes de junio. El precio de la gasolina acumuló un alza de 6,7 por ciento, mientras que el del diesel de 16 por ciento.

**Papa:**

El aumento en el precio de la papa (27,2 por ciento) se explica principalmente por la culminación de la campaña grande en el valle del Mantaro y la menor producción proveniente de Huánuco e Ica. Esto último refleja tanto el mayor precio de los fertilizantes y pesticidas como una mayor orientación a cultivos más rentables como el maíz amarillo duro que en la época de siembra registraba precios más atractivos.

**Carne de pollo:**

El alza del precio de la carne de pollo (11,8 por ciento) estuvo relacionada a una mayor demanda, a lo que contribuyó el menor abastecimiento de productos sustitutos, principalmente jurel (33 por ciento en el período enero-setiembre con respecto al mismo período del año anterior). Las colocaciones de pollos bebé, principal indicador del nivel de oferta de la carne de pollo, aumentaron 6 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.

El precio del maíz, principal insumo en la elaboración de los alimentos balanceados, aumentó sostenidamente hasta el mes de junio (67 por ciento) alcanzando un precio de US\$/TM 280. A partir de allí, el precio empezó a disminuir siguiendo la evolución del precio del petróleo (biocombustibles). A comienzos de octubre, el precio se ubicó en US\$/TM 160, nivel similar al promedio de diciembre 2007 (US\$/TM 159). La tendencia en el precio de maíz estaría influenciada por el sesgo a la baja en el precio de petróleo, en una coyuntura de desaceleración de la actividad mundial. El 21 de octubre el precio de maíz llegó a US\$/TM 146,8.

**Arroz:**

El aumento en el precio interno del arroz (13,8 por ciento) refleja las mayores cotizaciones internacionales (90 por ciento en setiembre con respecto a diciembre 2007), afectadas principalmente por la disminución de las existencias mundiales y el establecimiento de restricciones a la exportación en varios de los países exportadores. Ello fue atenuado por la evolución favorable de la producción nacional (el arroz

cáscara aumentó 10 por ciento en el periodo enero–agosto 2008 comparado con el mismo período del año anterior), que presenta una participación mayor al 90 por ciento en el total del abastecimiento a Lima Metropolitana.

Luego de aumentar 190 por ciento hasta mayo de 2008 (US\$/TM 1 100), el precio del arroz tailandés (de calidad 100 por ciento B, referente del mercado internacional) se ha venido corrigiendo lentamente a la baja, hasta llegar a cotizar en octubre en US\$/TM 680. Esta corrección se inició con el levantamiento de las restricciones comerciales impuestas al arroz por parte de los principales países productores y exportadores.

#### **Azúcar:**

El precio del azúcar disminuyó 7,8 por ciento debido principalmente a un aumento de la producción nacional de caña de azúcar (14,3 por ciento en el período enero-agosto con respecto al mismo período del año anterior) como resultado de la mejor gestión de las empresas azucareras ubicadas en La Libertad y Lambayeque.

#### **Combustibles:**

El aumento en el precio de los combustibles (5,1 por ciento) responde al alza de la cotización internacional del petróleo.

En el tercer trimestre de 2008 se continuó con la política de contener el costo fiscal del Fondo mediante la elevación de las bandas de precios del Fondo así como con ajustes en la metodología de cálculo de los precios de referencia utilizados para determinar las compensaciones. Asimismo, se amplió la garantía estatal sobre el Fondo en S/. 1 500 millones (con lo que la garantía alcanzó los S/. 3 760 millones) y se autorizó el pago a las refinerías de S/. 750 millones con el fin de reducir los pasivos con dichas empresas. Con ello los pagos realizados en el presente año ascienden a S/. 2 150 millones.

El 12 de agosto se elevaron las bandas de precios de la gasolina de 84 octanos (en S/. 0,50 por galón), diesel (en S/. 0,40 por galón) y residuales (en S/. 0,85 por galón). Esta medida generó un incremento promedio en los precios finales de la canasta de combustibles de 4 por ciento, que no fue mitigado con reducciones adicionales en el Impuesto Selectivo al Consumo que grava estos productos. Se estima que esta medida ha reducido las compensaciones del Fondo en S/. 93 millones durante el tercer trimestre de 2008.

