



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Marzo 2009*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2009-2010**

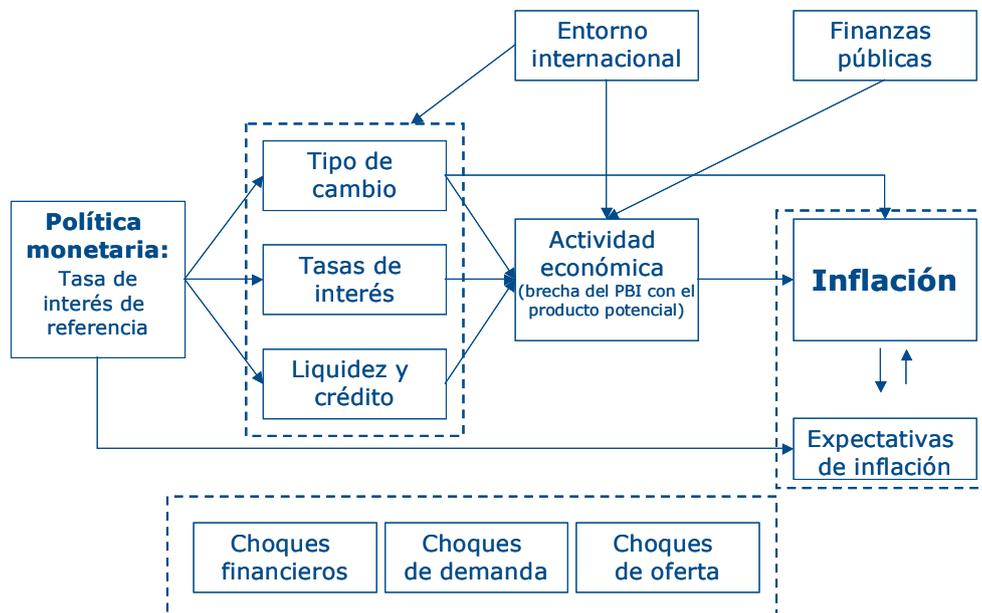


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2009-2010

*Marzo 2009*



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2009-2010

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

	<b>Pág.</b>
Prólogo .....	5
Resumen .....	6
I. Escenario internacional .....	9
II. Actividad económica .....	20
III. Balanza de pagos .....	34
IV. Finanzas públicas .....	47
V. Política monetaria .....	58
VI. Inflación .....	79
VII. Balance de riesgos .....	96

### RECUADROS

1. EEUU: Medidas para enfrentar la crisis financiera .....	18
2. Generación eléctrica: Riesgos en el corto plazo y agenda pendiente de largo plazo .....	31
3. La economía peruana frente a los choques externos negativos .....	45
4. Respuestas de política fiscal ante la crisis externa .....	56
5. La intervención cambiaria del BCRP .....	75
6. Descalce de monedas de empresas del sector real .....	76
7. ¿Qué explica los movimientos de la inflación en el Perú? .....	90
8. Traspaso del tipo de cambio a precios .....	93

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a diciembre 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 febrero de 2009.

## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es la de preservar la estabilidad monetaria.
- La estabilidad de la moneda es una de las condiciones fundamentales para lograr un crecimiento alto y sostenido de la economía porque favorece el ahorro, la inversión y, en general, todas las actividades económicas.
- Para el logro de este objetivo, el Banco 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.
- El BCRP evalúa la meta inflacionaria de manera continua, es decir, tomando en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo la correspondiente al mes de diciembre de cada año. Ante cualquier desviación inflacionaria, el Banco Central adopta las acciones necesarias para retornar a la meta, para lo cual toma en cuenta que la política monetaria afecta a la economía con un rezago.
- 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, razón por la cual se determina con base en estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Las proyecciones 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 buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- Este reporte presenta la evolución de los principales hechos económicos durante 2008 y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte de proyecciones macroeconómicas entre los años 2009 y 2010.
- A partir de este año el Banco Central publicará su Reporte de Inflación trimestralmente: en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.





## Resumen

- i. Las proyecciones macroeconómicas contenidas en el presente Reporte de Inflación se encuentran influenciadas por los efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana. Las previsiones sobre la evolución de la economía mundial indican que la actividad económica se desaceleraría de 3,2 por ciento en 2008 a un crecimiento casi nulo en 2009, con caídas en la producción de las principales economías industrializadas.
- ii. Tomando en cuenta las condiciones de deterioro de la economía mundial se ha revisado hacia abajo la proyección de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) de 6,5 a 5,0 por ciento para 2009 y de 7,0 a 6,0 por ciento para 2010. Con ello, se proyecta que la economía peruana pasaría de un ciclo económico expansivo en los años previos hacia uno neutral en el periodo 2009-2010. La recuperación de la economía, que se daría a lo largo del presente año y continuaría durante el próximo, supone: (a) la ejecución del Plan de Estímulo Económico anunciado por el gobierno; (b) que los inventarios de las empresas converjan a los niveles deseados; (c) que se mantengan adecuados niveles de liquidez en soles y dólares en el sistema financiero, y (d) se estabilice la economía mundial.
- iii. La inflación inició una tendencia decreciente en diciembre y pasó de 6,7 por ciento en ese mes a 5,5 por ciento en febrero, en un contexto de menores precios de combustibles y de alimentos con alto componente de insumos importados. De acuerdo con esta evolución, las expectativas de los agentes económicos respecto de la inflación han comenzado a disminuir, aunque se mantienen aún por encima de la meta. Las condiciones de oferta doméstica agrícola no se han normalizado todavía, por lo que algunos rubros de alimentos han continuado experimentando alzas importantes en este periodo.
- iv. La posición de política monetaria se ha venido flexibilizando mediante reducciones en los requerimientos de encaje así como, desde febrero, mediante la disminución en 200 puntos de la tasa de referencia de 6,5 por ciento a 6,0 por ciento. Los comunicados de política monetaria han enfatizado que se continuará con dicha flexibilización en tanto continúe la tendencia decreciente en la inflación y sus expectativas.
- v. Para el resto de 2009 se espera que continúe la convergencia de la inflación hacia su meta basándose en las siguientes previsiones: a) desaceleración del crecimiento de la demanda interna con un ciclo económico neutral; b) continuidad del traslado de la menor inflación importada hacia precios domésticos de insumos y bienes finales; c) retorno gradual de las expectativas de inflación hacia la meta; d) mejora en las condiciones de oferta agrícola doméstica.
- vi. Para enfrentar la mayor volatilidad cambiaria al alza, el Banco Central intervino en el mercado cambiario con la venta de dólares reduciendo la volatilidad del tipo de

cambio y aumentando la liquidez en moneda extranjera para limitar los riesgos de hoja de balance. Desde el mes de setiembre el BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 6,8 mil millones y colocó Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio (CDR) por el equivalente a US\$ 3,9 mil millones. Esta respuesta de política ha sido posible gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales efectuada en los años de boom de precios de *commodities*. Este nivel de reservas permite, en las actuales circunstancias, contar con una alta capacidad de respuesta para enfrentar este tipo de contingencias macroeconómicas adversas. Así, al cierre de febrero de 2009, el Perú cuenta con US\$ 29 412 millones de reservas internacionales que son equivalentes a 3,8 veces los vencimientos de obligaciones externas de corto plazo.

- vii. Se ha revisado la proyección fiscal de los niveles superavitario de 1,1 y 0,9 por ciento que se tenía en el Reporte de setiembre para 2009 y 2010, respectivamente, hasta un déficit de 1 por ciento para cada uno de estos años. Esta proyección toma en cuenta los menores ingresos que tendría el fisco, debido a la caída en los precios de *commodities*, así como la expansión de gasto asociada al Plan de Estímulo Económico anunciado por el gobierno. Los ahorros acumulados durante el periodo de expansión económica le permiten al fisco desarrollar una política anticíclica con un impulso fiscal que se estima alrededor de 0,8 por ciento del producto.
- viii. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del año 2008 tuvo un nivel similar al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre. Para los años 2009 y 2010 se ha revisado al alza el déficit de 3,0 a 3,3 por ciento en cada año. Esta nueva proyección considera un escenario internacional menos favorable que tendría efectos tanto sobre los volúmenes de exportaciones como en los términos de intercambio. El menor crecimiento mundial tendría también un impacto negativo sobre los niveles de remesas que se reciben de peruanos inmigrantes en el exterior. La disminución de ingreso de recursos a la economía sería compensada en parte por las menores utilidades de las empresas extranjeras que remesarían menos dinero al exterior, ante un escenario de precios internacionales de minerales más bajos; así como, por un menor crecimiento del volumen y de los precios de importaciones. La menor demanda de importaciones se sustenta en la desaceleración de la demanda interna y en la reducción de inventarios de las empresas.

Si bien se espera un menor flujo de inversión directa extranjera y desembolsos externos de largo plazo para los siguientes años, por los anuncios de postergaciones de algunos proyectos de inversión, la cuenta corriente seguiría siendo financiada por estos capitales privados de largo plazo.

- ix. Los principales riesgos que podrían causar que la inflación se desvíe respecto de su proyección en el escenario central son los siguientes:
- **Mayor deterioro de la economía mundial.** El escenario base contempla un deterioro de la economía mundial para 2009, así como un escenario de mayor caída de los términos de intercambio. Se considera con mayor probabilidad el caso de una recesión mundial más prolongada que la considerada en el escenario





base. Este riesgo de mayor recesión mundial conllevaría a un menor crecimiento económico y a una menor tasa de inflación que lo contemplado en el escenario base.

En este escenario de riesgo se adoptaría una posición monetaria más flexible a la considerada en el escenario base.

- **Menores presiones inflacionarias por menor gasto interno.** El escenario base de proyección asume que la economía crecerá 5 por ciento durante el presente año. Sin embargo, por el lado doméstico, de existir demoras en la ejecución del gasto público planeado o haber más recortes de inversión privada asociada a una mayor incertidumbre económica, el crecimiento sería menor a lo pronosticado en este Reporte.

Ante esta situación, la política monetaria se flexibilizaría más y operaría de manera más contracíclica.

- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica.** La oferta de electricidad se encuentra cerca al límite de su capacidad potencial. Se considera el riesgo que factores climáticos adversos agraven el frágil equilibrio entre oferta y demanda eléctrica, lo que podría generar mayores aumentos en las tarifas eléctricas, o en el uso de fuentes de energía alternativas de mayor costo.

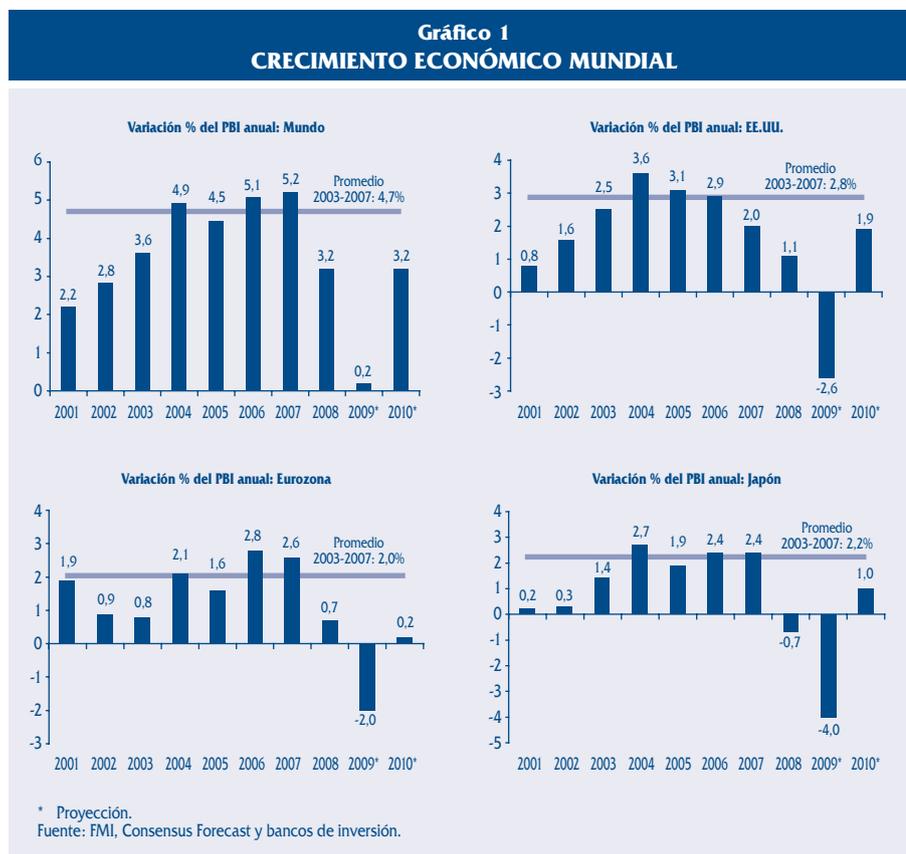
Este factor no alteraría el comportamiento de la política monetaria en tanto que el impacto inflacionario no afecte las expectativas de inflación.

- x. 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 arroja como resultado un balance neutral.



# I. Escenario Internacional

1. La profundización de la crisis financiera internacional se ha manifestado en una restricción crediticia global, la cual ha provocado una mayor caída en la actividad económica mundial, en particular en las economías desarrolladas. Para 2009 se pronostica una caída del PBI en los EE.UU. (-2,6 por ciento), los países del área del euro (-2,0 por ciento) y en Japón (-4,0 por ciento).



2. El decaimiento de la actividad económica internacional también se ha venido trasladando a las economías en desarrollo, particularmente a aquellas cuyo dinamismo está asociado a las exportaciones de manufacturas, y que vienen siendo afectadas considerablemente por la reducción del comercio internacional.

Para medir el grado de participación en el comercio mundial se emplea el índice de apertura al comercio exterior, el cual se mide como la razón entre la suma de las exportaciones y las importaciones sobre el PBI. En el Gráfico 2 se muestra la relación inversa entre el grado de apertura y la proyección de crecimiento de varias economías en el contexto de recesión internacional actual.



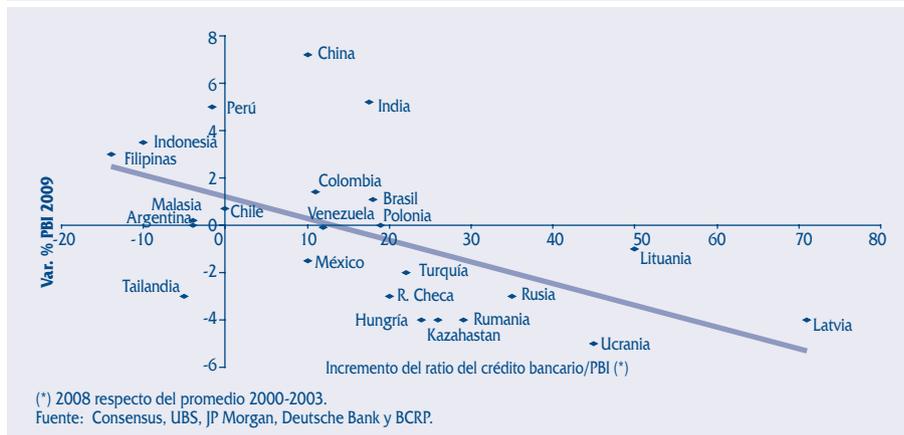


**Gráfico 2**  
**CRECIMIENTO DEL PBI PROYECTADO PARA 2009 Y GRADO DE APERTURA**  
(Países en desarrollo)



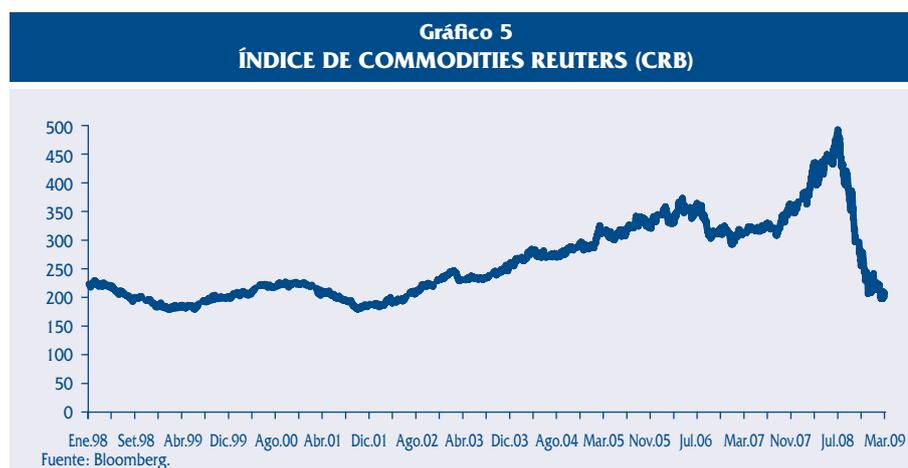
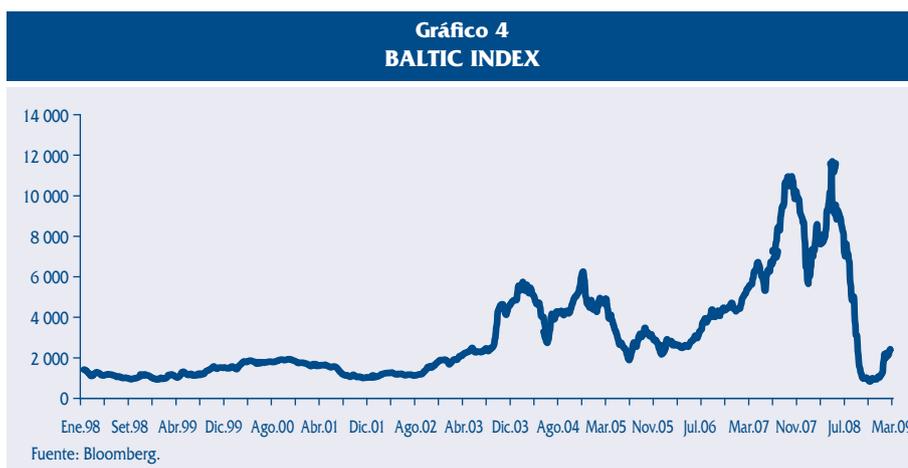
- Una segunda vía por la cual la crisis financiera afecta a los países en desarrollo es el menor acceso al financiamiento externo. Se ha venido observando que las economías con mayores déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos presentan las mayores caídas en actividad económica, lo cual muestra los efectos del menor financiamiento externo. Este factor es amplificado en los casos de países en los que el financiamiento externo contribuyó a una expansión elevada del crédito interno.

**Gráfico 3**  
**PBI Y CRÉDITO DOMÉSTICO**  
(Países en desarrollo)



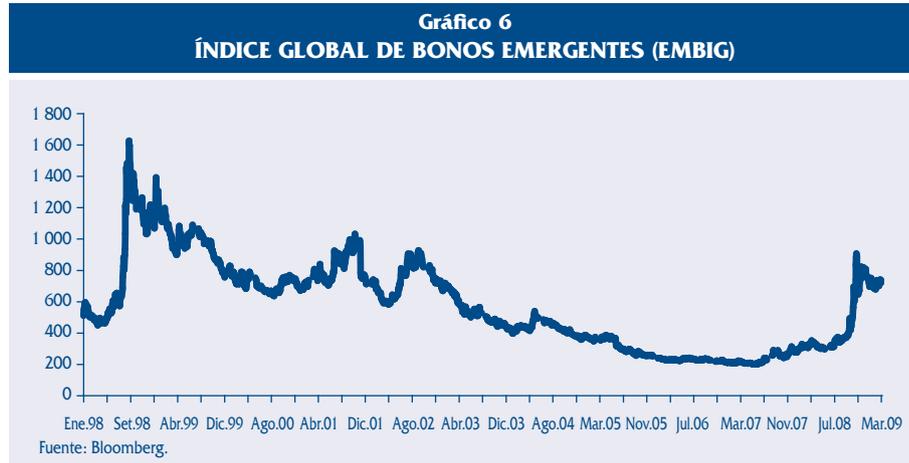
- La caída del crecimiento mundial ha deteriorado significativamente el comercio internacional. Un indicador de la menor actividad comercial mundial es el índice Baltic Dry el cual cayó 89 por ciento entre setiembre y diciembre de 2008, llegándose a

estabilizar en los primeros meses de 2009. También han sido fuertemente impactados los precios de los productos primarios (*commodities*), los cuales, medidos por el índice CRB de Reuters, registraron una reducción de 41 por ciento en el mismo periodo.



El deterioro de las cuentas externas de las economías en desarrollo, en un entorno de mayores inversiones en activos de refugio, en particular bonos del Tesoro de los EE.UU., ha provocado mayores márgenes de riesgo percibidos por los inversionistas en términos de deuda emergente. Si bien la reacción ha sido menos abrupta que la de la crisis rusa (1998-1999), entre setiembre y diciembre de 2008 se produjo un aumento del margen de la deuda emergente en 402 puntos básicos. Estos mayores márgenes de riesgos ejercen presión sobre las posibilidades de financiamiento de las economías con mayores déficit fiscales.