Las compensaciones del Fondo otorgadas en el tercer trimestre se estiman en S/. 1 088 millones, con lo que los pasivos con las refinerías al cierre de setiembre habrían ascendido a S/. 1 677 millones, monto que deduce el pago de S/. 750 millones realizado los primeros días de octubre.

## Cuadro 28

## PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES

(Variación porcentual anual)

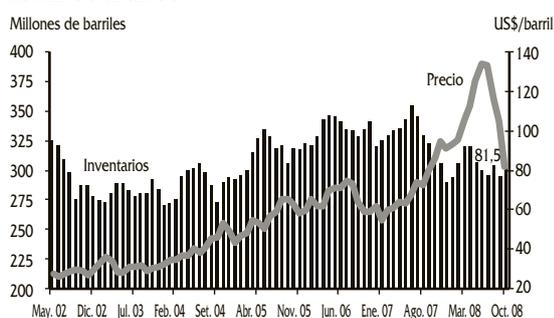
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
							Ene.-Set.	12 meses
<b>Combustibles</b>	<b>15,6</b>	<b>8,9</b>	<b>17,8</b>	<b>6,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
Gasolina	15,7	9,7	17,7	9,2	-6,2	10,7	6,7	6,4
Gas	11,3	4,2	15,3	-10,9	0,3	1,3	4,1	4,1
Kerosene	20,4	13,0	20,3	21,0	2,2	5,8	4,3	4,7

## Cotización WTI (fin de periodo)

US Dólares	29,4	32,1	43,3	59,4	61,9	91,7	106,5
Nuevos soles	103,5	111,3	142,0	203,3	198,6	273,4	315,9

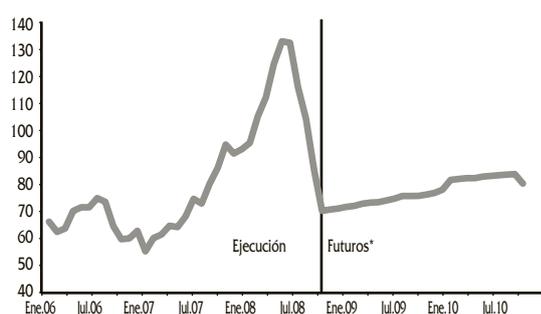
Fuente: INEI, Bloomberg.

**Gráfico 64**  
PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bloomberg, Departamento de Energía de EUA.

**Gráfico 65**  
PETRÓLEO: PRECIO SPOT Y FUTURO



\* Al cierre del 16 de octubre de 2008.

Entre diciembre 2007 y octubre 2008, el precio de petróleo ha caído alrededor de 30 por ciento. En la evolución del precio de crudo se distinguen tres periodos: i) expectativas de crecimiento de la demanda de petróleo y restricciones temporales de oferta (entre diciembre 2007 y junio 2008, el precio aumentó 51 por ciento hasta un récord de US\$/bl. 145,3), ii) temores crecientes de desaceleración económica mundial (entre julio y setiembre el precio cayó a US\$/bl. 91,1 el 15 de setiembre) y iii) elevada incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros y su impacto sobre la demanda mundial que generó un periodo de alta volatilidad.

Además de los factores estructurales, como restricciones en la oferta de crudo por la falta de inversiones para exploración y refinación, el bajo nivel de inventarios en Estados Unidos y la sostenida demanda de China y otros países emergentes; una serie de eventos temporales tales como: factores climáticos (temporada de huracanes en el Golfo de México: Gustav y Ike), huelgas y paralizaciones (Nigeria) y tensiones geopolíticas vinieron dando soporte al elevado precio de petróleo. En el horizonte de proyección la cotización internacional del petróleo WTI se ubicaría entre US\$ 70 y US\$ 80 por barril.

**Electricidad:**

La caída en electricidad (7,5 por ciento) responde al reajuste en las tarifas aprobadas por Osinergmin, considerando los cambios en los costos de generación y el precio de la energía que contratan las distribuidoras mediante licitaciones. Los costos de la electricidad han venido variando en función del tipo de cambio y el tipo de energía utilizada (mayor uso del gas natural en sustitución del petróleo).

**Cuadro 29**

**TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS**  
(Variación porcentual)

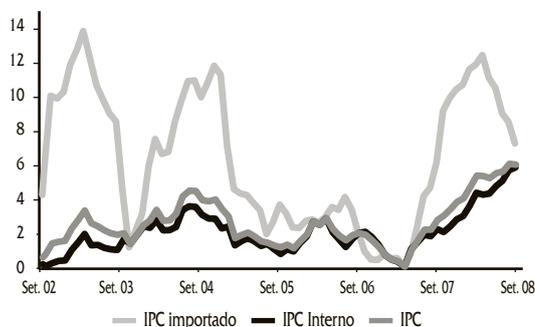
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
							Ene.-Set. 12 meses	
<b>Servicios públicos</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,1</b>
Electricidad	7,9	-4,6	12,0	-2,5	-7,3	1,9	-7,5	-6,7
Teléfonos	-8,3	0,3	-2,0	-7,0	-6,2	-7,2	-4,1	-4,1
Agua	2,3	0,9	3,0	5,2	8,5	3,2	8,1	8,1

Fuente: INEI, Bloomberg.

**Inflación importada**

81. La inflación importada tuvo a setiembre una variación anual de 7,2 por ciento (menor al 11,2 por ciento registrado en mayo). Esta desaceleración se explica por la evolución del componente de alimentos importados cuya tasa anual pasó de 23,3 por ciento en mayo a 12,4 por ciento por el efecto de la desaceleración en el precio de los commodities en los precios del pan (de 19 por ciento en mayo a 9 por ciento en setiembre), fideos (de 17 a 11 por ciento) y aceites (de 55 a 32 por ciento).

**Gráfico 66**  
**INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



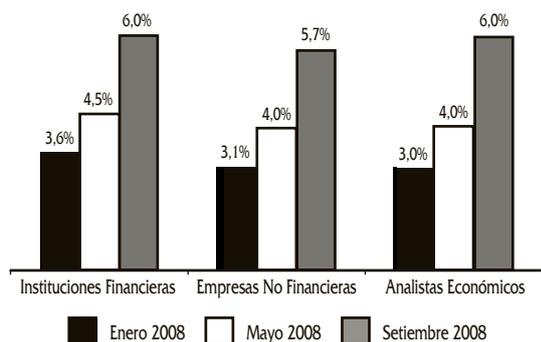
**Cuadro 30**

**INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO**  
(Variación porcentual acumulada)

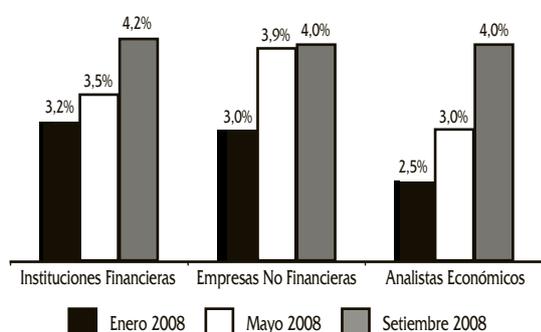
	Pond.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
								Ene.-Set. 12 meses	
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>10,3</b>	<b>3,0</b>	<b>11,3</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>10,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,2</b>
Alimentos	5,4	10,0	-0,1	10,9	-1,5	2,1	18,8	5,2	12,4
Combustibles	3,9	15,6	8,9	17,8	6,9	-1,5	6,4	5,1	5,2
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,4	-1,9	-2,8	-1,2	-1,3	-1,5	-0,6	-1,3
Otros	1,8	3,4	1,4	3,2	2,3	0,6	0,5	-0,8	-1,4
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>
<b>Tipo de cambio</b>		<b>2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-5,4</b>
Importado no alimentos	6,7	10,6	5,6	11,7	5,0	-1,0	4,3	3,3	3,2
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	-0,7	2,2	3,0	1,5	1,7	4,1	8,7	9,0
Doméstico no alimentos	45,8	1,2	2,6	1,6	1,3	0,9	1,6	2,5	3,2