Como se mencionó, la tendencia de los portafolios globales a reducir sus exposiciones al riesgo ha fortalecido las inversiones en dólares, específicamente en títulos emitidos por el Tesoro de los EE.UU. Esta tendencia se ha manifestado en una desvalorización de las monedas respecto del dólar. Así, entre setiembre y diciembre de 2008, el índice promedio del tipo de cambio nominal del dólar ha subido 6 por ciento. En particular, el dólar se ha fortalecido 5 por ciento respecto al euro y 25 por ciento respecto a la libra esterlina.



5. Las últimas estadísticas trimestrales del PBI de los EE.UU. muestran variaciones de 0,7 y -0,8 por ciento en el tercer y cuarto trimestre de 2008, respecto de similares periodos de 2007. Para 2009 se proyecta una reducción del PBI de 2,6 por ciento, caída no observada desde 1982. Se espera que la actividad económica se recupere recién en 2010, aunque a una tasa menor que la del crecimiento potencial, lo cual implicaría una tasa de desempleo elevada.

**CUADRO 1  
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO MUNDIAL \***

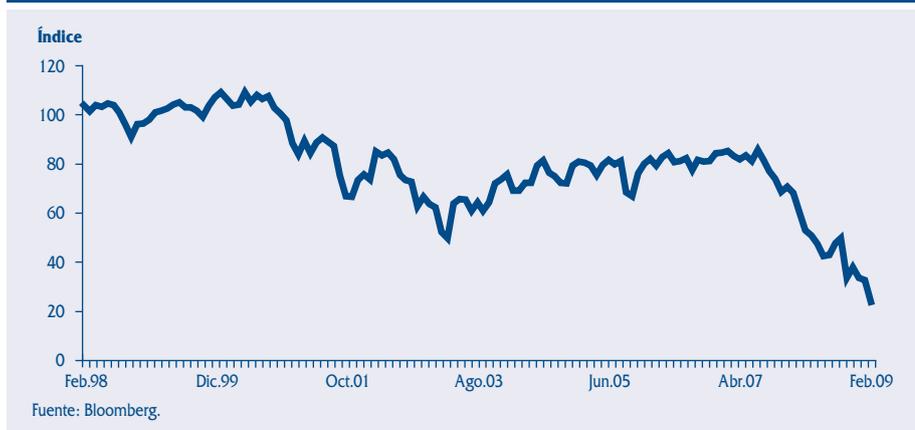
	Ponderación	2008	2009		2010	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>Economías desarrolladas</b>						
1. EE.UU.	21,3	1,1	0,1	-2,6	2,1	1,9
2. Eurozona	16,1	0,7	0,2	-2,0	0,9	0,2
3. Japón	6,6	-0,7	0,5	-4,0	1,5	1,0
4. Reino Unido	3,3	0,7	-0,2	-2,5	1,7	0,6
5. Canadá	2,0	0,5	1,2	-1,0	2,4	1,9
6. Otras economías desarrolladas	7,0	1,9	2,5	-2,4	3,2	2,2
<b>Economías en desarrollo</b>						
1. África	3,0	5,2	6,0	3,4	5,4	4,9
2. Europa Central y del Este	4,0	3,2	3,4	-0,4	3,8	2,5
3. Comunidad de Estados Independientes	4,5	5,5	6,1	0,9	6,3	3,8
Rusia	3,2	5,6	5,5	1,1	6,9	3,5
4. Asia en desarrollo	20,1	7,5	8,1	5,5	7,8	6,7
China	10,8	9,1	9,0	7,3	9,0	8,3
5. Medio Oriente	3,8	6,1	5,9	3,9	5,3	4,7
6. América Latina y Caribe	8,3	4,1	2,9	0,1	3,9	2,5
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>
Memorándum:						
<b>Socios comerciales del Perú</b>		<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>
<b>BRICs</b>		<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: FMI, Consensus Forecast y bancos de inversión.

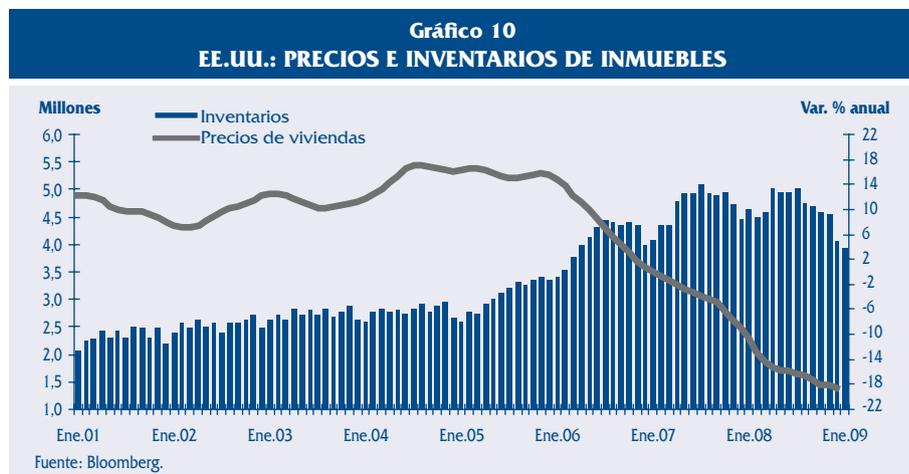
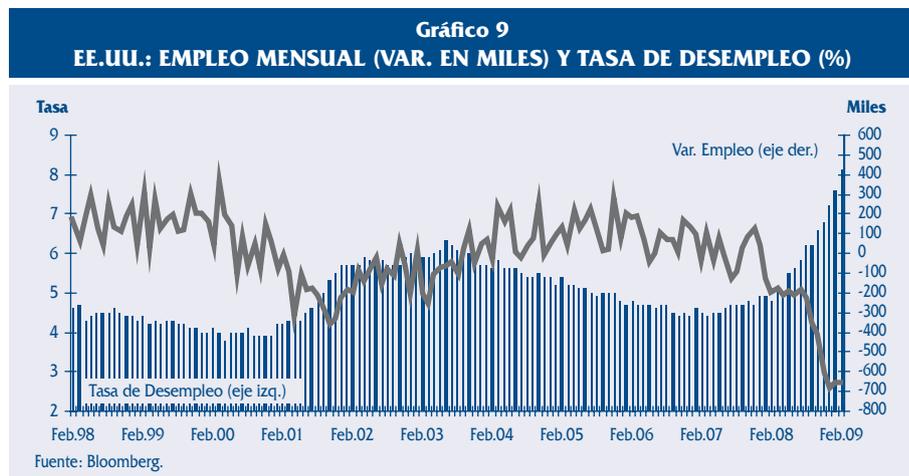
\* Ponderación PPP 2007.

**Gráfico 8  
EE.UU.: CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**  
(Base Enero 1998=100)

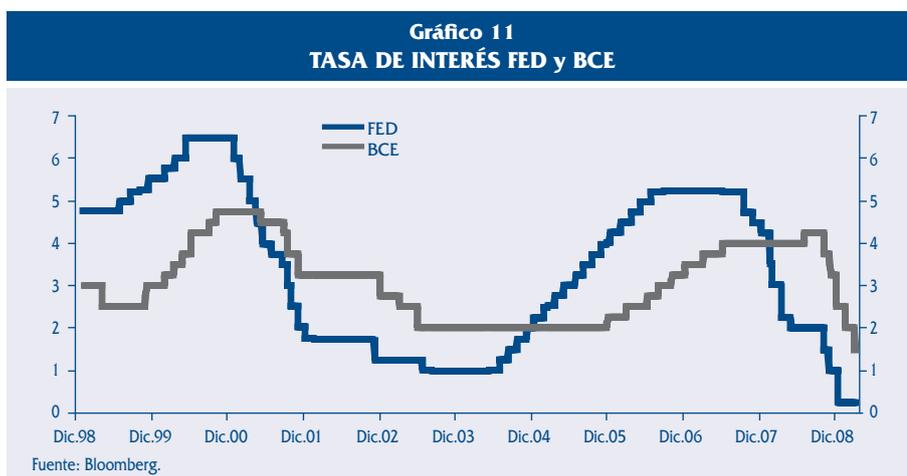




El consumo del sector privado, principal componente del PBI, se mantendría deprimido debido al deterioro de la confianza de los consumidores, al mayor desempleo y a la restricción crediticia vinculada al empeoramiento de la situación patrimonial de los bancos. La debilidad de la situación del mercado inmobiliario, manifestada en precios decrecientes y en remates de viviendas, continúa afectando a los consumidores y a las entidades financieras.



6. La gravedad de la situación económica de los EE.UU. ha llevado al gobierno a adoptar medidas monetarias y fiscales sin precedentes. El Banco de la Reserva Federal (FED) continuó bajando las tasas de interés de referencia hasta llegar a su mínimo histórico, en un rango entre cero y 0,25 por ciento. Los bancos centrales de otros países industriales han seguido una tendencia similar, destacando el Banco Central Europeo (BCE), con una tasa de interés de 1,5 por ciento y el Banco de Inglaterra (BoE) con una tasa de 0,5 por ciento.



Además del recorte de tasas de interés, la FED adoptó medidas para mejorar la provisión de liquidez de dólares del sistema (local e internacional). A nivel local, destacan la ampliación del rango de los colaterales aceptados en las operaciones de inyección, y de los montos y plazos de las subastas, la creación de nuevos instrumentos como los *forwards* para las subastas de crédito y las opciones para la facilidad de préstamos de títulos del Tesoro. A nivel internacional, la FED amplió sus operaciones *swaps* de dólares con otros bancos centrales e incluyó a nuevos participantes en estas operaciones, entre ellos a algunos de países emergentes.

7. En los primeros dos meses de 2009 se han presentado algunos indicadores que muestran una relativa estabilidad en las variables financieras, en particular las que señalan una mejora en las condiciones de liquidez de corto plazo. Así, el margen entre la tasa interbancaria Libor y los bonos del Tesoro de los EE.UU., ambos a tres meses, ha regresado a los niveles previos a setiembre, lo cual parece confirmar la reducción de márgenes de riesgo por operaciones intradiarias. En igual sentido, los precios de las materias primas ya habrían alcanzado mínimos.





8. Sin embargo, las condiciones crediticias no han mostrado una significativa mejora. Los spread crediticios se han mantenido en niveles altos, reflejando la incertidumbre que aún persiste en los principales mercados.

En este sentido, la FED, en paralelo, ha puesto en marcha un conjunto de medidas para restaurar el mercado de crédito y reducir el riesgo crediticio. En primer lugar, se dieron garantías a las emisiones de deuda bancaria y a las operaciones interbancarias y se amplió el margen del fondo de seguro de los depósitos bancarios.

Posteriormente, la FED logró, a través de nuevas facilidades de crédito, la reactivación del mercado de papeles comerciales, la principal fuente de financiamiento del sector corporativo. Actualmente ha generado otras nuevas facilidades de créditos con el fin de restaurar el mercado de créditos hipotecarios y el de otros activos derivados.

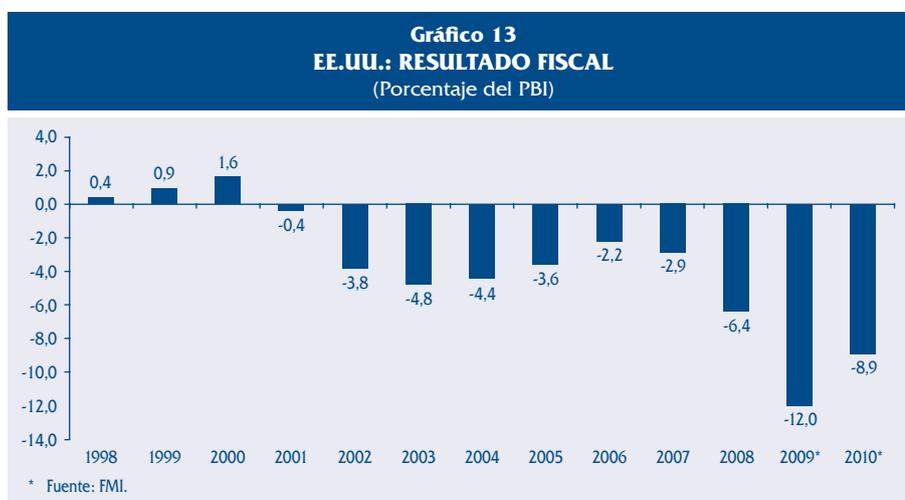
9. En el contexto del plan de rescate financiero, la nueva administración del gobierno de EE.UU. ha anunciado medidas adicionales a las ya realizadas por la anterior administración. En primer lugar se constituyó el Fondo de Estabilización Financiera, entidad que administraría los recursos del *Troubled Asset Relief Program (TARP)*, creado bajo la anterior administración, y que brindaría recursos a las instituciones financieras. Previamente, con los fondos del TARP (de US\$ 700 mil millones), la principal forma de provisión de recursos a la banca se realizó a través de emisiones de acciones preferentes. Bajo la nueva entidad, la provisión sería básicamente a través de deuda.

Recientemente, en el contexto de la presentación del Presupuesto Nacional al Congreso, la nueva administración anunció un fondo adicional de recursos para el sector financiero (de hasta US\$ 750 mil millones, considerando un monto inicial de US\$ 250 mil millones para el presupuesto de este año), que aún no ha sido aprobado. Los principales reguladores (FED y Tesoro) ya han dado señales de la posibilidad de que el sector financiero demande mayores recursos que los otorgados bajo el TARP.

En segundo lugar, se anunció la creación del Fondo de Inversión Privado-Público para los activos ilíquidos (de hasta US\$ 1 billón), medida que aún no se ha detallado. Finalmente se ha dictado el Plan de Estabilización y Financiación a los propietarios, con el fin de detener las ejecuciones hipotecarias y evitar mayores presiones sobre los precios de las viviendas. Esta medida implica recursos por US\$ 275 mil millones destinados a la refinanciación de hipotecas (a través de las GSEs) y a la modificación de los contratos hipotecarios que impliquen una reducción de los servicios de deuda (intereses y principal).

10. Adicionalmente, la política fiscal norteamericana ha adoptado una marcada posición contracíclica, con énfasis en un incremento del gasto público. El paquete de estímulo fiscal de US\$ 787 mil millones incluye medidas de mayor gasto en infraestructura y paquetes de ayuda social (más del 65 por ciento del total), y recortes tributarios.

11. Las proyecciones oficiales del costo de todas las medidas, entre las fiscales y financieras, considerando un escenario de recesión de la economía para el presente año, apuntan a un incremento del déficit fiscal de 6 por ciento del PBI en 2008 y un rango entre 12-14 por ciento en 2009, con lo cual el saldo de la deuda pública llegará a representar más de 80 por ciento del PBI. El peso de la carga financiera de la deuda pública se ve aliviado por la baja tasa de interés de los valores del Tesoro de los EE.UU., lo cual a su vez se debe al flujo mundial de recursos orientados a invertir en estos títulos por la situación de aversión al riesgo.



12. Similares medidas, en el campo fiscal y monetario, se han venido dando en otras economías, particularmente en las desarrolladas, cuya actividad económica también se verá seriamente afectada. Los países de **Europa** enfrentan similares restricciones crediticias, una corrección de sus mercados inmobiliarios (Reino Unido, España e Irlanda) y una caída en su demanda externa (en particular Alemania). Frente a esta desfavorable perspectiva, la mayoría de economías han adoptado paquetes fiscales que fluctúan -en la mayoría de los casos- entre 1 y 2 por ciento del PBI respectivo (el mayor corresponde a Alemania, de 2,6 por ciento de su PBI).

En el caso de **Japón**, en el cuarto trimestre de 2008 la economía se contrajo, por tercera vez consecutiva, en 3,3 por ciento, la mayor caída desde 1974. Con ello, en el año 2008, la actividad económica habría mostrado una contracción de 0,7 por ciento. La fuerte contracción del cuarto trimestre se explica por la desfavorable evolución de las exportaciones netas e inversión (con excepción de la inversión residencial). Para 2009 se estima una contracción de 4 por ciento.

Entre las economías emergentes, las cuatro más grandes conocidas como BRICs (Brasil, Rusia, India y China) muestran una desaceleración importante. En el caso de China, destaca el paquete de estímulo fiscal –estimado en US\$ 586 mil millones y equivalente a 14 por ciento del PBI– y las medidas monetarias tomadas por el banco central, los que se orientan a dinamizar la demanda interna y a compensar la menor





demanda del exterior. No obstante estas medidas, se estima una desaceleración en la tasa de crecimiento del producto para los años 2009 y 2010.

13. Para el FMI el paquete fiscal óptimo para afrontar la actual crisis tiene que ser oportuno (implementación inmediata), amplio (dada la magnitud de la crisis), duradero (porque la crisis se prolongará por varios trimestres), diversificado (debido a la incierta efectividad de las medidas), colectivo (porque se necesita la contribución de varios países) y sostenible (para no generar posteriores problemas). Además, debería dar mayor énfasis a las medidas de gasto público debido a que incrementan directamente el poder de compra de los consumidores y las firmas en la economía.

---

#### RECUADRO 1

#### EE.UU.: MEDIDAS PARA ENFRENTAR LA CRISIS FINANCIERA

##### **Medidas para asegurar la solvencia de las instituciones financieras y revertir el proceso de desapalancamiento:**

##### **1. Nuevas inyecciones de capital a las entidades del sistema financiero:**

- a) Creación del “*Financial Stability Trust*”, entidad que operaría a través de una nueva modalidad de préstamos del Tesoro con los fondos originarios del *Troubled Asset Relief Program (TARP)*. Con ello se busca impulsar a las instituciones financieras a buscar fuentes de financiamiento privadas. Las inversiones ya realizadas por el Tesoro en la banca serán transferidas a esta nueva entidad.
- b) Aplicación del “*comprehensive stress tests*”, para reconocer las vulnerabilidades de los activos de la banca y para proveer fondos necesarios a las instituciones. El test sería obligatorio para bancos con activos mayores a los US\$ 100 mil millones (19 bancos afectados).

##### **2. Retiro de los activos tóxicos del balance de las instituciones financieras:**

- a) Creación, con la ayuda de la FED, *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* y el sector privado, de un Fondo de Inversión Privado-Público para los activos ilíquidos por hasta US\$ 1 billón. Los recursos provendrían del sector privado y público. El programa empezará con US\$ 500 mil millones y se expandirá cuando sea necesario.
  - b) El sector privado (coinversionista) determinará los precios de los activos ilíquidos.
  - c) La FDIC garantizaría el valor de los activos tóxicos para limitar las pérdidas de los inversionistas.
-

---

**Medidas para restaurar el mercado de créditos y derivados:**

1. **Mortgage-backed Security (MBS).** La FED compraría títulos hipotecarios y sus derivados hasta por un valor de US\$ 600 mil millones.
2. **Mercado de derivados de crédito:** Expansión de la facilidad de crédito la FED para financiar las nuevas emisiones de títulos garantizados con activos de crédito de US\$ 200 mil millones (monto asignado en noviembre) a US\$ 1 billón (en febrero). El objetivo de esta facilidad es restaurar el mercado de titulización, vital para los préstamos de consumo y negocios. La facilidad financiaría las compras de títulos AAA de: préstamos a consumidores y negocios, préstamos de autos, tarjetas de crédito, crédito a estudiantes, títulos hipotecarios *Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*, *Residential Mortgage-Backed Security (RMBS)*-privadas, y algunos casos de *leasing* para equipos. Esta facilidad empezaría a funcionar el 25 marzo.
3. Nuevos poderes a la *Small Business Administration* para extender préstamos a las pequeñas empresas.

**Medidas para detener las ejecuciones hipotecarias: Plan de Estabilización y Financiación a los propietarios:**

1. Programa que potencialmente favorecería hasta a 9 millones de propietarios, entre la refinanciación de las hipotecas tradicionales (creadas por las *Government Sponsored Enterprises (GSEs)*) y la modificación de los contratos de hipotecas no tradicionales (como las *subprime*) creadas por otras entidades financieras.
  2. El fin es la reducción de los pagos del servicio de hipotecas (para los deudores con problemas) y prevenir un ajuste drástico de los precios de los inmuebles que signifique una acentuación mayor de la crisis financiera.
  3. Este programa significaría recursos por US\$ 75 mil millones para la modificación de los contratos y por US\$ 200 mil millones para la recapitalización de las GSEs.
- 





## II. Actividad Económica

14. El PBI mantuvo un ritmo alto de crecimiento durante el año 2008 debido principalmente al dinamismo de la demanda interna, en particular, del comportamiento de la inversión privada y pública. Así, mientras la demanda interna aumentó 12,3 por ciento, la inversión privada lo hizo en 25,6 por ciento y la pública en 41,9 por ciento.

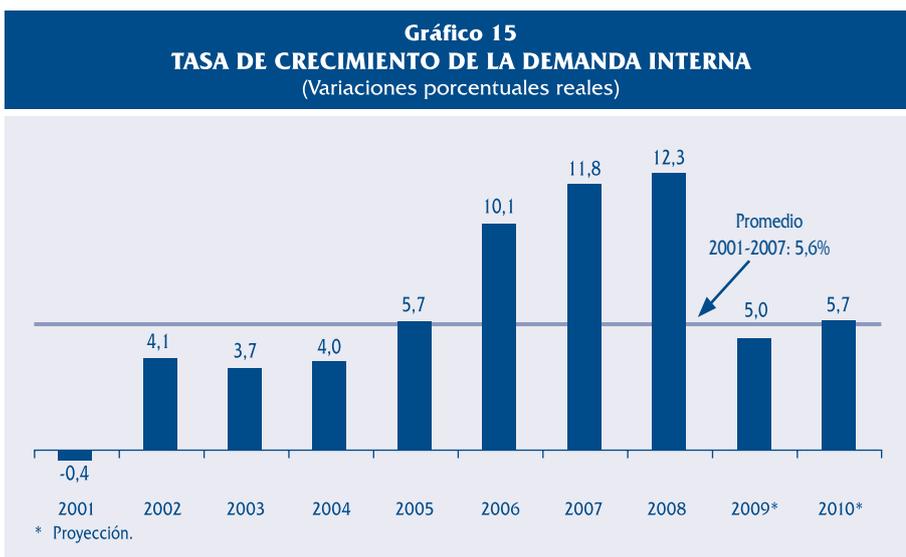
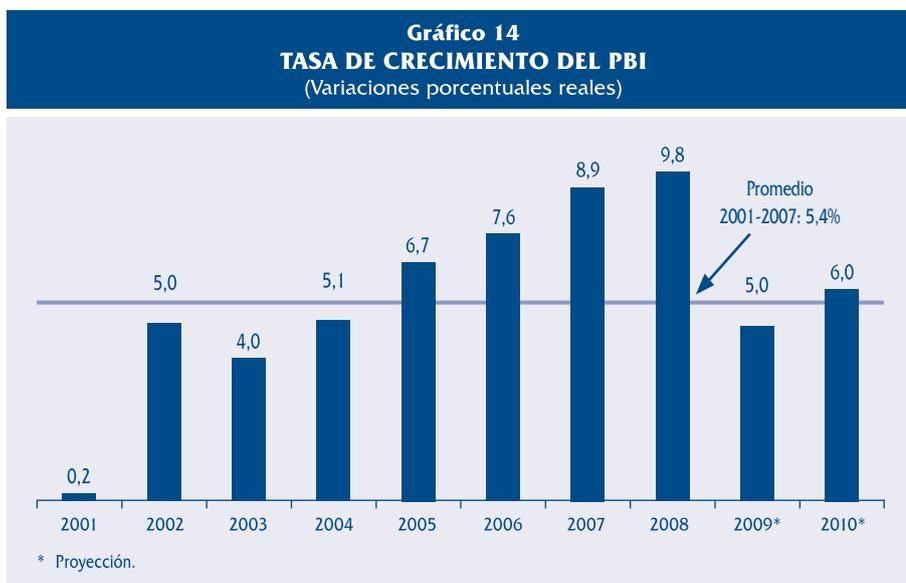
En el año 2009 se mantendría una situación en la que el crecimiento de la demanda interna superaría el dinamismo de las exportaciones como factor determinante del crecimiento del PBI. Sin embargo, el ritmo de crecimiento sería menor al del año pasado básicamente por un menor incremento de la inversión privada (8 por ciento) y del consumo privado (5,5 por ciento), aunque estaría compensado ligeramente por un alto dinamismo de la inversión pública (51,1 por ciento).

La inversión privada sería afectada principalmente en el componente minero, debido al escenario actual de menores precios internacionales de materias primas. Por su parte, la inversión pública recibiría un impulso importante por parte de la política fiscal de estímulo de la actividad productiva.

**CUADRO 2**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>1. Demanda interna</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>	<b>7,1</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</b>
a. Consumo privado	8,3	8,8	6,3	5,5	5,2	5,2
b. Consumo público	4,5	4,0	3,0	2,6	3,8	4,5
c. Inversión privada	23,4	25,6	12,5	8,0	10,3	8,0
d. Inversión pública	18,4	41,9	26,3	51,1	20,0	13,2
<b>2. Exportaciones</b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,9</b>	<b>10,0</b>	<b>6,6</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>21,3</b>	<b>19,9</b>	<b>9,0</b>	<b>2,1</b>	<b>9,8</b>	<b>5,1</b>
<b>4. Producto Bruto Interno</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>

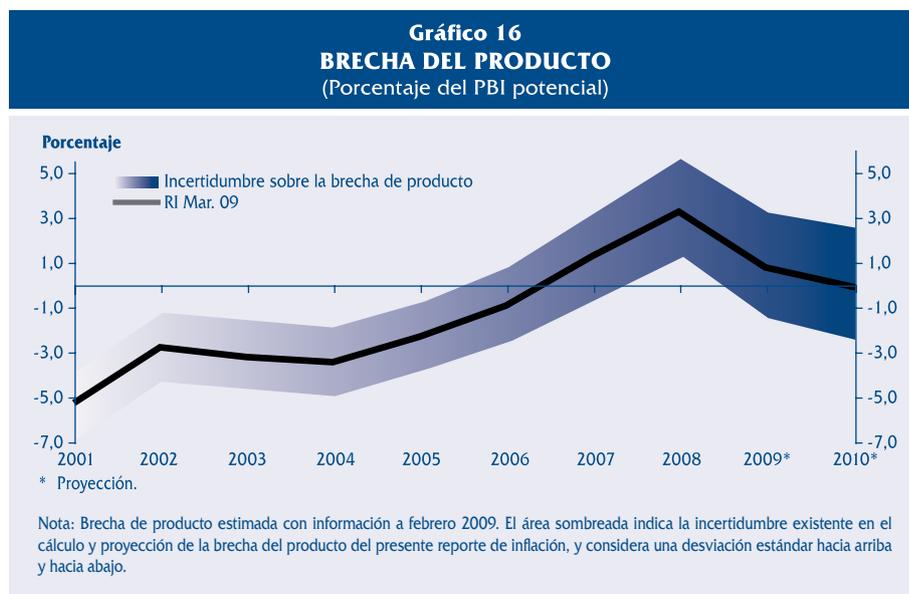
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.



15. El ritmo de crecimiento promedio del PBI para los años 2009 y 2010 se mantendría por debajo del crecimiento del PBI potencial, el cual se estima crecería en el rango de 6-7 por ciento.

La diferencia entre el PBI y su potencial se denomina brecha del producto y constituye un indicador del ciclo económico y de presiones inflacionarias o deflacionarias de demanda. Se proyecta que la economía pasaría de un ciclo económico expansivo en los años recientes a un ciclo económico neutral.





16. El consumo privado, luego de registrar un crecimiento de 8,8 por ciento en el año 2008, seguiría creciendo aunque a una menor tasa. Así, se prevé que aumentaría 5,5 por ciento en 2009 y 5,2 por ciento en 2010. Entre los determinantes del dinamismo del consumo privado están el crecimiento del ingreso nacional disponible, el aumento del empleo a nivel nacional y el acceso al crédito.

A diferencia del concepto del PBI, el ingreso nacional disponible agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior. Además, deduce las utilidades generadas por las inversiones extranjeras, con lo que se tiene un indicador más cercano de las transacciones económicas que generan ingresos para el país. Luego de crecer 8,3 por ciento en 2008, el ingreso nacional disponible crecería menos (5,8 por ciento) este año debido a los menores términos de intercambio y a un menor ritmo de crecimiento de las remesas provenientes de peruanos en el exterior.

**CUADRO 3**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

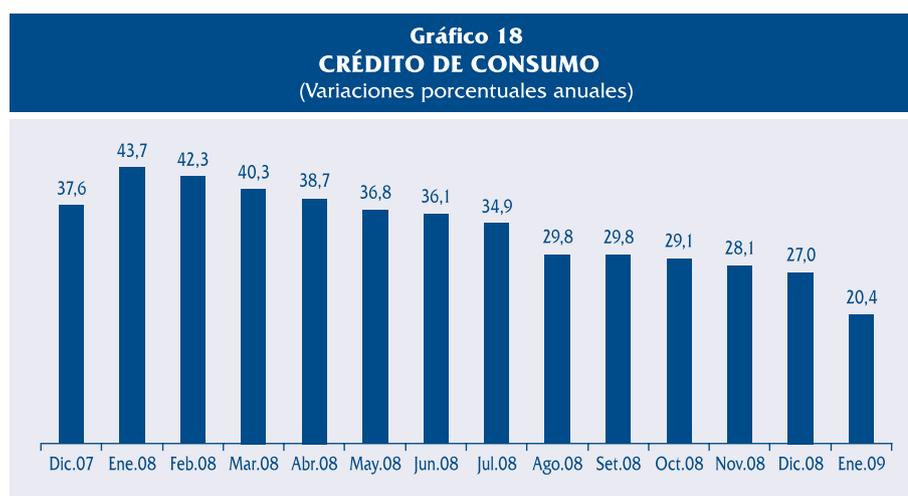
	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	6,5	5,0	7,0	6,0
2. Producto nacional bruto	9,3	12,1	10,1	9,1	7,5	5,3
3. Ingreso nacional bruto	9,9	8,5	7,8	5,9	7,2	5,7
<b>4. Ingreso nacional disponible<sup>1/</sup></b>	<b>9,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</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.

El empleo urbano sigue mostrando un crecimiento mayor a la tasa de aumento de la Población Económicamente Activa (PEA). En enero aumentó 5,9 por ciento en promedio, con tasas de aumento mayores a 2 dígitos en ocho ciudades.



El crédito orientado al consumo creció 27,0 por ciento en 2008 y al mes de enero de 2009 mantiene un incremento de 20,4 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.



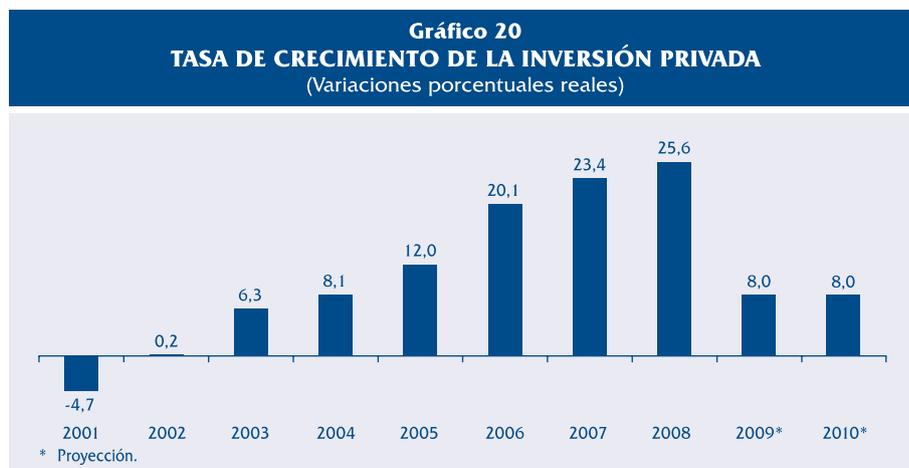
El índice de confianza del consumidor confirma la evolución de los créditos de consumo. Éste se ha situado en la zona pesimista (por debajo de 50 puntos) a partir de marzo de 2008. Sin embargo, a partir de enero de este año, la confianza del consumidor ha comenzado a revertir esa tendencia negativa ubicándose en 45 puntos en febrero.





17. Durante el año 2008 la **inversión del sector privado** tuvo un importante dinamismo, alcanzando una tasa de crecimiento de 25,6 por ciento. La acumulación de capital se registró principalmente en los sectores vinculados a la exportación minera y de hidrocarburos, así como en los rubros destinados a la producción para el mercado local.

El impacto negativo de la crisis internacional en los sectores de exportación reduciría el impulso de la inversión privada, por lo que se proyecta que aumente 8 por ciento durante 2009 y 2010.



18. No obstante el deterioro del contexto internacional, se continúa ejecutando proyectos de inversión en el Perú. Por ejemplo, en minería, Shougang Hierro Perú ampliará la capacidad de producción de hierro en 10 millones de toneladas anuales con una inversión de US\$ 1 000 millones que se espera esté en operación a fines de 2010. Vale confirmó que durante 2009 invertirá US\$ 279 millones en el proyecto de fosfatos de Bayóvar, que incluye la construcción de una planta concentradora con capacidad de producción anual de 3,9 millones de toneladas, para iniciar operación en 2010.

Dubai Ports World Callao invertirá US\$ 250 millones en la construcción del Muelle Sur este año, y a partir de julio de 2010 estará en capacidad de movilizar 450 mil contenedores de 20 pies. Red de Energía del Perú continuará con la construcción de las líneas de transmisión Machu Picchu – Cotaruse y Chilca – Zapallal, con una inversión de US\$ 200 millones en 2009. En comercio, Malls Perú construirá dos centros comerciales, uno en Lima y otro en Piura, con una inversión total de US\$ 120 millones, terminando su construcción a fines de 2009.

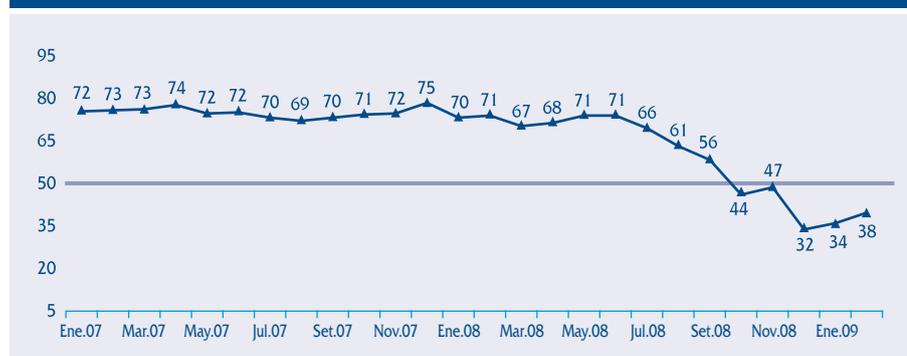
**CUADRO 4**  
**PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN <sup>1/</sup>**  
(Millones de US\$)

Sector	2008	2009	2010	Total
Minería e Hidrocarburos	1 411	2 898	4 493	8 802
Electricidad	457	819	641	1 917
Transporte y Telecomunicaciones	811	1 714	1 925	4 450
Industrial	1 570	817	1 361	3 748
Otros Sectores	1 243	668	388	2 299
<b>Total</b>	<b>5 492</b>	<b>6 916</b>	<b>8 808</b>	<b>21 216</b>

1/ Flujos de inversión de principales proyectos confirmados durante el período.  
Fuente: Informes en diarios y medios especializados.

19. El índice de confianza empresarial a partir de octubre de 2008 se ha situado en la zona pesimista (por debajo de 50 puntos), llegando a su punto más bajo en diciembre de 2008 con 32 puntos. Sin embargo, la confianza empresarial ha comenzado a revertir esa tendencia negativa ubicándose en febrero en 38 puntos. Asimismo, las proyecciones macroeconómicas del sector privado contemplan tasas de crecimiento del PBI similares a las de este Reporte de Inflación para los años 2009 y 2010, con 5 por ciento y 5,5-6,0 por ciento en estos años.

**Gráfico 21**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL**  
Situación de la Economía



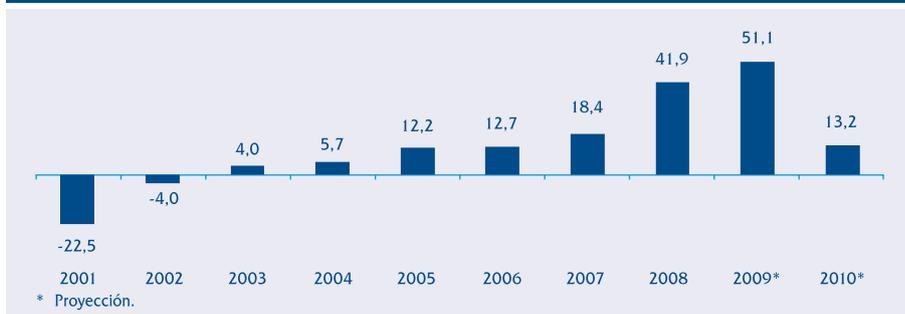


**CUADRO 5**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Porcentaje)

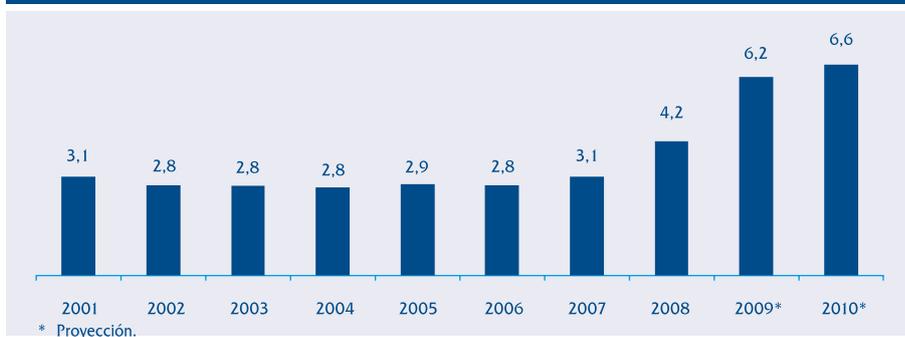
	Encuesta realizada al:		
	RI May.08	RI Set.08	RI Mar.09
<b>SISTEMA FINANCIERO</b>			
2009	7,0	7,0	5,0
2010	6,5	6,5	5,5
<b>ANALISTAS ECONÓMICOS</b>			
2009	6,6	7,0	5,0
2010	6,5	7,0	5,5
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>			
2009	7,0	7,2	5,0
2010	7,0	7,0	6,0

20. Durante 2008 la **inversión pública** creció 42 por ciento impulsada principalmente por el gasto de los gobiernos subnacionales. El crecimiento de 2009 sería de 51 por ciento mientras que para 2010 sería de 13 por ciento. El flujo de la inversión pública en 2009 sería explicado en 41 por ciento por gobiernos locales, 33 por ciento por el gobierno nacional, 18 por ciento por gobiernos regionales y 8 por ciento por las empresas públicas.

**Gráfico 22**  
**TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Variaciones porcentuales reales)



**Gráfico 23**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Porcentaje del PBI)



**CUADRO 6  
PRINCIPALES PROYECTOS PRIORIZADOS POR EL PLAN DE ESTÍMULO FISCAL**

<b>Asociación Público Privada</b>
Puerto de Paita. Puerto de San Martín (Pisco). Puerto de Salaverry. Carretera IIRSA Centro. Aeropuertos Regionales 2° Grupo. Proyecto Especial Majes-Siguas.
<b>Transportes</b>
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Tingo María - Aguaytía - Pucallpa. Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Ayacucho - Abancay.
<b>Educación</b>
Rehabilitación, remodelación y equipamiento de 20 instituciones emblemáticas y centenarias de Lima. Apoyo a la formación profesional para la inserción laboral en el Perú: consolidación y ampliación - Aprolab II.
<b>Saneamiento</b>
Programa nacional de agua y saneamiento rural - Pronasar. Proyecto de mejoramiento y ampliación de los servicios de agua potable y alcantarillado de la ciudad de Tumbes.
<b>Salud</b>
Nuevo Instituto Nacional de Salud del Niño, tercer nivel de atención, 8vo nivel de complejidad, categoría III-2, Lima-Perú. Fortalecimiento de la capacidad resolutive de los servicios de salud del Hospital Regional de Ica-Diresa Ica.
<b>Energía</b>
Ampliación de la frontera eléctrica en Loreto (10 proyectos). Ampliación de la frontera eléctrica en San Martín (7 proyectos)

**Producción sectorial**

21. El crecimiento del PBI durante 2008 reflejó un dinamismo generalizado de todos los sectores, destacando la mayor actividad del sector construcción debido a la ejecución de proyectos de vivienda y de obras viales, a la modernización de infraestructura concesionada, así como a la ejecución de proyectos principalmente mineros. También destacó el sector comercio, ante una mayor inserción de la población a los nuevos formatos de ventas al por menor. Por su parte, dentro de los sectores primarios resaltó el avance de la minería.
22. El crecimiento de la manufactura no primaria (8,7 por ciento) reflejó 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.



23. Se proyecta una desaceleración en los sectores no primarios para 2009 debido a un entorno internacional afectado por la crisis financiera y los menores precios de los *commodities* mineros. Ello afectaría no sólo al sector exportador, sino también a los segmentos orientados al mercado interno porque el menor ingreso nacional disponible desaceleraría el consumo y produciría una menor rentabilidad sobre la inversión. No obstante, se espera retomar el dinamismo a partir de 2010 acorde con la recuperación de las economías de nuestros principales socios comerciales.