Con respecto a la evolución internacional del trigo, entre diciembre 2007 y setiembre 2008, el precio promedio del trigo se ha reducido 22 por ciento. La tendencia descendente en el precio se viene observando, casi sin interrupciones, desde el mes de marzo; la única excepción fue la volatilidad observada en junio por las inundaciones en Estados Unidos. A partir de setiembre, el precio del trigo se cotiza en los mercados internacionales en US\$/TM 227. Esta cotización tiene un sesgo a la baja debido a las mayores evidencias de desaceleración

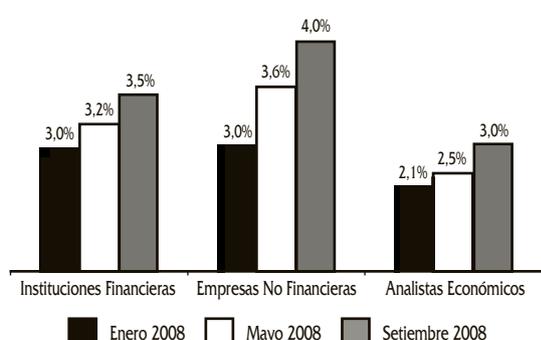
**Gráfico 67**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2008**



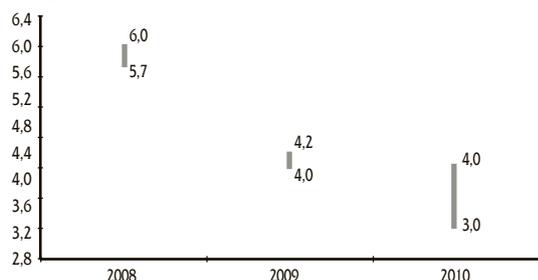
**Gráfico 68**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2009**



**Gráfico 69**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 2010**



**Gráfico 70**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN\***  
(Rango de dispersión)



\* Encuesta de Expectativas Macroeconómicas: Setiembre 2008.

mundial y perspectivas favorables de producción en Argentina, Australia y Estados Unidos (el 21 de octubre el precio fue US\$/TM 195).

En cuanto al **aceite de soya**, entre diciembre 2007 y setiembre 2008, el precio del aceite de soya disminuyó 2,4 por ciento. Durante este periodo, la evolución del precio fue bastante errática hasta el mes de julio, cuando el precio empezó a disminuir sostenidamente. Este último tramo estuvo marcado por la tendencia a la baja del precio de petróleo. A fines de setiembre, los precios del grano y aceite de soya cerraron en US\$/TM 370 y US\$/TM 924, respectivamente (21 de octubre el precio de soya fue US\$/TM 329 y el de aceite de soya, US\$/TM 759). Este mercado, al igual que el de maíz, es fuertemente influenciado por la evolución del precio de petróleo.

**Expectativas de inflación**

- 82. El aumento de la tasa de inflación de los últimos 12 meses (de 5,39 por ciento en mayo a 6,22 por ciento en setiembre), en un contexto de mayor incertidumbre en los mercados internacionales, se ha visto reflejado en la percepción de todos los agentes económicos que han elevado sin excepción sus pronósticos de inflación para los años 2008, 2009 y 2010.
- 83. Así, los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas muestran una revisión al alza entre las encuestas de mayo y setiembre. Para 2008 las empresas no financieras aumentaron sus previsiones de inflación de 4,0 a 5,7 por ciento; mientras que los analistas económicos y las instituciones financieras lo hicieron de 4,0 y 4,5 por ciento a 6,0 por ciento, en ambos casos. Para 2009, el rango de inflación esperada está entre 4,0 y 4,2 por ciento (en el anterior Reporte estaba entre 3,0 y 3,9 por ciento). Para 2010, las expectativas se sitúan entre 3,0 y 4,0 por ciento para los distintos agentes tendiendo a descender respecto a los niveles proyectados en los años previos.

**Precios de insumos**

- 84. No obstante las mayores expectativas de inflación recogidas por las encuestas, en lo referido a la evolución de costos y precios de las empresas no financieras, se observa una disminución del porcentaje que experimentó o espera subida de precios.

Así, el porcentaje de empresas que manifiesta haber experimentado incrementos en los precios de sus insumos se redujó de 45 por ciento en mayo a 37 por ciento en setiembre.

De igual forma, entre las empresas que enfrentaron subidas en los precios de sus insumos se apreció una menor proporción de

aquellas que trasladaron esos aumentos a subidas en los precios de venta de sus bienes finales. Este porcentaje disminuyó de 19 a 16 por ciento entre las encuestas de mayo y setiembre.

En lo que se refiere a las expectativas de los empresarios acerca del precio de sus insumos para 3 ó 4 meses en adelante, se observa también una reducción en el porcentaje que espera un incremento de 44 por ciento en la encuesta de mayo a 41 por ciento en la encuesta de setiembre.

El porcentaje de empresarios que espera subir sus precios de venta en los próximos 3 ó 4 meses se ha estabilizado alrededor del 33 a 34 por ciento entre mayo y setiembre del presente año.

### Cuadro 31

#### PRECIOS DE INSUMOS Y DE VENTA

(Como porcentaje de las empresas que respondieron)

	Mayo 2008			Setiembre 2008		
	Mayor	Igual	Menor	Mayor	Igual	Menor
Precio de insumos (mes de la encuesta / mes previo)	45	54	0	37	58	6
Precio de venta (mes de la encuesta / mes previo)	19	75	7	16	72	12
Precio de insumos (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta)	44	53	3	41	54	5
Precio de venta (próximos 3 a 4 meses / mes de la encuesta)	33	63	3	34	60	6

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP.

#### Pronósticos de Inflación

85. La inflación proyectada para el periodo 2008-2010 se ha revisado al alza, principalmente en el corto plazo. Ello se explica, en primer término, por el mayor punto inicial de la proyección. Así, la evolución de la inflación en el periodo junio-setiembre ha sido superior a la proyección central del Reporte de Inflación de mayo debido a que los riesgos inflacionarios planteados en dicho reporte –aumentos de precios de combustibles y de alimentos, sumados a un entorno de mayores presiones de demanda interna– se han materializado rápidamente. La persistencia de este proceso de alza de precios se ha retroalimentado con las expectativas de inflación, las cuales se han venido incrementando de acuerdo con las encuestas del BCRP. Por otro lado, la depreciación nominal del Nuevo Sol del tercer trimestre también explica el mayor punto inicial de la proyección.

86. Se prevé que la inflación converja a la meta durante el segundo semestre de 2009. Los factores que sustentan esta proyección son, por un lado, la gradual reducción del impulso de demanda y la reducción de la inflación importada en comparación a los niveles observados en 2008.

87. Se estima que la reducción del impulso de demanda sobre la inflación estará enmarcada dentro de un mayor deterioro del crecimiento mundial en relación a lo esperado en el Reporte

---

de Inflación anterior. Este empeoramiento de las condiciones externas también favorecerá una mayor reversión de la inflación importada. En este contexto, se espera, además, un retorno de las expectativas de inflación hacia niveles consistentes con la meta.

88. La proyección toma en cuenta el dinamismo de la actividad económica reflejado en el crecimiento de la demanda interna de 12,9 por ciento en el primer semestre 2008, tasa superior a la proyección de 10,8 por ciento del Reporte de mayo. Sin embargo, se espera que este mayor impulso inicial sea contrarrestado por las condiciones externas reflejadas en términos de intercambio que caerían 8,8 y 8,3 por ciento en 2008 y 2009, respectivamente, y por un menor crecimiento mundial.
89. El aumento de los precios de los commodities alimenticios y del petróleo ha sido más persistente que lo previsto. Asimismo, en los últimos meses, el traspaso de la cotización internacional del crudo hacia los precios internos de los combustibles ha sido relativamente mayor, debido a la reducción gradual de las compensaciones del Fondo de Estabilización del Precio de Combustibles.
90. A pesar de la alta volatilidad de los precios de commodities generada tras el episodio reciente de convulsión financiera global, la perspectiva de un debilitamiento de la economía mundial imprime un sesgo hacia la baja en la proyección de estos precios. En el caso particular de los precios internos de combustibles, se espera que las compensaciones del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles continúen desempeñando un rol amortiguador del impacto de precios del petróleo. En el escenario base se espera que la cotización internacional promedio del crudo WTI pase de un promedio de US\$ 105 en 2008 a US\$ 75 en 2009.
91. En el periodo junio - setiembre, el Nuevo Sol se ha depreciado en casi 3 por ciento con respecto al dólar, mientras que la tasa anual promedio del componente importado de la inflación al por mayor ha sido superior al 8 por ciento. Estos elementos constituyen una fuente de traspaso de inflación importada y tipo de cambio hacia la inflación, ligada a aumentos de costos. Debido al panorama internacional de recesión global y de caída de precios de commodities importados, se espera que este componente indirecto de traspaso hacia la inflación se vaya moderando en el horizonte de proyección.
92. Adicionalmente, el escenario central asume un incremento moderado en las tarifas eléctricas durante 2009 debido a que no se producirían restricciones en la oferta de energía eléctrica.