**CUADRO 7**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS**  
 (Variaciones porcentuales reales)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>Agropecuario</b>	<b>3,3</b>	<b>6,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>
Agrícola	2,0	6,6	3,6	1,0	3,9	5,0
Pecuario	5,3	6,9	3,3	4,6	3,6	5,5
<b>Pesca</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,1</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>2,7</b>	<b>7,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>9,6</b>	<b>5,2</b>
Minería metálica	1,7	7,3	5,1	1,6	3,7	3,7
Hidrocarburos	6,5	10,3	8,2	22,7	67,7	16,0
<b>Manufactura</b>	<b>10,8</b>	<b>8,5</b>	<b>7,1</b>	<b>4,6</b>	<b>7,0</b>	<b>5,7</b>
Procesadores de recursos primarios	0,7	7,6	5,0	4,3	4,7	6,3
Manufactura no primaria	13,0	8,7	7,5	4,6	7,5	5,5
<b>Electricidad y agua</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>
<b>Construcción</b>	<b>16,6</b>	<b>16,5</b>	<b>12,5</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>
<b>Comercio</b>	<b>9,7</b>	<b>12,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>
<b>Primario</b>	<b>2,7</b>	<b>7,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>
<b>No Primario</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>7,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>

RI: Reporte de Inflación.  
 \* Proyección.

24. La manufactura no primaria tuvo un crecimiento de 2,2 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 contrastando con el alza promedio de 11,1 por ciento alcanzado en los primeros tres trimestres del año. Esta rápida desaceleración sería reflejo de un proceso de desacumulación de inventarios por parte de algunas empresas. Éstas habrían estado acumulando altos niveles de inventarios durante los meses previos frente a expectativas positivas de fuerte crecimiento de la demanda interna. Así por ejemplo, en el caso de la industria de hierro y acero se registró una paralización temporal de actividades a fin de regularizar inventarios.

El índice de inventarios de bienes finales del sector manufactura se viene situando en la zona de desacumulación de inventarios (por debajo de 50 puntos) desde el mes de noviembre. En enero de 2009 dicho índice mostró su nivel más bajo desde enero de 2007.





25. Se prevé que el sector agropecuario crecerá 2,7 por ciento en 2009, obteniéndose nuevamente registros históricos en cultivos como la papa y el arroz. Asimismo, se recuperarán cultivos como la yuca y el plátano que fueron afectados durante 2008 debido a la abundancia de lluvias. No obstante, habrá un menor crecimiento de la producción orientada al mercado externo y la agroindustria, así como un desgaste en el ciclo productivo del café, el mango y la aceituna. Por su parte se estima que el sector pecuario crecería 4,6 por ciento por la mayor producción de carne de ave asociada al aumento de la demanda interna.

Se ha proyectado un crecimiento de 5,0 por ciento del sector agrícola en 2010, gracias a la recuperación en los ciclos productivos del café, mango y aceituna, un mayor dinamismo del sector azucarero, ante las continuas inversiones; mayor volumen de espárragos, cuyos precios de exportación se recuperarían, así como del maíz duro a fin de abastecer la actividad avícola. La producción orientada al mercado interno crecería a una tasa de 2,4 por ciento con un aumento de los principales productos

como papa, arroz, plátano y yuca, alimentos que explican más del 40 por ciento de la producción orientada a este mercado. Para este año se espera condiciones normales sin la presencia de un evento “Niño” o “Niña”.

26. La proyección del sector pesca no supone alteraciones climáticas significativas. Asimismo, dado que el Ministerio de la Producción establece las cuotas de pesca de anchoveta, el resultado del sector en 2009 provendría principalmente de la menor extracción de calamar gigante para congelado, especie que registró volúmenes de pesca récord en 2008. Sin embargo, se espera una recuperación en la presencia del jurel.

Se espera que la recuperación del sector en 2010 provenga de la mayor extracción para conservas y congelado, considerando la consolidación de las nuevas inversiones en procesamiento de pescado.

27. En minería se considera la ampliación de planta de Yanacocha con la puesta en funcionamiento de su nuevo Molino de Oro en 2009. Asimismo se prevé mejoras de Antamina y el ingreso de Cerro Corona en la producción de cobre. Influiría también de manera importante en el resultado del sector de hidrocarburos la producción de petróleo del Lote 56 de Pluspetrol durante todo el año.

Para 2010 se prevé el inicio de operación del proyecto de oro La Zanja de Buenaventura, y la estabilización en la producción de Yanacocha en 2 millones de onzas; así como la plena operación de la capacidad de Antamina. Se considera también una mayor producción de hidrocarburos líquidos por Pluspetrol y BPZ, así como la mayor producción de gas de Camisea en el Lote 88, cuyo máximo de operación se alcanzaría en 2010.

---

## **RECUADRO 2** **GENERACIÓN ELÉCTRICA:** **RIESGOS EN EL CORTO PLAZO Y AGENDA PENDIENTE DE LARGO PLAZO**

El año pasado confluyeron tres factores que explicaron la importante caída del margen de reserva a prácticamente cero en setiembre: i) crecimiento de la máxima demanda<sup>1</sup> de electricidad que registró un aumento de 10,1 por ciento en el primer semestre del año; ii) reducción estacional de la producción hidroeléctrica debido a un estiaje más severo que en años anteriores y; iii) limitaciones de la capacidad de transporte de gas natural. En consecuencia, se registraron costos marginales históricamente altos e interrupciones en el servicio eléctrico.

La desaceleración prevista en el crecimiento económico por efecto de la crisis internacional reduce el riesgo de racionamiento (corte programado del servicio). Sin embargo, se mantiene el riesgo de

---

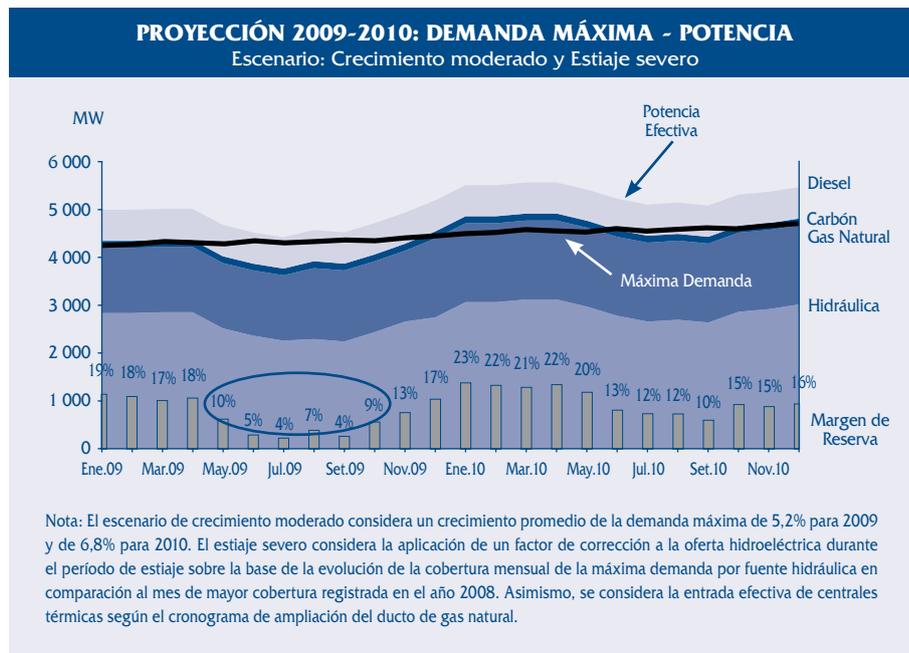
<sup>1</sup> Definido como el nivel máximo de demanda diaria registrada en un mes.





falla (interrupción parcial del fluido eléctrico en caso de fallas en unidades generadoras), el que se agudizaría si se presentan condiciones hidrológicas similares a las del año 2008.

Como referencia, si en 2009 se presentan condiciones hidrológicas similares a las del año 2008 y la demanda máxima registra un crecimiento del orden de 5 por ciento, el margen de reserva se reduce a un promedio de 5 por ciento entre junio y setiembre. Con ello, si una central de generación de 200 MW falla en estos meses, existe una elevada probabilidad de interrupción del servicio eléctrico en horas punta.



El referido riesgo de falla se reduciría en octubre de este año debido a la ampliación programada de la capacidad del ducto de gas de 293 a 450 millones de pies cúbicos diarios (MMPCD) que permitiría el ingreso en operación de dos centrales a gas natural, Kallpa TG2 y Chilca I-TG3, que incrementarían la oferta eléctrica en 385 MW este año. Asimismo, se tiene previsto la entrada en operación de la central hidroeléctrica Platanal de 220 MW en noviembre de 2009.

Considerando que el ingreso de adicionales centrales térmicas requiere un periodo no menor a dos años y que no existe mayor margen para la expansión de la capacidad del ducto al año 2010, las medidas de política aplicables en el corto plazo sólo pueden incluir medidas de urgencia orientadas a aliviar la reducción estacional del margen de reserva.

Entre las principales medidas de corto plazo que se vienen implementando se encuentran: a) asignación de la oferta de gas natural orientada al consumo interno y que prioriza la provisión del

---

recurso a centrales térmicas duales (gas natural y combustible líquido) y eficientes (ciclo combinado); b) empleo de unidades térmicas por 75 MW alquiladas por Electroperú; c) negociación con Perú LNG para destinar al consumo interno 150 MMPCD de la capacidad del ducto para la exportación; y d) políticas de eficiencia energética como la sustitución masiva de lámparas incandescentes por focos ahorradores que prevé un ahorro máximo de 100 MW.

En el mediano plazo, existe una limitante adicional en la capacidad de producción de gas natural. Actualmente, la capacidad máxima de producción de la planta de procesamiento Malvinas en Camisea es 1 160 MMPCD, capacidad de infraestructura que sería insuficiente para atender todos los requerimientos de gas natural (consumo interno y exportación) en 2011. En este sentido, se debe implementar una ampliación de la capacidad de producción de esta planta e incentivar la exploración y entrada en operación de nuevos pozos de gas natural.

En el largo plazo, se debe incentivar el crecimiento de la oferta eléctrica, manteniendo un adecuado balance entre generación hidroeléctrica y térmica. En este sentido, las medidas orientadas a garantizar un abastecimiento irrestricto del servicio eléctrico se fundamentan en la implementación complementaria de tres ejes de política:

- 1) Formación gradual de precios de mercado que señalicen los requerimientos de inversión en generación;
  - 2) Intensificación de la promoción de la inversión hidroeléctrica y;
  - 3) Medidas complementarias para garantizar la transmisión eléctrica (continuación activa de los procesos de concesión de redes) y el acceso al recurso energético (ampliación de la capacidad de producción y transporte de gas natural), entre otras.
- 





### III. Balanza de Pagos

28. La cuenta corriente registró un déficit de 3,3 por ciento del PBI en 2008, reflejando el alto crecimiento de la demanda interna y la caída en los términos de intercambio de comercio exterior. Este último factor cobró más relevancia a partir de setiembre cuando, debido a la agudización de la crisis financiera internacional, los términos de intercambio se deterioraron drásticamente, disminuyendo 25 por ciento en el último trimestre del año, haciendo que la balanza comercial se torne negativa en ese período. El déficit en cuenta corriente durante 2008 estuvo más que compensado con flujos de capitales privados de largo plazo, asociados a inversión directa extranjera y préstamos, que alcanzaron 5,6 por ciento del producto.

Para los años 2009 y 2010 se proyecta un déficit en cuenta corriente equivalente a 3,3 por ciento del PBI, teniendo en cuenta el menor dinamismo que estaría mostrando la actividad económica mundial, lo cual se reflejaría en una menor demanda externa y en precios de *commodities* (tanto de productos exportados como importados) más bajos que los observados en promedio el año pasado, que implicarían también menores salidas por utilidades de empresas mineras y petroleras extranjeras. Además se proyecta un menor aumento del volumen de importaciones (en particular insumos) como resultado de desacumulación de inventarios. Para estos años se espera que los flujos de capitales privados de largo plazo estén entre 4,5 y 5,0 por ciento del PBI, excediendo el requerimiento de la cuenta corriente.

29. Hasta 2007 el período de expansión económica mundial permitió una mejora del resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos vía mayores precios de productos de exportación y por el incremento de la demanda mundial por nuestros bienes. Parte de los recursos provenientes de este mayor valor de exportaciones se tradujo en un aumento de las utilidades generadas por empresas extranjeras residentes en el país y también en mayores importaciones, en particular las correspondientes a bienes de capital, las cuales han tenido un impacto positivo sobre el producto potencial. El comportamiento procíclico de estos dos factores mencionados explica por qué la cuenta corriente no tuvo durante ese período un resultado igual al de la balanza comercial.

De manera similar, en un escenario de desaceleración de la actividad económica mundial, que viene produciendo una caída en los volúmenes y precios de los productos que comercializamos, las menores utilidades generadas y la disminución en el valor de las importaciones (en volumen y precio) permitirán compensar parcialmente el menor ingreso por exportaciones y remesas provenientes del exterior. De allí que se proyecta un déficit de cuenta corriente de 3,3 por ciento del PBI para el año 2009, mayor al déficit de 3,0 por ciento previsto en el Reporte de Inflación de setiembre de 2008.

**CUADRO 8**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>1 220</b>	<b>-4 180</b>	<b>-4 143</b>	<b>-4 061</b>	<b>-4.572</b>	<b>-4 332</b>
Porcentaje del PBI	1,1	-3,3	-3,0	-3,3	-3,0	-3,3
1. Balanza comercial	8 287	3 090	27	-1 368	-441	-397
a. Exportaciones	27 882	31 529	29 712	23 576	32 930	26 696
b. Importaciones	-19 595	-28 439	-29 685	-24 945	-33 371	-27 094
2. Servicios	-1 187	-1 929	-1 472	-1 722	-1 591	-1 857
3. Renta de factores	-8 374	-8 144	-5 511	-3 656	-5 560	-4 873
4. Transferencias corrientes	2 494	2 803	2 814	2 686	3 020	2 795
Remesas del exterior	2 131	2 437	2 400	2 334	2 596	2 430
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>9 195</b>	<b>7 686</b>	<b>4 343</b>	<b>1 061</b>	<b>4 772</b>	<b>3 832</b>
Del cual:						
1. Sector privado	9 148	7 657	5 579	4 536	5 671	4 405
2. Sector público	-2 473	-1 404	-662	257	-656	-254
3. Capitales de corto plazo	2 630	1 118	-394	-2 827	-48	-448
<b>III. SALDO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>	<b>10 414</b>	<b>3 507</b>	<b>200</b>	<b>-3 000</b>	<b>200</b>	<b>-500</b>
Nota:						
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo						
En millones US\$	9 779	7 130	7 382	5 852	7 796	6 079
En porcentaje del PBI	9,1%	5,6%	5,4%	4,8%	5,1%	4,6%

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Gráfico 28**  
**CUENTA CORRIENTE**  
(Porcentaje del PBI)





En el año 2008 el déficit en cuenta corriente de 3,3 por ciento del PBI fue menor al flujo de capitales privados de largo plazo, que alcanzó 5,6 por ciento del producto. El financiamiento externo privado bruto de largo plazo, que incluye tanto la inversión directa extranjera como los desembolsos de préstamos de largo plazo, durante el período 2001-2008 no ha representado menos de 3 por ciento del PBI, excediendo por tanto los requerimientos de la cuenta corriente.

30. Un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos refleja un exceso de inversión interna con respecto al ahorro que generan los sectores privado y público del país. Esta brecha es cubierta con recursos externos, es decir, ahorro externo. Al mantenerse el déficit en cuenta corriente en 3,3 por ciento del PBI en los años 2009 y 2010 se proyecta que el ahorro interno cubrirá los flujos de inversión en el país, tendencia que es consistente con una evolución más moderada del gasto de consumo.

**CUADRO 9**  
**BRECHA AHORRO - INVERSIÓN**  
(En porcentaje del PBI)

	2007	2008	2009 *		2010 *	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
Inversión Bruta Interna = Ahorro total	22,9	26,6	28,7	27,4	30,1	27,7
1. Ahorro interno	24,0	23,3	25,7	24,0	27,1	24,4
a. Sector privado	17,8	17,0	19,8	18,8	20,7	18,8
b. Sector público	6,2	6,3	5,9	5,2	6,4	5,6
2. Ahorro externo	-1,1	3,3	3,0	3,3	3,0	3,3

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

### Balanza comercial

31. Respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, el resultado de la balanza comercial en 2008 fue menos superavitario debido al impacto que tuvo, durante los últimos meses del año, el rápido deterioro de la economía mundial sobre el volumen y precio de nuestras exportaciones. Así, el superávit de la balanza comercial fue de alrededor de US\$ 3,1 mil millones en 2008.

Para 2009 se prevé que las principales economías desarrolladas continuarían mostrando tasas negativas de crecimiento junto con menores precios de *commodities* por lo que se ha revisado la proyección de balanza comercial de un ligero superávit de US\$ 27 millones a un déficit de US\$ 1 368 millones. Para el año 2010 se prevé que el déficit comercial se reduciría debido a la recuperación de la demanda mundial, que incidiría

en un mayor volumen de exportaciones no tradicionales, y al inicio de operaciones del proyecto de gas natural licuefactado de Camisea, orientado al mercado externo.



**CUADRO 10**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>27 882</b>	<b>31 529</b>	<b>29 712</b>	<b>23 576</b>	<b>32 930</b>	<b>26 696</b>
De las cuales:						
Productos tradicionales	21 464	23 796	21 179	16 742	23 194	19 451
Productos no tradicionales	6.303	7 543	8 328	6 663	9 517	7 065
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>19 595</b>	<b>28 439</b>	<b>29 685</b>	<b>24 945</b>	<b>33 371</b>	<b>27 094</b>
De las cuales:						
Bienes de consumo	3 192	4 527	4 753	4 499	5 203	4 984
Insumos	10 435	14 553	14 318	10 915	15 776	11 879
Bienes de capital	5 861	9 239	10 500	9 423	12 276	10 114
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>8 287</b>	<b>3 090</b>	<b>27</b>	<b>-1 368</b>	<b>-441</b>	<b>-397</b>
Nota: Var.%						
Exportaciones	17,0	13,1	-8,7	-25,2	10,8	13,2
Importaciones	32,0	45,1	2,8	-12,3	12,4	8,6
Volumen de exportaciones	2,5	8,1	7,4	1,9	8,6	6,8
Volumen de importaciones	19,3	19,6	8,2	2,5	10,2	5,2
Precios de exportaciones	14,4	5,1	-12,8	-26,6	0,3	6,1
Precios de importaciones	10,4	21,2	-4,9	-14,1	2,0	3,6
RI: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						





32. Se espera que los términos de intercambio disminuyan en promedio 14,6 por ciento en 2009. Las proyecciones asumen que las cotizaciones ya habrían tocado los niveles mínimos y que para el segundo semestre empezaría a observarse una recuperación de precios en algunos productos debido a que empezarían a producirse restricciones de oferta en algunos de ellos dados los precios vigentes en el mercado. Para el año 2010 se proyecta un aumento de 2,4 por ciento en los términos de intercambio, consistente con la recuperación esperada en la actividad económica mundial. Cabe precisar que el nivel de los términos de intercambio proyectado para 2009 es similar al registrado en el año 2005.



Entre diciembre de 2008 y febrero de 2009, los términos de intercambio aumentaron 7,6 por ciento impulsados por los mayores precios de los metales, entre los que destaca la plata (30,4 por ciento), el oro (15,2 por ciento), el plomo (14,3 por ciento) y el cobre (7,9 por ciento) así como de otros productos tradicionales como la harina de pescado (7,2 por ciento) y el café (9,8 por ciento).

**CUADRO 11**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Datos promedio anuales)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>Términos de intercambio (var. % anual)</b>	<b>3,6</b>	<b>-13,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,4</b>
<b>Precios de Exportaciones (var. % anual)</b>	<b>14,0</b>	<b>5,1</b>	<b>-12,8</b>	<b>-26,6</b>	<b>0,3</b>	<b>6,1</b>
Del cual:						
Cobre (US\$ por libra)	3,23	3,15	2,48	1,52	2,48	1,60
Oro (US\$ por onza)	697	872	820	881	820	890
<b>Precios de Importaciones (var. % anual)</b>	<b>10,0</b>	<b>21,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-14,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>
Del cual:						
Petróleo (US\$ por barril)	72	100	75	49	75	59
Trigo (US\$ por TM)	231	293	202	225	202	245
Maíz (US\$ por TM)	138	192	139	154	139	172
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 092	779	731	779	777

RI: Reporte de Inflación.