En un contexto de incrementos de precios de alimentos y combustibles y de alto crecimiento de la demanda, las

expectativas de inflación se han ido ajustando hacia el alza. La orientación contracíclica de la política monetaria, implementada a través de las elevaciones de la tasa de interés de referencia y de las tasas de encaje, busca anclar las expectativas de inflación de largo plazo hacia la meta, de manera que los desvíos observados en la actualidad no continúen retroalimentándose con la inflación ejecutada. En línea con ello, se proyecta que las expectativas de inflación vayan moderándose en los próximos meses de manera consistente con los factores subyacentes a la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de proyección.

## VII. Balance de Riesgos

93. El balance de riesgos muestra la manera en que diversos factores afectan la proyección de inflación del escenario central. En el Reporte de Inflación de mayo la ponderación de riesgos dio como resultado un balance al alza sobre la proyección de inflación en el corto plazo. En efecto, la asimetría al alza considerada en ese entonces se ha concretado en la evolución de la inflación observada, pues la inflación entre los meses de junio y setiembre se ubicó cerca al límite superior de la proyección de inflación del Reporte de mayo.
94. Tras el actual episodio de estrés financiero en Estados Unidos, la volatilidad de los mercados a nivel internacional se ha incrementado considerablemente. Del mismo modo, la magnitud de las consecuencias de esta crisis sobre el sector real de la economía global es aún incierta. Este entorno constituye una fuente de mayor incertidumbre sobre la evolución macroeconómica doméstica y, en tal sentido, la incertidumbre alrededor de la proyección de la inflación ha aumentado.
95. Dados los desarrollos recientes de la economía doméstica y del entorno internacional, se mantienen los mismos riesgos sobre la proyección de inflación considerados en el Reporte de mayo, aunque con cambios en sus respectivas ponderaciones. Adicionalmente, se vuelve a incluir un factor que ya estuvo contemplado en anteriores reportes y que ha retomado importancia: el riesgo de restricciones en la oferta de energía eléctrica.

De esta forma, los principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto de su proyección en el escenario central son los siguientes:

- **Mayor deterioro de la economía mundial.** La agudización de la crisis financiera en Estados Unidos es consistente con la expectativa de un entorno internacional adverso. En particular, el escenario base contempla una reducción de los términos de intercambio. Asimismo, se asume

una desaceleración del crecimiento mundial que afectaría sobre todo a Estados Unidos. No obstante, la magnitud del impacto de la crisis podría ser aún mayor. Este riesgo de mayor recesión mundial, menores términos de intercambio y volatilidad financiera podría acarrear en el corto plazo un aumento del riesgo país que presionaría a la depreciación de las monedas de las economías emergentes respecto al dólar. En este escenario, la sólida posición de reservas internacionales del Banco Central le permitiría intervenir en el mercado de divisas para moderar la volatilidad cambiaria y proveer de liquidez al sistema financiero. Otros instrumentos de inyección de liquidez en ambas monedas también están disponibles para ser usados en caso de ser necesario para mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros.

En el mediano plazo, podría darse una disminución del dinamismo de la actividad económica. En este caso, se adoptaría una posición de política monetaria más flexible que sea consistente con el anclaje de la inflación en el nivel meta.

- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica.** El escenario central considera una cierta elevación de las tarifas eléctricas debido a la fuerte expansión de la demanda de electricidad que ha superado al crecimiento de la oferta. Existe la posibilidad de un agravamiento de este desequilibrio entre la oferta y la demanda eléctrica y, por tanto, de un racionamiento en el horizonte de proyección. Bajo este panorama de restricción de electricidad, el aumento de tarifas eléctricas sería mayor y el incremento de costos marginales de producción implica una reducción del crecimiento potencial de la economía.

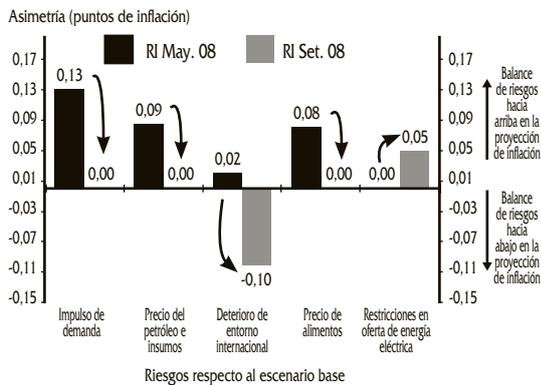
Este factor no alteraría el comportamiento de la política monetaria en tanto que el impacto inflacionario no afecte las expectativas de inflación ni genere efecto de segunda vuelta.

**Cuadro 32**

**EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS RESPECTO AL RI MAYO 2008**

Riesgos	RI May. 08		RI Set. 08
	Balance	Valoración expost del riesgo	Balance
Precio de combustibles	Mayor inflación	Se materializó	Neutral
Cotización de <i>commodities</i> alimenticios	Mayor inflación	Se materializó	Neutral
Presiones inflacionarias de demanda por gasto interno	Mayor inflación	Se materializó	Neutral
Volatilidad financiera externa	Mayor inflación	Se materializó	Menor inflación
Restricciones en la oferta de energía eléctrica	Neutral	Hubo mayor inflación	Mayor inflación

**Gráfico 71**  
**BALANCE DE RIESGOS DE LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN<sup>1/</sup>**  
 (Puntos porcentuales de desvío de la inflación dos años hacia adelante)



1/ Se muestra el cambio en la percepción de riesgo respecto al RI mayo 2008. 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 RI mayo 2008, la suma total de los efectos produce una asimetría ligeramente a la baja en la proyección de inflación.

96. En un contexto de alta incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, la ponderación de los riesgos mencionados sobre la proyección de la inflación del escenario base arroja como resultado un balance neutral.

97. Lo anterior implica una proyección de densidad de la inflación prácticamente simétrica a lo largo del horizonte de proyección. La tasa de inflación tiende a converger en el rango de la meta en el segundo semestre de 2009.

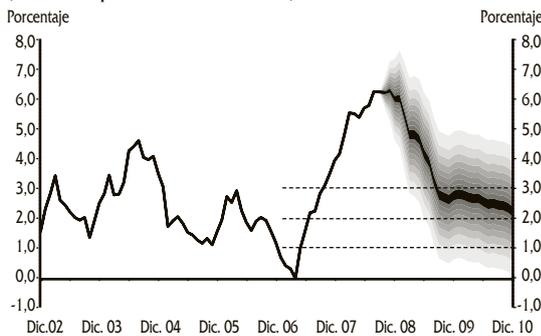
98. Por otra parte, el balance de riesgos de la proyección del crecimiento del PBI se considera neutral en el presente reporte, a diferencia del Reporte de mayo que contemplaba un balance al alza. Esta revisión se atribuye al panorama de fragilidad financiera externa y sus posibles efectos sobre el sector real de la economía mundial.

**CONCLUSIÓN**

99. Se espera que en los próximos meses la inflación revierta su actual tendencia e inicie una convergencia gradual hacia la meta de 2 por ciento. De acuerdo con el escenario central de proyección, la inflación entrará al tramo superior del rango meta (3 por ciento) durante el segundo semestre 2009 y seguirá convergiendo a la meta de 2 por ciento en los meses posteriores. Las proyecciones de este reporte están enmarcadas en un entorno internacional de alta volatilidad e incertidumbre, frente al cual la política monetaria doméstica apunta al logro de la estabilidad de precios y de un crecimiento económico sostenible en el mediano y largo plazo.