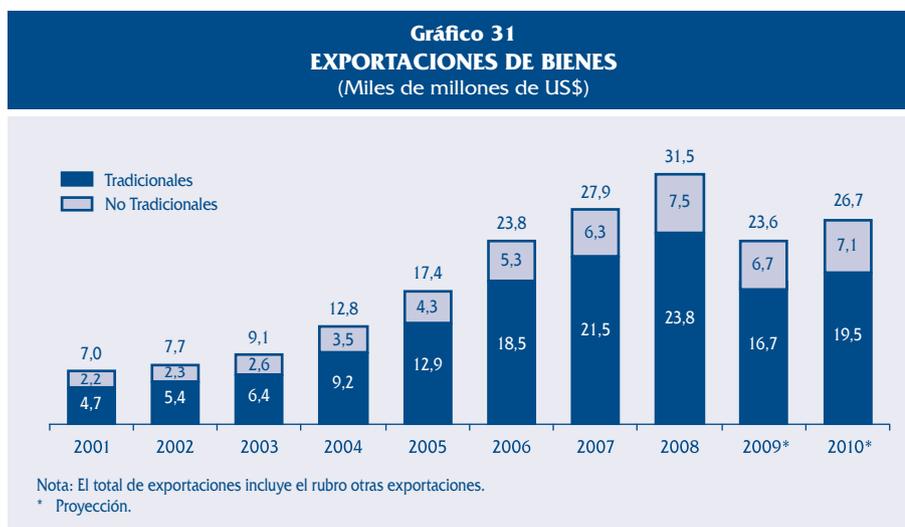
\* Proyección.

## Exportaciones

33. En el año 2008, las exportaciones tradicionales aumentaron 11 por ciento y las no tradicionales, en 20 por ciento. El volumen exportado de las primeras aumentó 7 por ciento y el de las no tradicionales se incrementó en 13 por ciento.

En el año **2009** las exportaciones tradicionales se reducirían en US\$ 7 mil millones debido a la caída de los precios de los metales, principalmente cobre y zinc. Por su parte las exportaciones no tradicionales, principalmente textiles, caerían por la menor demanda externa en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, situación que se comenzó a observar a fines de 2008.

En **2010** se recuperarían las exportaciones debido a la entrada en operación de Camisea II, que elevaría las exportaciones tradicionales de hidrocarburos. Las exportaciones no tradicionales se recuperarían en línea con las previsiones de crecimiento mundial y por los acuerdos comerciales firmados con otros países.



34. La recesión mundial viene afectando la demanda por nuestras materias primas. En este contexto, los precios de cobre y zinc han caído sostenidamente, desde el segundo trimestre en el primer caso y desde 2007 en el segundo. El oro por su parte mantiene su atractivo como activo de refugio en una coyuntura de elevada aversión al riesgo debido a la crisis internacional.
35. Durante 2008, el precio del **cobre** cayó 2,3 por ciento en términos promedio. Luego de subir hasta alcanzar un máximo histórico de US\$ 4,07 por libra el 3 de julio, el precio se redujo rápidamente hasta registrar un mínimo en el año de US\$ 1,25 por libra el 25 de diciembre, nivel que no se observaba desde octubre de 2004. La disminución en los precios registrada desde la segunda parte del año obedeció a las perspectivas de menor demanda mundial (contracción en los sectores automotor y





construcción en los Estados Unidos, Europa y Japón) y al aumento de los inventarios en las bolsas de metales a niveles similares a los de 2004<sup>2</sup>.

Desde inicios de 2009 la tendencia a la baja en el precio del cobre se revirtió, subiendo de US\$ 1,38 por libra en diciembre de 2008 a US\$ 1,50 en febrero de 2009<sup>3</sup>. El precio ha fluctuado alrededor de este nivel durante las últimas semanas. Esta recuperación en el precio estuvo asociada al aumento de la demanda de concentrados y refinados por parte de China (ante los bajos precios y para reponer sus inventarios) y a los problemas en torno a la oferta, luego que BHP Billiton, la mayor minera mundial, informara que cerrará una de sus principales minas en Australia.

Para 2009 se estima que la cotización del cobre se mantendrá alrededor de US\$ 1,50 por libra en línea con algunas restricciones por el lado de la oferta, como son la menor utilización de desechos en la elaboración del refinado, el cierre de operaciones medianas y pequeñas poco rentables y la postergación de la extracción de mineral de menor ley por problemas de menores precios. Para el 2010, el precio subiría por encima de US\$ 1,60 por libra conforme la actividad económica mundial vaya recuperándose.



36. Durante el año 2008, el precio del **zinc** se redujo 42 por ciento en promedio. Esta cotización viene reduciéndose de manera constante desde abril de 2008, desde un máximo en el año de US\$ 1,28 por libra el 6 de marzo a un mínimo de US\$ 0,47 por libra el 12 de diciembre, nivel no visto desde noviembre de 2004.

La caída en la cotización del zinc en 2008 refleja, además de los temores de desaceleración mundial, el holgado balance entre oferta y demanda de este metal básico. El aumento

2 El reporte del Grupo Internacional de Estudios del Cobre señala un superávit mundial de cobre refinado (ajustado estacionalmente) de 308 mil toneladas en los 10 primeros meses de 2008, comparado con el superávit de 265 mil toneladas de igual periodo del año 2007.

3 Promedio al día 20 de febrero.

de los inventarios se asoció al incremento en la oferta mundial de zinc en el año 2008. La producción de concentrados aumentó 5,6 por ciento por el crecimiento en la extracción de Perú y China, mientras que la mayor producción de refinados (subió en 2,9 por ciento) fue consecuencia de la mayor producción en China.

En 2009, la cotización promedio del zinc viene revirtiendo la tendencia a la baja. El precio subió 4 por ciento, pasando de US\$ 0,49 por libra en diciembre de 2008 a US\$ 0,51 por libra en febrero de 2009 (al día 20) y viene fluctuando alrededor de este nivel. Esta reversión de la tendencia a la baja estaría asociada a las expectativas de menor oferta por cierres y recortes en las operaciones mineras tales como Boliden AB de Suecia (empresa productora de zinc) que cerraría temporalmente algunas unidades en Irlanda. Adicionalmente existe una expectativa de mayores compras de zinc por parte de China para reponer inventarios de metales, luego del feriado de Año Nuevo.

Se proyecta que el precio del zinc durante 2009 se mantendrá por encima de US\$ 0,50 por libra pero sin retornar a los niveles previos a la crisis (US\$ 1,00 por libra) para ir recuperándose hacia 2010 en la medida que la demanda mundial también se recupere.



37. Durante 2008, el precio del **oro** aumentó 25,1 por ciento en promedio. La cotización aumentó y se mantuvo alrededor de US\$ 900 por onza troy durante los primeros siete meses del año, posteriormente la tendencia se revirtió en un contexto de mayor volatilidad, en especial en los últimos meses del año 2008. Así, luego de alcanzar un máximo histórico de US\$ 1 011 por onza troy el 17 de marzo, el precio se redujo hasta un nivel mínimo en el año de US\$ 712 por onza troy el 24 de octubre, el nivel más bajo desde setiembre de 2007.

A partir de diciembre del año 2008, la cotización del oro comenzó a incrementarse rápidamente al pasar de US\$ 762 por onza troy en noviembre de 2008 a US\$ 925 en febrero de 2009 al aumentar su demanda como activo de refugio en una coyuntura





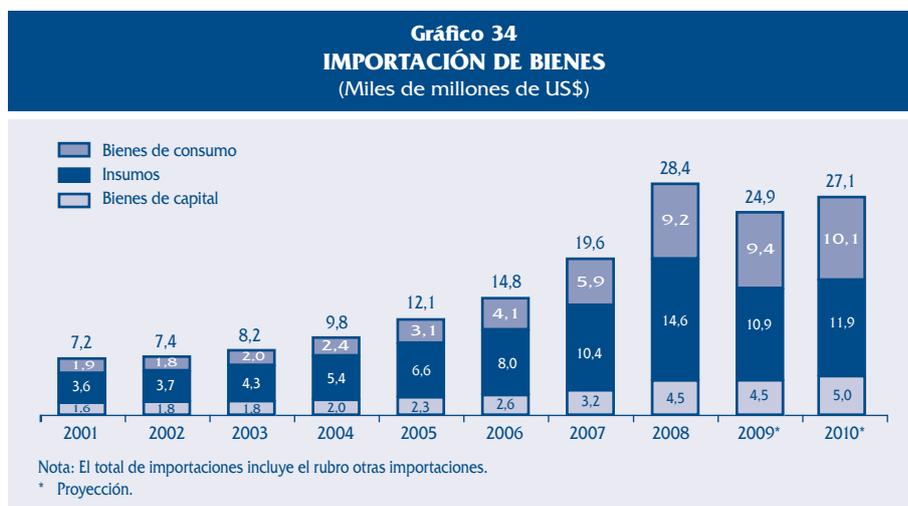
inestable de mayor aversión al riesgo, la proyección de menor producción del mineral en Sudáfrica durante 2009 y las perspectivas de un debilitamiento del dólar frente al euro, lo que elevó el interés en el metal como activo de cobertura. Según el Consejo Mundial del Oro, la demanda mundial de este metal aumentó 29 por ciento en 2008, siendo su componente más dinámico la demanda por inversión que creció 102 por ciento.

Las perspectivas para 2009 y 2010 apuntan hacia precios promedio cercanos a US\$ 900 por onza troy. En tanto la economía mundial vaya recuperándose y se vaya despejando la incertidumbre sobre la duración y la amplitud de la recesión mundial, la demanda por oro se estabilizará. Las presiones al alza vendrían por el lado de las restricciones de oferta en Sudáfrica (uno de los principales productores).

### Importaciones

38. En el año **2008** el aumento de las importaciones fue de 45 por ciento, destacando las compras de bienes de capital (58 por ciento) e insumos (39 por ciento). En ambos casos destacaron las compras destinadas a la industria. Se observaron mayores volúmenes, destacando el caso de los bienes de capital y de los bienes de consumo. Este elevado crecimiento fue impulsado por el aumento del producto, que creció a la tasa más alta en los últimos 14 años.

Para **2009** se espera una caída del valor de las importaciones debido al menor crecimiento de la actividad económica, principalmente de la inversión, y a las menores importaciones de combustibles asociadas a la caída del precio del petróleo. En particular, la postergación de decisiones de inversión resultaría en menores importaciones de bienes de capital. Así, las importaciones de bienes pasarían de US\$ 28,4 mil millones en 2008 a US\$ 24,9 mil millones en 2009. Estas menores importaciones atenúan el efecto de la caída de las exportaciones sobre la balanza comercial y sobre la cuenta corriente. En **2010**, de manera consistente con un mayor crecimiento de la economía, las importaciones se recuperarían alcanzando US\$ 27,1 mil millones.



## Cuenta financiera

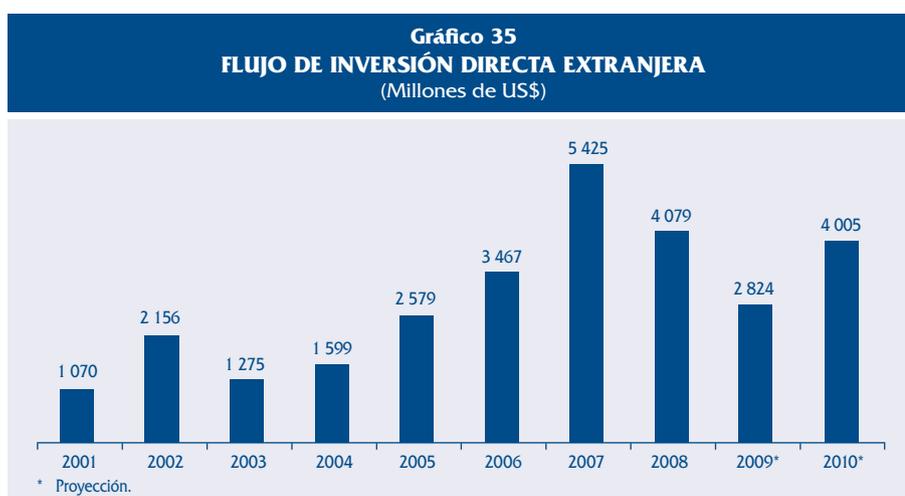
39. En el año **2008** la cuenta financiera del sector privado de largo plazo ascendió a US\$ 7 657 millones, de los cuales US\$ 4 079 millones correspondieron a inversión directa extranjera (IDE) y US\$ 2 401 millones al flujo neto de préstamos de largo plazo. El resto reflejó principalmente la reducción de activos en el exterior por parte de AFPs y fondos mutuos.

Durante el último trimestre del año se realizaron varias operaciones que llevaron a que el flujo de inversión directa fuera negativo en US\$ 1 113 millones. Dichas operaciones tuvieron que ver con decisiones de las empresas de distribuir utilidades correspondientes a periodos anteriores y a operaciones financieras con sus matrices, todas las cuales figuran por razones metodológicas como inversión directa negativa en este rubro.

En el escenario base de proyección para **2009** y **2010** se contempla una cartera de proyectos de inversión extranjera por aproximadamente US\$ 5 mil millones cada año, los cuales serían financiados con reinversión, aportes de las matrices (ambos componentes de la IDE) y desembolsos de créditos de largo plazo provenientes del exterior.

Estas cifras contemplan una reducción de la cartera de proyectos de inversión extranjera que se tenía en el Reporte de Inflación de setiembre de 2008 como consecuencia de la crisis financiera internacional y su impacto en los precios de los *commodities*, en las condiciones de financiamiento externo y en la desaceleración de la demanda interna y ante la posibilidad, en algunos casos, de renegociar mejores condiciones de contratos ante la baja de precios de materiales e insumos.

40. Un comportamiento similar tuvo el flujo de capitales de corto plazo que ascendió a US\$ 1 118 millones, ya que refleja principalmente la evolución de la primera mitad del año. En particular, en el cuarto trimestre se aprecia un financiamiento neto del exterior negativo de US\$ 2 213 millones, monto del cual US\$ 856 millones corresponden a la reducción de la tenencia de Certificados de Depósito del BCRP por parte de no residentes.





**CUADRO 12**  
**CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO Y CAPITALES DE CORTO PLAZO**  
(Millones de US\$)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>INVERSIÓN DIRECTA Y PRÉSTAMOS</b>						
<b>DE LARGO PLAZO</b>	<b>8 749</b>	<b>6 480</b>	<b>6 666</b>	<b>5 136</b>	<b>6 997</b>	<b>5 280</b>
A. Inversión Directa	5 425	4 079	6 011	2 824	6 225	4 005
B. Préstamos de Largo Plazo	3 324	2 401	655	2 312	772	1 275
<b>INVERSIÓN DE CARTERA</b>	<b>398</b>	<b>1 177</b>	<b>-1 087</b>	<b>-600</b>	<b>-1 325</b>	<b>-875</b>
A. Bonos y Participación de Capital	205	85	0	0	0	0
B. Otros Activos y Pasivos Externos	194	1 092	-1 087	-600	-1 325	-875
<b>CAPITALES DE CORTO PLAZO</b>	<b>2 630</b>	<b>1 118</b>	<b>-394</b>	<b>-2 816</b>	<b>-48</b>	<b>-448</b>
A. Banca	2 538	-1 591	-394	-2 186	-48	-448
B. Resto	91	2 709	0	-630	0	0
<b>Memo:</b>						
Financiamiento Externo Bruto	9 779	7 130	7 382	5 852	7 796	6 079

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección

1/ Incluye AFP, Fondos Mutuos, Aseguradoras, Bancos y otros, Signo positivo (negativo) indica entrada (salida) de capitales de la economía, es decir venta (compra) de activos en el exterior por inversionistas no 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.

41. La posibilidad de contagio de una crisis financiera internacional depende fundamentalmente del grado de vulnerabilidad de una economía. Una economía se encuentra más expuesta al riesgo de un recorte abrupto de financiamiento externo cuando mantiene déficit elevados, tiene requerimientos de financiamiento altos, sus reservas internacionales son bajas y cuando es muy dependiente de capitales de corto plazo. Esta debilidad se magnifica cuando el país ha registrado un *boom* de expansión crediticia. Por ello, una economía es menos vulnerable cuando ha logrado acumular un monto adecuado de reservas internacionales y ha mantenido políticas financieras prudentes.

A fines de diciembre de 2008, las reservas internacionales netas ascendieron a US\$ 31 mil millones. En términos del PBI, ello representa un 24 por ciento, nivel superior al de otros países referentes de la región, lo cual constituye un indicador importante de resguardo de nuestra economía a probables restricciones de capitales externos.



**RECUADRO 3**  
**LA ECONOMÍA PERUANA FRENTE A LOS CHOQUES EXTERNOS NEGATIVOS**

Desde setiembre de 2008 el Perú enfrenta, al igual que el resto de economías emergentes, un entorno externo extremadamente negativo producto de la agudización de la crisis internacional. La última experiencia de crisis externa que enfrentó el Perú fue la que siguió a la crisis rusa en la segunda quincena de agosto de 1998, caracterizada por una severa restricción de liquidez -que profundizó los efectos de la crisis asiática y del Fenómeno El Niño- y que tuvo como resultado una recesión económica en 1998-1999.

Si comparamos la situación de la economía peruana en la actualidad con la situación que enfrentó antes de la crisis rusa, podemos apreciar que sus fundamentos han mejorado sustancialmente. En cuanto a la disponibilidad de reservas internacionales a fines de 2008 representaron 4,0 veces las obligaciones externas de corto plazo; a diferencia de 1998, cuando este indicador era de 1,2 veces. Si se incluye además a los depósitos en dólares, las RIN en la actualidad equivalen a 1,4 veces versus 0,6 veces en 1998. El BCRP cuenta hoy además con nuevos instrumentos para inyectar liquidez en dólares a los bancos que no existían en 1998, tales como: repo en moneda extranjera y los Certificados de Depósito Reajustables al dólar (CDR) que hacen más efectiva las acciones de manejo monetario.

	INDICADORES MACROECONÓMICOS													
	1997	1998				1999	2007				2008			
		I.T	II.T	III.T	IV.T		Año	I.T	II.T	III.T	IV.T	Año		
Cta. Cte. Bza. Pagos / PBI (%)	-5,7	-7,3	-6,8	-5,3	-3,9	-5,9	-2,7	1,1	-2,8	-4,5	-3,1	-2,5	-3,3	
RIN / OECP (Nº de veces)	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	3,1	3,0	3,1	3,3	4,0	4,0	4,0	
RIN / (OECP+LQME) (Nº de veces)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,3	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	
Deuda Pública / PBI (%)	37,9	40,6	41,8	42,9	44,1	44,1	47,1	29,6	27,5	25,2	23,8	24,0	24,0	
Dolarización del crédito (%)	76,9	74,8	75,4	77,1	78,9	78,9	81,6	56,1	53,2	53,0	52,7	51,6	51,6	

OECP: Obligaciones Externas de Corto Plazo.  
LQME: Liquidez en Moneda Extranjera del sistema bancario.





Asimismo, la crisis actual encuentra al país en una mejor posición fiscal que en la última crisis, por la generación de superávit en las cuentas fiscales en los últimos tres años, que permite un margen mayor para implementar políticas fiscales contra-cíclicas. El resultado económico del sector público no financiero es considerablemente mayor en la actualidad (-0,9 por ciento en 1998 versus 2,1 por ciento en 2008). Igualmente la solvencia y la menor vulnerabilidad del sector público se expresa en menores niveles de la deuda pública (24,0 por ciento en 2008 vs. 44,1 por ciento en 1998), así como en sus niveles de dolarización. Más aún, el sector público no financiero cuenta con activos líquidos por alrededor de 11,6 por ciento del PBI.

Otro factor fundamental en la respuesta a un escenario externo negativo es la fortaleza del sistema financiero, que reduce la probabilidad de que el proceso de intermediación del crédito se detenga. La crisis financiera internacional actual encuentra al sistema financiero peruano con indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad muy superiores a los que tenía antes y durante los primeros meses de la crisis rusa. Las tenencias de activos líquidos en poder de las entidades financieras bajo la forma de Certificados de Depósitos (CD, CD-NR y CDR) y Bonos del Tesoro Público (BTP) han aumentado de 0,9 por ciento de la liquidez total en 1998 a casi el 26 por ciento en 2008, y representan en el 2008 aproximadamente el 21 por ciento de las colocaciones totales. Los elevados niveles de activos líquidos con que cuenta el sistema financiero disminuyen la probabilidad de que eventos como el de setiembre de 1998 se repitan, dado que permite una rápida inyección de liquidez al sistema. Los altos niveles vigentes de encaje en moneda extranjera de las entidades financieras (el encaje promedio a fines de 2008 fue 33,8 por ciento) complementan sus adecuados niveles de activos líquidos en soles.

La capacidad de generación de recursos de los bancos ha ayudado a su fortalecimiento patrimonial y al mantenimiento de niveles adecuados de provisiones. La morosidad bancaria en la actualidad (1,3 por ciento) es una de las más bajas de la región y casi la quinta parte que en 1997.

De otro lado, los agentes económicos son cada vez menos vulnerables a variaciones del tipo de cambio (por el efecto hoja de balance), debido a la reducción en los niveles de dolarización financiera que se ha dado en los últimos años generada por la mayor confianza en la moneda doméstica. En el sistema financiero, el nivel de dolarización del crédito se ha reducido en la última década desde niveles cercanos al 80 por ciento hasta el 52 por ciento en la actualidad, lo que permite una mayor flotación cambiaria como mecanismo de ajuste ante una crisis externa.

Estos buenos fundamentos sustentan las perspectivas de crecimiento y estabilidad macroeconómica que el mercado espera para la economía peruana en 2009, que la ubican como una de las economías con mayor crecimiento de la región.

#### REFERENCIAS:

- Castillo, Paul y Pereda, Javier (2009) "Lecciones de la crisis rusa para enfrentar la crisis financiera global actual". En Revista Moneda 139, BCRP.
- Castillo, Paul y Barco, Daniel (2008) "Enfrentando salidas inesperadas de capital: Lecciones de política de la experiencia peruana de los años 90's". Documento de Trabajo No2, BCRP, Enero.

## IV. Finanzas Públicas

### Resultado económico

42. En **2008** el resultado económico del Sector Público No Financiero (SPNF) fue superavitario en 2,1 por ciento del PBI, inferior en 1 punto porcentual al registrado el año anterior. Este menor resultado fue consecuencia principalmente de la fuerte expansión de la inversión pública que aumentó 42 por ciento en términos reales, alza que fue particularmente notoria en el caso de los gobiernos locales con un incremento real de 99 por ciento.



43. Para **2009** y **2010** se estiman déficit fiscales sostenibles de 1,0 por ciento del producto, los que resultan menores a los niveles estimados en el Reporte de setiembre (superávit de 1,1 y 0,9 por ciento, respectivamente).

**CUADRO 13**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>1. Ingresos corrientes del Gobierno General <sup>1/</sup></b>	<b>20,7</b>	<b>20,8</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,2</b>	<b>19,1</b>
<i>Variación % real</i>	13,6	5,8	-3,1	-5,6	5,5	5,2
<b>2. Gastos no financieros del Gobierno General</b>	<b>16,0</b>	<b>17,2</b>	<b>17,0</b>	<b>19,1</b>	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>
<i>Variación % real</i>	6,8	13,5	5,1	12,5	7,6	5,2
Del cual:						
a. Corriente	13,0	13,2	12,4	13,1	12,0	12,6
<i>Variación % real</i>	4,7	7,1	-0,5	1,1	3,4	2,5
b. Formación bruta de capital	2,8	3,9	4,4	5,8	5,0	6,1
<i>Variación % real</i>	17,6	44,8	24,6	51,7	19,5	11,8
<b>3. Otros</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>4. Resultado Primario (1-2+3)</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,0</b>
<b>Ingresos corrientes del Gobierno Central <sup>2/</sup></b>	<b>18,1</b>	<b>18,2</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>	<b>16,5</b>	<b>16,4</b>
<b>Gastos no financieros del Gobierno Central</b>	<b>14,7</b>	<b>14,7</b>	<b>14,1</b>	<b>16,0</b>	<b>13,9</b>	<b>15,9</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

1/ Gobierno General: Comprende además del Gobierno Central, a los gobiernos locales, organismos reguladores y supervisores, EsSalud, sociedades de beneficencia, oficinas registrales, ONP y fondos previsionales.

2/ Gobierno Central: Incluye a los ministerios, instituciones públicas, universidades nacionales y gobiernos regionales.





La disminución en el resultado previsto para las cuentas fiscales es consecuencia de la puesta en marcha del Plan de Estímulo Económico, que involucra un mayor gasto público destinado a prevenir y aliviar el impacto de la crisis internacional sobre el lado real de la economía.

44. El gobierno ha anunciado un Plan de Estímulo Económico con S/. 7 697 millones<sup>4</sup>. De este monto, S/. 5 227 millones corresponden a obras de infraestructura, S/. 915 millones a apoyo a sectores económicos afectados por la crisis, los que incluyen S/. 360 millones por la ampliación temporal del *drawback* y S/. 300 millones de fondos de garantía empresarial. Asimismo se destinarán S/. 715 millones a gastos de protección social. Se estima que estas medidas implicarían un mayor gasto público respecto al Presupuesto 2009 de alrededor de S/. 3 200 millones (0,8 por ciento del PBI).

**CUADRO 14**  
**PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO <sup>1/</sup>**

Concepto	Norma	Mill. Soles
<b>1. Apoyo a Sectores Afectados</b>		<b>915</b>
- Compras a las Mypes uniforme y mobiliario escolar	DU 015-2009	150
- Programa de Reconversión Laboral	DU 021-2009	100
- Fondo de garantía Empresarial (FOGEM)	DU 024-2009	300
- Aumento Temporal del <i>Drawback</i>	DS 018-2009-EF	360
- Fortalecimiento de Mypes	DU 019-2009	5
<b>2. Obras de Infraestructura</b>		<b>5 227</b>
- Proyectos de inversión	DU 010-2009	2 148 <sup>2/</sup>
- Fondo de inversión en Infraestructura - COFIDE	DU 018-2009	325
- IIRSA Sur	DU 025-2009	773
- Proyecto Costa Verde	DS 019-2009-EF	16
- Continuidad de Inversiones	DS 017-2009-EF	1 285
- Mantenimiento de Carreteras	DS 034-2009-EF	300
- Fideicomisos Regionales	DU 028-2009	260 <sup>3/</sup>
- Infraestructura básica de gobiernos locales	DS 033-2009-EF	100
- Carretera Santiago de Chuco-Shorey	Ley 29321	20
<b>3. Protección Social</b>		<b>715</b>
- Mantenimiento de Instituciones Educativas	DU 011-2009	120 <sup>4/</sup>
- Mantenimiento y Equipamiento de Establecimientos de Salud	DU 016-2009	165
- Mantenimiento de Infraestructura de Riego	DU 016-2009	153
- Infraestructura Básica Gob, Locales	DU 016-2009	100
- Inversión Social - Fondo Igualdad	Ley 29322	105
- Programa de Complementación Alimentaria	DS 022-2009-EF	64
- FORSUR	DS 027-2009-EF	8
<b>4. Otros gastos</b>		<b>840</b>
- Crédito suplementario para financiar al FEPC	DU 009-2009	500
- Pago de Bonificación por Escolaridad	DS 026-2009-EF	300
- Incorporación de recursos del Ministerio de Educación en Presupuesto 2009	DS 023-2009-EF	36
- Transferencia de competencias de Salud al GR del Callao	DS 035-2009-EF	4
<b>Total Plan de Estímulo</b>		<b>7 697</b>
<b>(Porcentaje del PBI)</b>		<b>2,0%</b>
1/ Corresponde a los 9 primeros paquetes del Plan de Estímulo Económico. Considera sólo medidas de ingreso o gasto fiscal. Excluye emisión de bonos por S/. 1 405 millones.		
2/ Estimación preliminar del MEF.		
3/ Corresponde al estimado para el 2009. El total es de S/. 2 600 millones en diez años.		
4/ S/. 270 millones están incluidos en el DU 010-2009.		

4 Cifras al 20 de febrero de 2009.

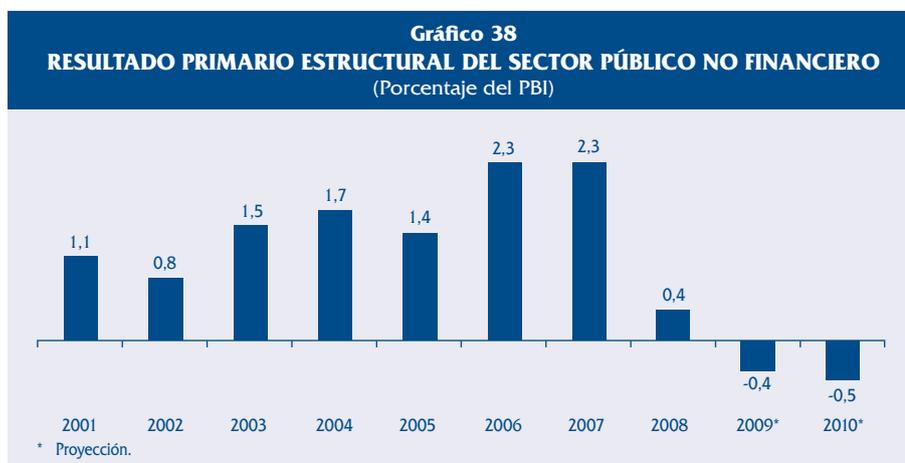
45. El riesgo de un deterioro permanente en las cuentas del fisco es reducido por la naturaleza temporal de la mayoría de medidas contenidas en el Plan de Estímulo. En el caso de las medidas de gasto, el alza en la inversión pública es por definición temporal, mientras que las reducciones de impuestos tienen fechas de vigencia definidas. De esta forma el fisco cuenta con la posibilidad de evitar un deterioro permanente en el resultado fiscal, si la disponibilidad de financiamiento hiciera necesario un ajuste.

En cuanto a la efectividad del paquete fiscal, una reciente revisión de la estimación del multiplicador de corto plazo del gasto del gobierno sugiere que el mayor gasto de 0,8 por ciento del PBI respecto al Presupuesto se traduciría en alrededor de 1,0 punto porcentual de mayor actividad económica<sup>5</sup>.

46. El resultado fiscal proyectado para el año 2009 (déficit de 1,0 por ciento) difiere del presentado por el Ministerio de Economía y Finanzas (déficit de 0,7 por ciento) debido a que se ha considerado un escenario conservador en la proyección de ingresos fiscales pero manteniendo los mismos supuestos sobre el gasto fiscal.

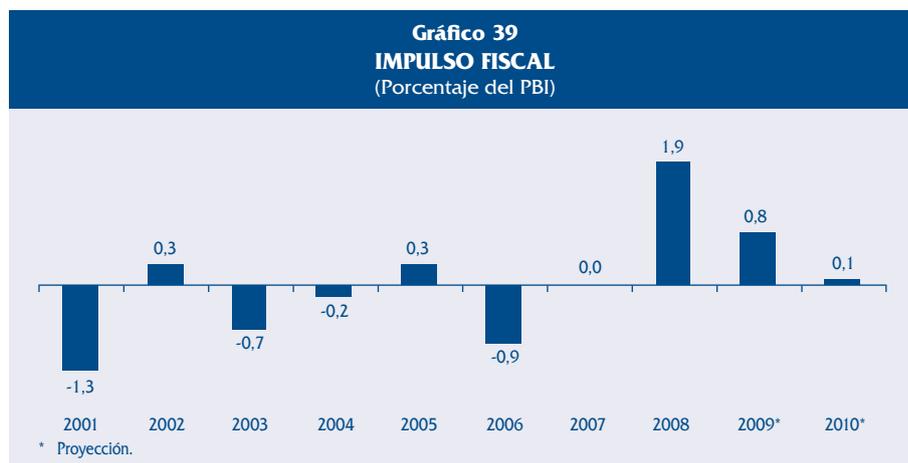
### Resultado primario estructural

47. El resultado primario estructural, indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal porque deduce del resultado primario convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación, fue 0,4 por ciento del PBI en 2008. Para los años 2009 y 2010 se esperan déficit primarios de 0,4 y 0,5 por ciento del PBI, respectivamente, resultados que serían consistentes con la política fiscal contracíclica que se ejecutaría en estos años. El impulso fiscal, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería de 0,8 por ciento del PBI en 2009, en tanto que para 2010, sería ligeramente positivo.



5 Ferreyros, G. (2009) "Estimación del Multiplicador del Gasto Público". BCRP.





48. El aumento del déficit fiscal en los años 2009 y 2010 no afecta la sostenibilidad de las cuentas fiscales porque se mantiene controlado el nivel de la deuda pública. El siguiente cuadro muestra el déficit fiscal necesario para estabilizar al ratio deuda a PBI en el valor obtenido al cierre de 2008 (alrededor de 24 por ciento del PBI), para distintos escenarios de crecimiento de la economía. Aún en el caso que el crecimiento se mantenga alrededor del 5 por ciento anual, el Estado podría tener un déficit de 1,6 por ciento del PBI sin que se genere una senda creciente en el saldo de la deuda pública.

**CUADRO 15**  
**DÉFICIT FISCAL SOSTENIBLE <sup>1/</sup>**  
(Porcentaje del PBI)

	Tasa de crecimiento real		
	3%	5%	7%
<b>Déficit</b>	1,1%	1,6%	2,0%

<sup>1/</sup> Déficit consistente con un ratio constante deuda a PBI.

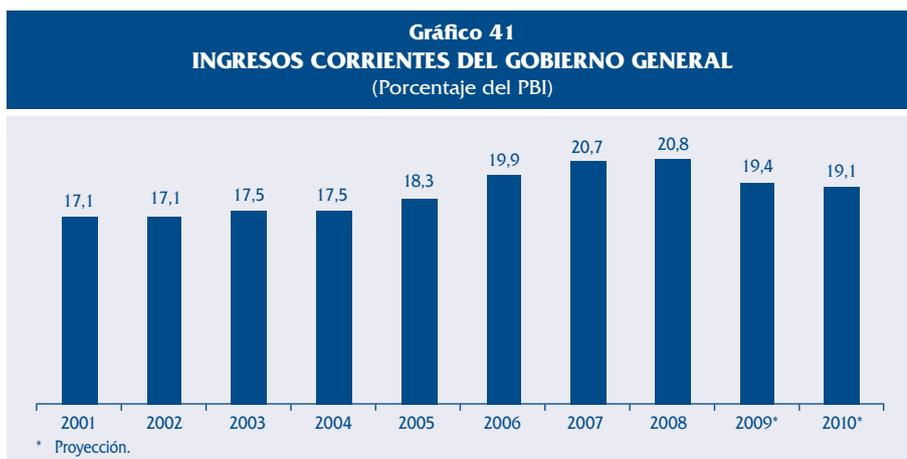
### Evolución de los ingresos fiscales

49. En **2008** los ingresos corrientes del gobierno general alcanzaron un nivel de 20,8 por ciento del PBI, el mayor nivel histórico desde 1980, lo que significa un incremento de 5,8 por ciento en términos reales respecto al año anterior.

Esta evolución favorable de los ingresos fiscales comenzó a mostrar una moderación en el último trimestre del año. El crecimiento alcanzado en los primeros trimestres fue consecuencia de los altos precios internacionales de las exportaciones y el petróleo, así como del fuerte dinamismo económico de ese periodo. Sin embargo, en el último trimestre se registró un leve decrecimiento (1,5 por ciento en términos

reales), debido principalmente a los menores pagos a cuenta del Impuesto a la Renta de tercera categoría por la caída de los precios internacionales de los principales metales.

Se proyecta que los ingresos corrientes del gobierno general descenderían a niveles de 19,4 por ciento del PBI en **2009**, lo que significa una reducción de 5,6 por ciento en términos reales. Esta caída es mayor a la prevista en el anterior reporte de inflación (3,1 por ciento), debido a que los actuales pronósticos resultan menos favorables en cuanto al impacto de la crisis global en las exportaciones, importaciones y en el crecimiento económico. La principal reducción en los ingresos previstos se produciría por el lado del Impuesto a la Renta, cuya recaudación bajaría de 6,5 por ciento en 2008 a 5,2 por ciento en 2009. El Impuesto General a las Ventas, que constituye nuestro principal impuesto y que ha venido creciendo sostenidamente en los últimos años, se mantendría, en términos del PBI, en niveles ligeramente por encima del 8,5 por ciento en los próximos años.





50. La recaudación por el Impuesto a las Importaciones continuaría mostrando una tendencia descendente hasta representar sólo un 0,4 por ciento del producto hacia el año 2010. Este comportamiento responde a las sucesivas reducciones en los aranceles a la importación como parte de la política comercial de los últimos años, así como por los acuerdos comerciales que se han puesto en marcha. Esta política comercial permitiría continuar con el aumento de la productividad y competitividad de la economía en los siguientes años. Asimismo, la contracción de las importaciones para los periodos siguientes contribuyen en este mismo sentido a la menor recaudación de dicho impuesto.



51. Adicionalmente, las proyecciones de menor recaudación son afectadas desde enero de 2009 por las reducciones de las tasas del Impuesto a las Transacciones Financieras -ITF- (de 0,07 por ciento a 0,06 por ciento) y el Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- (de 0,5 por ciento a 0,4 por ciento).



Por el contrario, se estima que para 2009 la recaudación del Impuesto Selectivo al Consumo aumentaría a 1,1 por ciento del producto, debido a los aumentos de tasas del ISC a los combustibles que se produjeron en los meses de octubre y noviembre de 2008. Dichos aumentos de tasas revirtieron las disminuciones de inicios del año pasado destinadas a reducir el impacto del incremento de los precios internacionales del crudo sobre los precios internos.

52. Los **ingresos no tributarios** del gobierno general, por su parte, disminuirían en 2009 por aquellos conceptos vinculados al sector minero e hidrocarburos. Los menores precios del crudo determinarían una menor recaudación por canon y regalías petroleras, en tanto que los menores precios de los minerales llevarían a ingresos inferiores por regalías mineras. Asimismo, se registrarían menores ingresos por los remanentes que las empresas mineras transfieren a los gobiernos regionales, luego de haber cumplido con la distribución de utilidades a sus trabajadores, así como con la transferencia al Fondoempleo.

También se espera una disminución de los ingresos corrientes en términos del producto (19,1 por ciento del PBI) en **2010**, aunque ello significará, en términos reales, un incremento de 5,2 por ciento respecto al año previo. Este ligero repunte estaría asociado a la lenta recuperación de los precios internacionales de las exportaciones así como al mayor dinamismo de la economía que se espera para ese año.

### Evolución de los gastos fiscales

53. En **2008** el gasto no financiero del gobierno general se incrementó en 13,5 por ciento en términos reales. Este aumento se dio principalmente en el rubro de formación bruta de capital (45 por ciento), que alcanzó una tasa de aumento real máxima en el caso de EsSalud (191 por ciento) y los gobiernos locales (99 por ciento).





Visto en términos de niveles de gobierno, son los gobiernos locales los que lideraron esta tendencia (99 por ciento en términos reales), seguido por los gobiernos regionales (22 por ciento) y el gobierno nacional (4 por ciento).

Por su lado, el gasto corriente del gobierno general también se incrementó (7,1 por ciento en términos reales). En este rubro destacan las transferencias corrientes al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles por un total de S/. 2 150 millones, destinados a atenuar el impacto sobre los precios internos de la escalada de la cotización internacional de los hidrocarburos.



Para los años **2009** y **2010** se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 12,5 y 5,2 por ciento. Este crecimiento está explicado, en gran medida, por el impulso de la inversión del gobierno general que crecería 51,7 y 11,8 por ciento en términos reales, en 2009 y 2010, respectivamente. Ello responde a la puesta en marcha de los diversos proyectos públicos del Plan de Estímulo Económico destinado a evitar impactos traumáticos de la crisis global sobre el sector real de la economía. El mayor dinamismo de la inversión estaría concentrado en las entidades del gobierno central.



Por su parte, los gastos corrientes crecerían a un ritmo mucho menor al de la inversión (1,1 y 2,5 por ciento en términos reales en 2009 y 2010, respectivamente).

Las proyecciones de crecimiento de gasto corriente para los años 2009 y 2010 asumen el cumplimiento del 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, el Decreto de Urgencia 016-2009, ha dispuesto la suspensión de la transferencia de recursos que le correspondía al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) en el año 2009 por el superávit de recursos ordinarios del ejercicio presupuestal 2008 (estimado en US\$ 1 650 millones). Estos recursos van a servir para financiar, por lo menos en parte, proyectos de infraestructura básica. El saldo del FEF a febrero 2009 es de US\$ 1 807 millones.