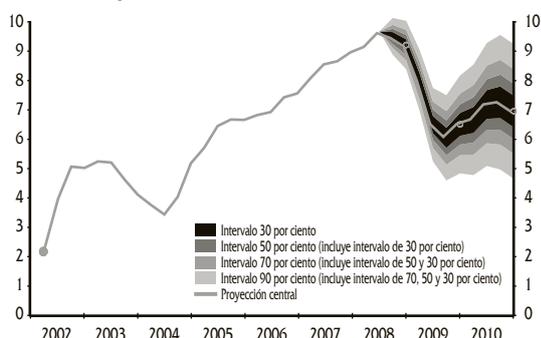
100. El Banco Central permanece atento a los diversos factores de riesgo sobre la inflación. La ponderación actual de estos factores resulta en un balance de riesgos neutral sobre la proyección de la inflación.

**Gráfico 72**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2008-2010**  
 (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 73**  
**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.

Anexo

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2007	2008 <sup>1/</sup>		2009 <sup>1/</sup>		2010 <sup>1/</sup>	
		RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08	RI May. 08	RI Set. 08
<b>Var.% real</b>							
1. Producto bruto interno	8,9	8,0	9,3	6,5	6,5	7,0	7,0
2. Demanda interna	11,8	9,8	12,3	8,0	7,1	6,6	7,1
<i>a. Consumo privado</i>	8,3	6,6	8,1	5,5	6,3	5,5	5,2
<i>b. Consumo público</i>	4,5	4,7	3,5	2,6	3,0	3,2	3,8
<i>c. Inversión privada fija</i>	23,4	20,4	26,7	14,5	12,5	11,5	10,3
<i>d. Inversión pública</i>	19,7	42,9	37,2	23,9	26,3	17,6	20,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	6,2	9,1	8,4	6,2	11,4	10,0
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	15,4	23,3	14,8	9,0	9,2	9,8
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,5	3,3	3,2	3,2	2,2	3,7	3,4
<b>Nota:</b>							
Brecha de producto <sup>2/</sup> (%)	1,45	2,0-2,5	2,5-3,0	1,0-1,5	1,0-1,5	0,5-1,0	0,5-1,0
<b>Var.%</b>							
6. Inflación proyectada	3,9	4,0-4,5	5,5-6,0	2,5-3,0	2,5-3,0	1,5-2,5	2,0-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,4	57,5	44,8	1,8	-28,1	-2,4	0,0
8. Precio promedio del trigo	45,2	42,1	37,7	-2,0	-26,3	-0,7	0,0
9. Tipo de cambio nominal <sup>3/</sup>	-6,3	-5,5	-3,3	2,5	2,1	2,6	0,8
10. Tipo de cambio real multilateral <sup>3/</sup>	-2,8	0,4	-5,4	1,1	1,1	1,1	1,4
11. Términos de intercambio	3,6	-6,3	-8,8	-3,8	-8,3	-2,8	-1,6
<i>a. Índice de precios de exportación</i>	14,0	12,9	7,6	-1,7	-12,8	-2,1	0,3
<i>b. Índice de precios de importación</i>	10,0	20,5	18,0	2,2	-4,9	0,8	2,0
<b>Var.% nominal</b>							
12. Circulante	27,0	22,6	21,5	14,0	13,5	14,0	14,0
13. Crédito al sector privado	28,0	17,0	23,8	16,0	15,4	16,5	16,2
<b>% del PBI</b>							
14. Tasa de ahorro interno	24,3	24,5	24,2	25,4	25,7	26,2	27,1
15. Tasa de inversión interna	22,9	25,7	27,5	28,1	28,7	28,8	30,1
16. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,4	-1,1	-3,2	-2,7	-3,0	-2,7	-3,0
17. Balanza comercial	7,8	4,7	2,8	2,1	0,0	1,9	-0,3
18. Financiamiento externo bruto del sector privado <sup>4/</sup>	8,6	7,5	7,9	6,3	5,4	6,0	5,1
19. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,4	20,8	20,3	19,4	20,3	19,2
20. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	16,7	16,8	17,2	17,0	17,5	17,1
21. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,2	2,4	1,7	1,1	1,5	0,9
22. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	23,8	21,7	22,2	19,6	20,0
23. Saldo de deuda pública externa	18,7	13,0	14,5	11,8	13,3	10,7	11,7

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.