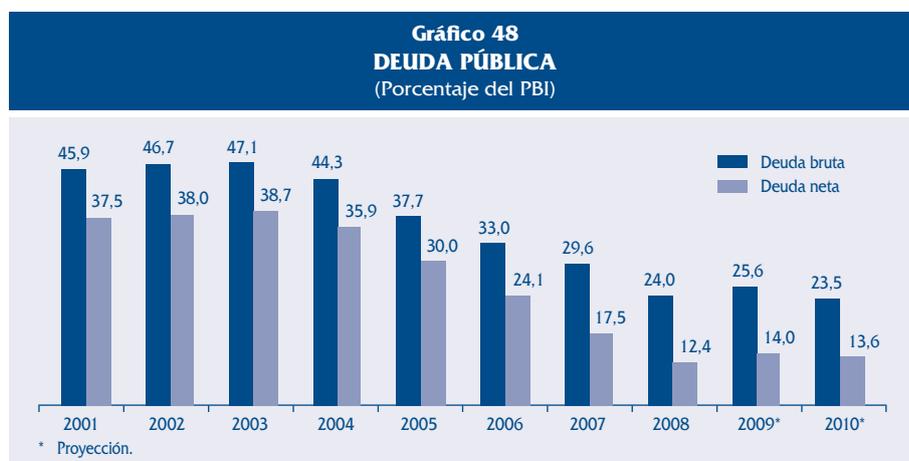
### Requerimiento financiero

54. A diciembre de 2008 el gobierno general cuenta con depósitos acumulados en el sistema financiero equivalentes a US\$ 13 618 millones (10,7 por ciento del PBI) que le permiten financiar una posición fiscal contracíclica durante el horizonte de proyección. Los requerimientos de financiamiento para los años 2009 y 2010 se estima que serán de US\$ 2 459 y US\$ 2 766 millones, respectivamente.

CUADRO 16 REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/ (Millones de US\$)						
	2007	2008	2009*		2010*	
			RI Set.08	RI Mar.09	RI Set.08	RI Mar.09
<b>I. Usos</b>	<b>-1 757</b>	<b>-839</b>	<b>-261</b>	<b>2 459</b>	<b>17</b>	<b>2 766</b>
1. Amortización	1 506	1 971	1 190	1 203	1 358	1 381
a. Externa	1 172	1 449	965	949	1 110	1 108
b. Interna	334	522	225	254	248	273
Del cual: Bonos de Reconocimiento	134	94	137	122	144	125
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-3 264	-2 811	-1 450	1 256	-1 341	1 385
<b>II. Fuentes</b>	<b>-1 757</b>	<b>-839</b>	<b>-261</b>	<b>2 459</b>	<b>17</b>	<b>2 766</b>
1. Externas	1 036	1 100	355	936	479	1 104
2. Bonos 2/	869	473	326	881	310	462
3. Internas 3/	-3 663	-2 412	-941	642	-771	1 200
Nota:						
Saldo de deuda pública bruta						
En millones de US\$	31 870	30 648	30 665	31 132	30 372	31 125
En porcentaje del PBI	29,6	24,0	22,2	25,6	20,0	23,5
Saldo de deuda neta 4/						
En millones de US\$	19 061	15 815	14 690	17 071	13 151	18 072
En porcentaje del PBI	17,5	12,4	10,7	14,0	8,6	13,6
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.						



55. A diciembre de 2008, el saldo de la deuda pública fue equivalente a 24,0 por ciento del PBI y el de la deuda neta, que descuenta los activos líquidos, fue de sólo 12,4 por ciento del PBI lo cual implica una reducción de 5,1 puntos porcentuales respecto al 2007. Esta evolución es producto de la menor necesidad de financiamiento del sector público por el superávit fiscal alcanzado y la consecuente acumulación de depósitos. Para los próximos años se proyecta un mayor requerimiento financiero que sería cubierto con mayores desembolsos externos e internos y una reducción de los depósitos del gobierno, lo que se traducirá en niveles ligeramente superiores de deuda bruta y neta durante 2009 y en menor medida en 2010.

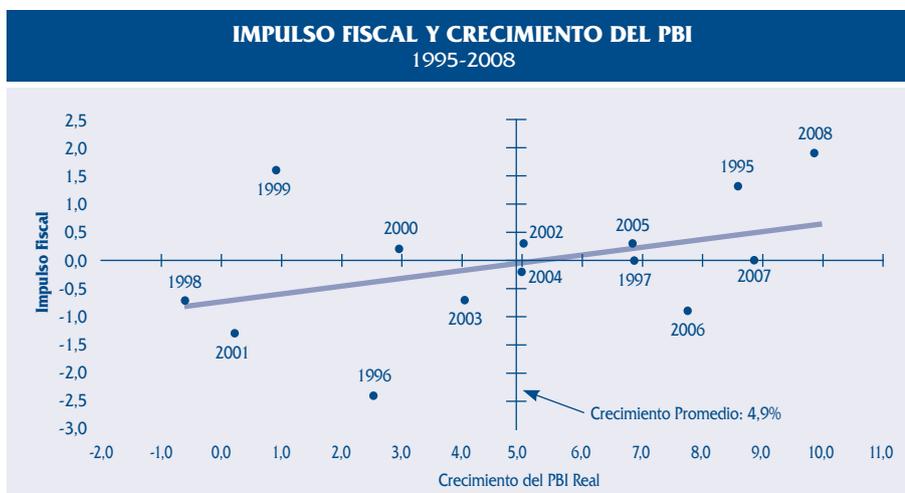


#### RECUADRO 4 RESPUESTAS DE POLÍTICA FISCAL ANTE LA CRISIS EXTERNA

Para estimar la posición de la política fiscal se suele emplear un indicador denominado “impulso fiscal”, definido como el cambio anual en el resultado primario estructural del sector público no financiero<sup>6</sup>. Por su parte, la posición de la economía en el ciclo económico se estima mediante la brecha del PBI, que es la desviación porcentual del producto respecto a un estimado de su nivel potencial.

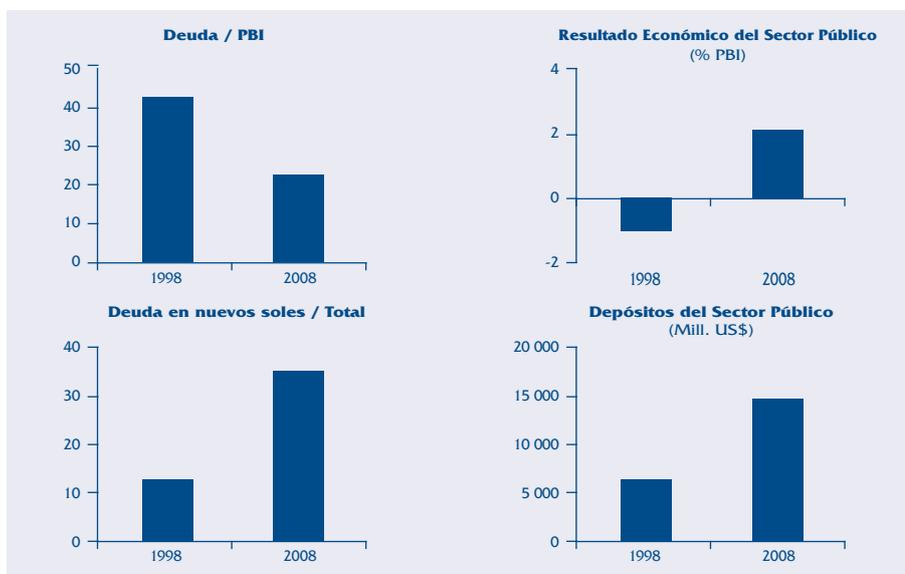
Con la información disponible para 1995-2008 y las proyecciones de este Reporte de Inflación para 2009, se encuentra que los episodios de expansión fiscal han ocurrido cuando la economía se encontraba en la fase de auge del ciclo económico, mientras que los periodos de consolidación fiscal coincidieron con periodos recesivos del ciclo, lo que configura un manejo procíclico de la política fiscal. El siguiente cuadro muestra que existe una asociación positiva entre el impulso fiscal y la brecha del crecimiento del PBI real y su media histórica 1995-2008 (4,9 por ciento).

6 El resultado primario estructural es el resultado primario que obtendría el sector público si el producto se encontrara en su nivel potencial y los precios de los minerales de exportación y el petróleo en un promedio de largo plazo. Los detalles metodológicos de la elaboración de este indicador se encuentran en la Nota de Estudios del BCRP N° 51 del año 2008.



A partir de 1999 se han implementado reglas fiscales, con el fin de mitigar los sesgos al déficit en el manejo fiscal y a evitar el comportamiento procíclico de la política fiscal. Ello contribuyó a la continua reducción del déficit fiscal observada en el periodo 2002-2008.

A continuación se comparan algunos indicadores de vulnerabilidad fiscal a inicios del último ciclo recesivo observado en la economía peruana (1998-2002) y los correspondientes al cierre de 2008. Estos indicadores muestran una mayor solidez fiscal respecto a lo observado a fines de los años noventa. Ello se traduce en la significativa reducción en el saldo de la deuda pública, así como el aumento en la participación de la deuda en moneda nacional en el total adeudado. Asimismo el fisco cuenta con un nivel mucho mayor de depósitos públicos en el sistema financiero.





## V. Política Monetaria

56. Con el agravamiento de la crisis financiera internacional, marcada por la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el 15 de setiembre de 2008, se acrecentó el riesgo de una generalización de contracción crediticia a nivel mundial.

Ante ello era necesario evitar que estos eventos que se desarrollaban en el exterior se reprodujeran internamente en los mercados monetarios, de crédito, cambiario y de capitales, en la forma de una contracción de financiamiento. Un desarrollo de este tipo introduciría un estímulo recesivo y deflacionario que pondría en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera. En consecuencia, las acciones de política monetaria del Banco Central en esta etapa se han orientado a asegurar que el crédito siga fluyendo, en condiciones que asegurasen una convergencia de la inflación hacia la meta de 2 por ciento (rango entre 1,0 - 3,0 por ciento).

57. El BCRP inyectó liquidez en el mercado secundario para minimizar el impacto de la crisis financiera en la disponibilidad de liquidez de los bancos y en las tasas de interés. Así, el BCRP introdujo recursos al sistema financiero mediante Operaciones de Reporte a plazos de hasta un año, operaciones *Swaps* en moneda extranjera, y la recompra permanente de Certificados de Depósitos BCRP (CDs).

Considerando solamente los vencimientos de los CDs del BCRP y las operaciones REPOs, durante el período de profundización de la crisis financiera, la inyección monetaria alcanzó S/. 30 053 millones entre setiembre de 2008 y el 11 de febrero de 2009.

Asimismo, y desde el inicio de la agudización de la crisis financiera, el BCRP actuó reduciendo sucesivamente la tasa de encaje tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Estas reducciones permitieron inyectar liquidez de forma permanente y estabilizaron las condiciones de liquidez en el sistema financiero.

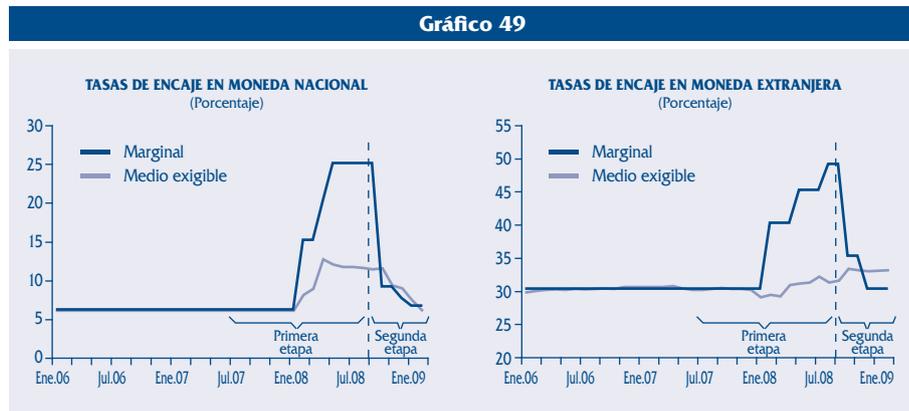
Tal como se resume en el siguiente cuadro, el BCRP redujo el encaje marginal en moneda nacional de 25 a 6,0 por ciento, el encaje marginal en moneda extranjera de 49 a 30 por ciento y el encaje a los depósitos de entidades financieras no residentes de 120 a 35 por ciento. Adicionalmente, se exoneraron del régimen de encaje a los adeudados externos de entidades financieras a plazos mayores o iguales a dos años.

**CUADRO 17  
ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA**

Fecha	Medida
Setiembre 2008	<p><b><u>Encaje en moneda nacional y en moneda extranjera (libera recursos por S/.18 millones y US\$ 102 millones)</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exonera encaje a adeudados externos de entidades financieras a plazos de 2 años o más.</li> </ul>
Octubre 2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se extienden los plazos de las operaciones REPOS hasta 1 año y se amplía el número de participantes en las subastas (AFP's y Fondos Mutuos)</li> <li>- Se incorpora la opción de SWAP directo de dólares por soles.</li> <li>- Se establecen REPOS en moneda extranjera.</li> </ul> <p><b><u>Encaje en moneda nacional</u></b> (libera recursos por S/. 967 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se establece un encaje único de 9 por ciento, que es igual al encaje mínimo legal, para las obligaciones sujetas al régimen general. Asimismo, se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior.</li> </ul> <p><b><u>Encaje en moneda extranjera</u></b> (libera recursos por US\$ 279 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se reduce de 49 a 35 por ciento la tasa de encaje marginal aplicada sobre las obligaciones sujetas al régimen general. Asimismo, se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior.</li> </ul> <p><b><u>Encaje en moneda nacional</u></b> (libera recursos por S/. 154 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exoneración al 33 por ciento de obligaciones en soles hasta un máximo de S/. 100 millones.</li> <li>- Reduce de 120 a 35 por ciento encaje a depósitos de no residentes.</li> <li>- Reduce de 120 a 9 por ciento el encaje a fondos de no residentes destinados a financiar microfinanzas.</li> </ul>
Noviembre 2008	<p><b><u>Encaje en moneda extranjera</u></b> (libera US\$ 27,2 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tope de 35 por ciento al encaje medio a créditos externos de corto plazo.</li> <li>- Se reduce a 35 por ciento el encaje para las obligaciones del régimen especial.</li> </ul>
Diciembre 2008	<p><b><u>Encaje en moneda nacional</u></b> (libera S/. 650 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento.</li> </ul> <p><b><u>Encaje en moneda extranjera</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento.</li> <li>- Se reduce a 35 a 30 por ciento el encaje marginal para las obligaciones del régimen general.</li> </ul>
Enero 2009	<p><b><u>Encaje en moneda nacional</u></b> (libera S/. 300 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 7,5 a 6,5 por ciento. Además, se reduce el requerimiento mínimo de fondos de encaje que los bancos deben mantener en su cuenta corriente del BCRP de 2,0 a 1,5 por ciento del TOSE.</li> </ul>
Febrero 2009	<p><b><u>Se reduce la tasa de interés de referencia</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,50 a 6,25 por ciento.</li> </ul>
Marzo 2009	<p><b><u>Se reduce la tasa de interés de referencia y la tasa de encaje mínimo legal</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,0 por ciento.</li> <li>- Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 6,5 a 6,0 por ciento, y el requerimiento de cuenta corriente de 1,5 por ciento a 1,0 por ciento, a partir de abril (libera recursos por S/. 250 millones).</li> </ul>

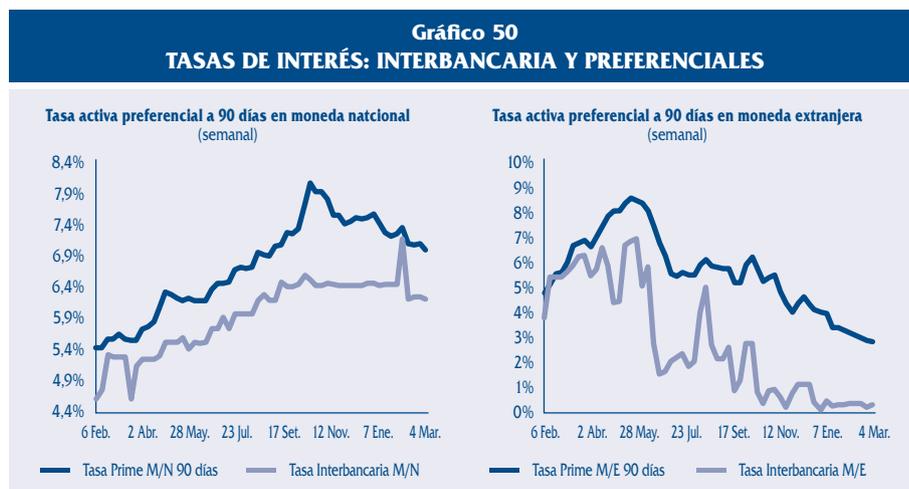
58. Las reducciones sucesivas de encajes han hecho que los requerimientos de encajes vigentes sean similares a los que existían a finales de 2007.

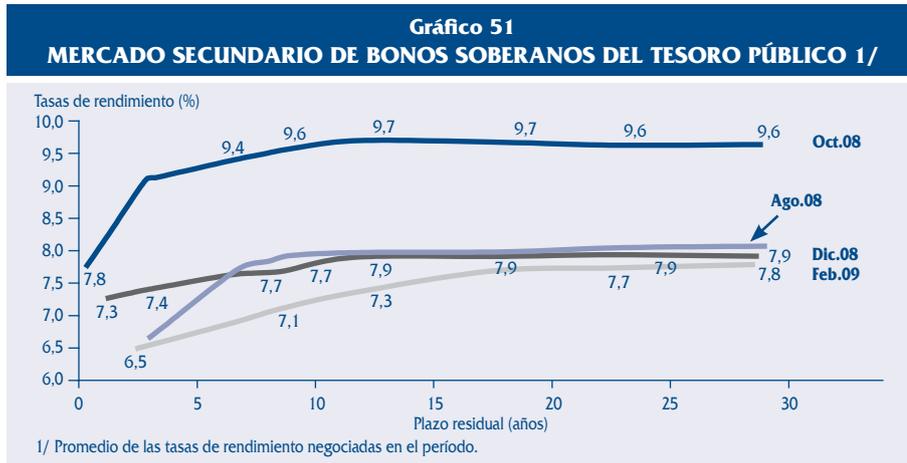




59. El conjunto de las medidas adoptadas por el BCRP ha permitido que a pesar de la profundización de la crisis financiera global, el mercado de dinero interbancario en soles mantenga sus volúmenes de transacción e incluso, luego de la reducción temporal observada entre setiembre y octubre de 2008, el promedio de operaciones interbancarias se ha incrementado.

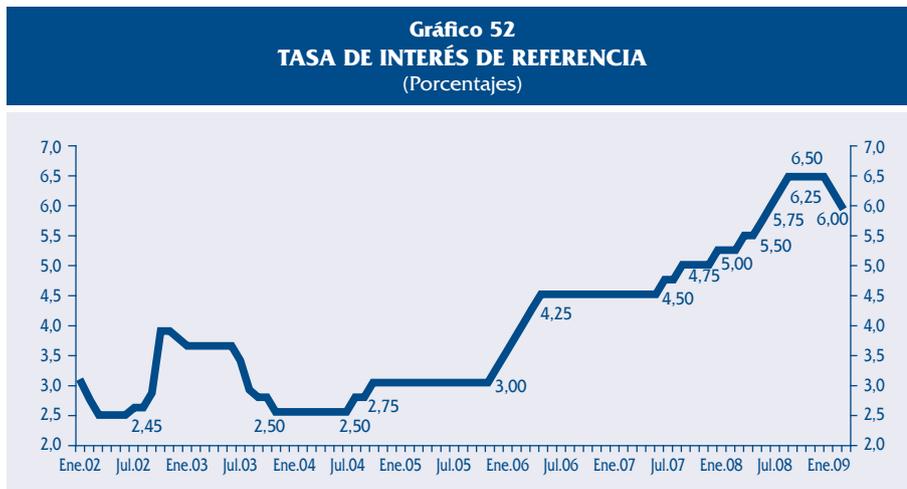
60. Como resultado de las medidas aplicadas por el Banco Central en el último trimestre, las presiones en el mercado de dinero se redujeron y las tasas de interés retornaron a sus niveles normales. De esta manera se evitó que estas presiones sobre las tasas afecten las condiciones de endeudamiento de los agentes económicos. Asimismo, las presiones al alza en las tasas de rendimiento de los bonos públicos y los valores del Banco Central se normalizaron y las tasas de interés retornaron a niveles similares a las observadas en agosto de 2008, antes de la crisis. Ello ha permitido que en 2009 se reanuden las emisiones de deuda privada en el mercado de capitales. Por consiguiente, las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central, que significaron la activación integral de sus procedimientos operativos, han logrado que la inflación de 2008 sea una de las más bajas de la región y mantenga su convergencia a la meta de 2 por ciento, que se espera alcanzar a fines de 2009.





61. Con una mayor claridad sobre la tendencia decreciente de la tasa de inflación y de las expectativas del público sobre ésta, el Banco empezó en febrero de 2009 una secuencia de reducción de la tasa de interés de referencia de la política monetaria. En febrero bajó de 6,5 a 6,25 por ciento y en marzo a 6,0 por ciento.

Previamente, desde julio de 2007 se ejecutó una secuencia de alzas de tasas desde 4,75 por ciento hasta llegar a 6,50 por ciento en setiembre de 2008, con la finalidad de contener las presiones inflacionarias que se manifestaron particularmente en el año 2008.





---

## RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO: Octubre 2008 – Marzo 2009

**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.

**Noviembre:** 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.

El Directorio se mantiene atento al desarrollo de la demanda interna y de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como de la evolución de la inflación y sus determinantes, incluyendo el impacto de las tarifas públicas. Asimismo reitera que tomará las medidas necesarias para lograr la convergencia gradual de la inflación al rango meta en un entorno de crecimiento económico sostenido, las que pueden incluir, de ser necesario, una posición monetaria más flexible.

**Diciembre:** 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.

Asimismo, el Directorio aprobó reducir la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento, lo que liberaría fondos por aproximadamente S/. 650 millones y reducir la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 35 a 30 por ciento.

El Directorio se mantiene atento al desarrollo de la demanda interna y de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como de la evolución de la inflación y sus determinantes. Asimismo reitera que tomará las medidas necesarias para lograr la convergencia gradual de la inflación al rango meta. Además, reafirma su compromiso de suministrar la liquidez requerida por la economía a través de los instrumentos monetarios que dispone. En la medida que las expectativas de inflación converjan a la meta, el Directorio adoptará una posición de política monetaria más flexible.

**Enero:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de encaje mínimo legal en 1 punto porcentual y mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 6,50 por ciento.

Esta medida es parte del conjunto de políticas que ha venido aplicando el Banco Central desde setiembre del 2008 para proveer liquidez y hacer frente a la crisis financiera internacional, de manera que se preserve el funcionamiento normal del mercado crediticio.

El Directorio se mantiene atento al desarrollo de la demanda interna y de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como de la evolución de la inflación y sus determinantes. Asimismo reitera que tomará las medidas necesarias para lograr la

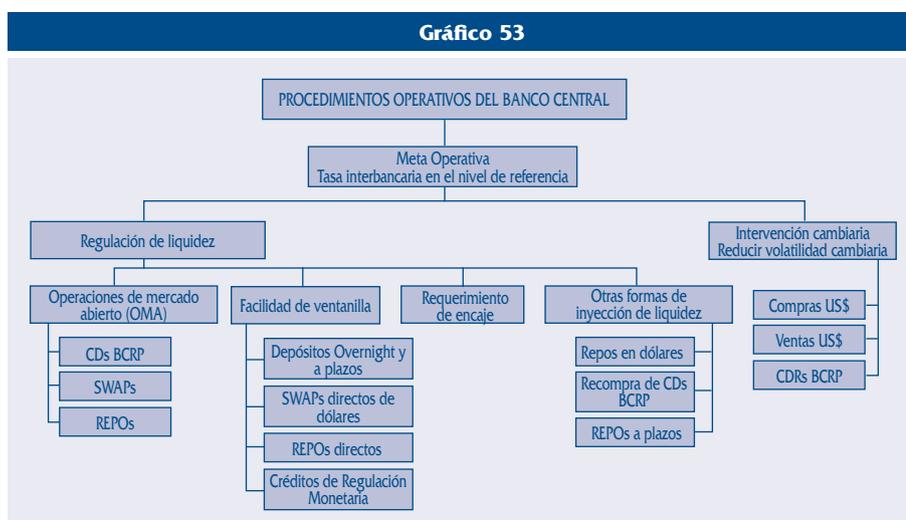
convergencia gradual de la inflación al rango meta. Además, reafirma su compromiso de suministrar la liquidez requerida por la economía a través de los instrumentos monetarios que dispone. En la medida que la inflación y las expectativas de los agentes sobre la misma converjan a la meta, el Directorio adoptará una posición de política monetaria más flexible.

**Febrero:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,50 a 6,25 por ciento.

Esta decisión se sustenta en la observación de menores presiones inflacionarias, en un entorno de menor crecimiento de la economía mundial y de caída de los precios internacionales de alimentos y combustibles.

El Directorio se mantiene atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular, el desarrollo de la demanda interna y la situación económica y financiera internacional.

**Marzo:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,0 por ciento. Con esta decisión el Banco Central continúa ajustando su posición de política monetaria ante la observación de menores presiones inflacionarias y expectativas de inflación decrecientes, en un entorno de menor crecimiento de la economía mundial. De mantenerse esta tendencia el Banco seguirá flexibilizando su política monetaria.



62. El BCRP mantiene una variedad de instrumentos operativos que le facilita el control de la liquidez tanto en nuevos soles como en dólares. Así, el BCRP puede inyectar liquidez de forma temporal mediante operaciones de reporte con títulos de gobierno tanto en nuevos soles como en dólares. También están disponibles las operaciones swaps que permiten a los bancos, a través de una venta temporal de dólares, obtener soles a corto plazo del BCRP. Para inyectar liquidez de manera permanente el BCRP puede reducir los requerimientos de encaje o realizar compras en el mercado secundario de sus propios valores o valores de gobierno.





63. Las operaciones monetarias del BCRP se orientan a que el mercado interbancario de préstamos opere con la tasa de interés de referencia, para lo cual inyecta o retira liquidez en moneda nacional a los bancos. Adicionalmente, el Banco Central interviene en el mercado cambiario comprando o vendiendo dólares, para evitar que se produzcan fluctuaciones fuertes del tipo de cambio que comprometan su estabilidad. Al realizar sus operaciones cambiarias, el BCRP inyecta o retira moneda nacional, lo cual debe considerar para alcanzar la tasa de interés de referencia; a la vez que inyecta o retira dólares en el mercado interbancario.
64. Desde el agravamiento de la crisis, las acciones de política monetaria del BCRP se han orientado a preservar el normal funcionamiento de los mercados monetarios y financieros, en especial del mercado de créditos. Esto ha implicado evitar que se generen: a) estrecheces de liquidez (en nuevos soles o en dólares) que puedan perjudicar el proceso de intermediación financiera; b) efectos adversos en los balances de las empresas y familias por depreciaciones abruptas que puedan causar presiones recesivas; c) empinamientos excesivos de la curva de rendimiento en el mercado monetario -desvinculado respecto a la evolución esperada de la tasa de referencia- que debilita el canal de tasa de interés de la política monetaria.

Por ello, se ha facilitado la provisión de un nivel adecuado de liquidez (en nuevos soles y en dólares) al sistema financiero a través de sucesivas reducciones en los requerimientos de encaje así como la ampliación del monto y tipo de operaciones de inyección de liquidez. Asimismo, cuando ha sido necesario, se ha extendido el plazo normal de sus operaciones de inyección de liquidez o se ha recomprado Certificados del BCRP para facilitar la formación de tasas de interés a diferentes plazos.

65. Las operaciones realizadas por el Banco Central han tenido como resultado una recomposición de sus activos y pasivos con el sistema financiero, atendiendo a las necesidades impuestas por dos escenarios diferentes que enfrentó la economía. Entre setiembre de 2008 y febrero de 2009, el Banco Central enfrentó un escenario de mayor preferencia por liquidez en dólares ante lo cual respondió mediante la venta de moneda extranjera en el mercado cambiario, lo que redujo su posición de cambio en US\$ 6 920 millones. Entre enero y agosto de 2008, el contexto fue opuesto con fuertes entradas de capital de corto plazo, en un escenario de mayor preferencia por la moneda nacional que se reflejó en presiones a la baja en el tipo de cambio. Ante ello el BCRP realizó compras esterilizadas de dólares aumentando sus activos en moneda extranjera y su posición de cambio por US\$ 7 125 millones.

Como contrapartida al cambio en los activos en moneda extranjera, y reflejo de las operaciones de esterilización, el balance del BCRP muestra un incremento de activos internos netos en nuevos soles por S/. 21 610 millones entre setiembre de 2008 y febrero de 2009, lo que refleja la reducción de sus pasivos por el vencimiento de Certificados de Depósitos por S/. 24 626 millones y la reducción del encaje en nuevos soles en S/. 1 301 millones, compensada por mayores pasivos por la emisión de CDs por S/. 10 351 millones. Así, el saldo de CDs pasó de S/. 34 024 millones en agosto 2008 a S/. 9 398 millones en febrero 2009. Por otro lado, los

activos en nuevos soles se incrementaron por las inyecciones de liquidez a través de operaciones repo por S/. 7 877 millones.

66. La variedad de instrumentos a disposición del BCRP es importante porque incrementa la eficiencia de los procedimientos operativos de la política monetaria ya que permite adecuar el uso de éstos a las condiciones cambiantes del mercado monetario y cambiario. Así por ejemplo, en octubre de 2008, cuando algunos bancos no contaban con títulos del gobierno y no todas las entidades financieras podían acceder a las REPOs, el BCRP inyectó liquidez con operaciones *swaps*, lo que facilitó una mejor distribución de liquidez en el sistema y ayudó a una convergencia más rápida de las tasas de interés de corto plazo.

<b>CUADRO 18</b>				
<b>OPERACIONES DEL BCRP</b>				
(Millones de nuevos soles)				
	2007	2008	Ene - Ago 08	Set 08 - Feb 09
<b>I. POSICIÓN DE CAMBIO</b>	<b>26 464</b>	<b>4 114</b>	<b>20 525</b>	<b>-21 305</b>
(Millones de US\$)	8 536	1 743	7 125	-6 920
<b>A. Operaciones cambiarias</b>	<b>7 070</b>	<b>488</b>	<b>6 480</b>	<b>-7 204</b>
1. Operaciones en la Mesa de Negociación	10 306	2 754	8 449	-6 843
2. Sector público	-3 275	-2 316	-2 010	-356
3. Otros	39	50	40	-4
<b>B. Resto de operaciones</b>	<b>1 466</b>	<b>1 255</b>	<b>645</b>	<b>283</b>
<b>II. ACTIVO INTERNO NETO</b>	<b>-23 294</b>	<b>-1 632</b>	<b>-19 278</b>	<b>21 610</b>
<b>A. Operaciones monetarias</b>	<b>-20 115</b>	<b>1 368</b>	<b>-17 979</b>	<b>20 221</b>
1. Operaciones de esterilización	-20 115	-4 045	-17 979	12 344
a. Depósitos del sector público	-6 751	-6 644	-4 958	-2 188
b. Certificados de Depósito BCRP (CD BCRP)	-13 393	13 737	9 541	8 045
c. Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	0	-4 425	0	-10 351
d. CD BCRP con Negociación Restringida	0	-6 483	-22 107	16 581
e. Depósitos a plazo	0	0	-283	283
f. Depósitos <i>overnight</i>	227	-3	-84	26
g. Otras operaciones	-199	-226	-89	-52
2. Operaciones de inyección de liquidez	0	5 412	0	7 877
a. Compra temporal de títulos valores	0	5 412	0	7 877
<b>B. Encaje en moneda nacional</b>	<b>-746</b>	<b>-2 050</b>	<b>-1 693</b>	<b>1 301</b>
<b>C. Resto</b>	<b>-2 433</b>	<b>-950</b>	<b>394</b>	<b>88</b>
<b>III. CIRCULANTE</b>	<b>3 170</b>	<b>2 482</b>	<b>1 246</b>	<b>305</b>
Var. % fin de periodo	27,1	16,7	28,9	13,0
<b>Nota:</b>				
<b>Saldos</b>				
<b>Saldo Esterilizado a fin de periodo</b>	<b>38 714</b>	<b>42 758</b>	<b>56 693</b>	<b>44 349</b>
Depósitos del sector público	16 924	23 568	21 882	24 069
Certificados de Depósitos BCRP	21 458	7 721	11 917	3 872
Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	0	4 425	0	10 351
CD BCRP con Negociación Restringida	0	6 483	22 107	5 526
Compra temporal de títulos valores (Repo)	0	5 412	0	-7 877
1. CIRCULANTE	14 857	17 339	16 104	16 408
2. ENCAJE	2 922	4 971	4 615	3 314
3. EMISIÓN PRIMARIA (1+2)	17 779	22 311	20 718	19 722





67. La presión de demanda por depósitos en dólares, así como la tendencia decreciente en la tasa de expansión del PBI, ha llevado a que el crecimiento del saldo del circulante se desacelere, pasando de una tasa de crecimiento anual del 33,7 por ciento en mayo de 2008 a una de 13 por ciento en febrero de 2009.



68. Las tasas de interés pasivas en nuevos soles se incrementaron respecto a los niveles registrados en setiembre, en particular las de plazos mayores. Así, las tasas para depósitos hasta 180 días y hasta 360 días aumentaron de 5,6 a 6,5 por ciento, y de 5,7 a 6,5 por ciento, respectivamente.

La tasa activa preferencial para clientes corporativos a plazo de tres meses retornó a un nivel similar al registrado en setiembre (7,2 por ciento), luego de haberse ubicado en niveles superiores entre octubre y diciembre de 2008, como reflejo de la incertidumbre generalizada producto de la crisis financiera internacional. La última reducción registrada se atribuye a la disminución de la tasa de interés de referencia de 6,50 a 6,25 por ciento durante febrero. Con ello, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en nuevos soles se ubicó alrededor de 73 puntos básicos en febrero de 2009.

**CUADRO 19**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**  
(En porcentajes)

	Dic. 2007	Set. 2008	Oct. 2008	Nov. 2008	Dic. 2008	Ene. 2009	Feb* 2009
1. Tasa de referencia	5,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25
2. Depósitos hasta 30 días	4,8	5,8	6,3	6,4	6,5	6,5	6,6
3. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	5,3	5,6	5,8	6,2	6,4	6,5	6,5
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,6	5,7	5,9	6,1	6,3	6,4	6,5
5. Activa preferencial corporativa	5,6	7,2	7,8	7,6	7,5	7,4	7,2
6. Activa promedio hasta 360 días	13,2	14,4	14,8	15,3	15,2	15,5	15,6
7. Activa promedio estructura constante	16,3	16,9	16,9	17,2	17,2	17,3	17,4

\* Al 24 de febrero.

69. Las demás tasas de interés de operaciones activas de la banca se incrementaron. Las tasas de los créditos comerciales aumentaron de 10,5 a 10,9 por ciento en el mismo periodo; mientras que, las tasas de los créditos de consumo y a microempresas se elevaron de 31,8 a 32,8 por ciento y de 35,0 a 35,5 por ciento, respectivamente. Ello respondió principalmente a los mayores costos de fuentes de financiamiento de los bancos y a la mayor percepción de riesgo crediticio en un contexto de crisis financiera internacional.

**CUADRO 20**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**  
(En porcentajes)

Fecha	Tasa de Política Monetaria	Corporativa	Interbancaria	Comercial	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
Mar.08	5,25	5,59	5,21	9,20	35,44	34,10
Jun.08	5,75	6,27	5,68	9,65	35,13	32,47
Set.08	6,50	7,18	6,43	10,45	35,02	31,80
Oct.08	6,50	7,81	6,60	10,64	34,93	31,59
Nov.08	6,50	7,59	6,55	10,85	34,91	32,17
Dic.08	6,50	7,48	6,54	10,84	34,97	32,26
Ene.09	6,50	7,36	6,57	10,77	35,05	32,68
Feb.09*	6,25	7,18	6,45	10,86	35,49	32,75

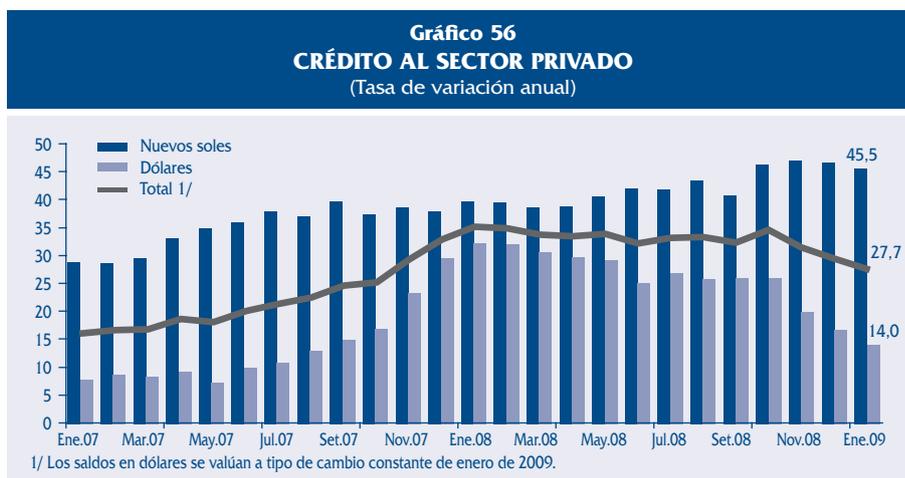
\* Al 24 de febrero.

### Crédito al sector privado

70. El crecimiento anual del crédito al sector privado en nuevos soles fue 45,5 por ciento en enero de 2009, tasa mayor a la registrada en setiembre de 2008 (40,7 por ciento); mientras que el crédito al sector privado en dólares continuó con la tendencia observada desde setiembre y redujo su crecimiento a 14,0 por ciento en enero de 2009. La evolución del crédito en ambas monedas se reflejó en un menor dinamismo del crédito total, el cual creció 27,7 por ciento en enero de 2009.

**Gráfico 55**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN**





**CUADRO 21**  
**SALDOS DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO POR MODALIDAD**  
(Millones de nuevos soles)

	Ene.08	Feb.08	Mar.08	Abr.08	May.08	Jun.08	Jul.08	Ago.08	Set.08	Oct.08	Nov.08	Dic.08	Ene.09
Corporativo	47 284	47 607	47 655	48 629	49 561	50 766	52 596	52 795	54 200	56 720	58 746	59 248	59 403
Microempresa	6 710	6 889	7 442	7 672	7 914	8 172	8 432	8 742	9 025	9 406	9 837	10 086	10 173
Consumo	17 876	18 187	18 573	19 021	19 579	20 013	20 216	20 658	21 086	21 475	21 815	22 314	22 398
Hipotecario	9 199	9 355	9 510	9 695	9 863	10 057	10 266	10 480	10 669	10 877	11 011	11 082	11 180

71. Cabe destacar que entre setiembre 2008 y enero 2009 el flujo mensual promedio del crédito total fue S/. 2 062 millones mayor al promedio alcanzado entre enero 2008 y setiembre 2008 (S/. 1 680 millones).

**CUADRO 22**  
**CRÉDITO TOTAL: SALDOS Y FLUJOS MENSUALES**  
(Millones de nuevos soles)

	Ene.08	Feb.08	Mar.08	Abr.08	May.08	Jun.08	Jul.08	Ago.08	Set.08	Oct.08	Nov.08	Dic.08	Ene.09
Saldos	78 409	79 370	80 493	82 313	84 180	86 234	88 659	89 815	92 044	95 481	98 363	99 681	100 122
Flujos mensuales	1 484	961	1 123	1 820	1 868	2 054	2 424	1 156	2 229	3 437	2 882	1 318	442
Variación % 1m.	1,9	1,2	1,4	2,3	2,3	2,4	2,8	1,3	2,5	3,7	3,0	1,3	0,4
Variación % 12m.	35,3	35,1	33,9	33,6	34,1	32,3	33,4	33,4	32,4	34,8	31,5	29,6	27,7

72. Se mantiene la desaceleración en la evolución del crédito de consumo, cuya tasa de crecimiento últimos 12 meses se redujo de 29,8 por ciento en setiembre 2008 a 20,4 por ciento en enero 2009. Los créditos corporativos alcanzaron una tasa de 28,4 por ciento últimos doce meses al cierre de enero de 2009; mientras que, los créditos para microempresas crecieron a una tasa de 50,7 por ciento, nivel similar a lo observado desde setiembre de 2008. Los créditos hipotecarios, por su parte, elevaron su tasa de crecimiento anual a 22,2 por ciento.

**CUADRO 23**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, POR TIPO DE COLOCACIÓN 1/**

	Saldos en millones de Nuevos Soles				Tasa de crecimiento doce meses			
	Set.08	Nov.08	Dic.08	Ene.09	Set.08 / Set.07	Nov.08 / Nov.07	Dic.08 / Dic.07	Ene.09 / Ene.08
Créditos corporativos 2/	52 087	56 546	57 039	57 200	32,7	31,8	28,7	28,4
Microempresa	8 856	9 657	9 899	9 988	49,8	50,1	50,8	50,7
Consumo 3/	20 871	21 595	22 102	22 196	29,8	28,1	27,0	20,4
Hipotecario 3/	10 230	10 564	10 640	10 738	23,8	23,2	22,9	22,2
TOTAL	92 044	98 363	99 681	100 122	32,4	31,5	29,6	27,7

1/ Incluye el financiamiento otorgado por las empresas bancarias, el Banco de la Nación, las empresas financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las cooperativas de ahorro y crédito. El crédito total se calcula a un tipo de cambio constante.

2/ Incluye créditos comerciales a empresas no financieras e inversiones en valores.

3/ Corregido por el efecto de la reclasificación de los créditos de consumo a créditos hipotecarios en diciembre de 2008.

73. Entre setiembre 2008 y enero 2009, las mayores fuentes de expansión del crédito al sector privado en moneda nacional fueron el incremento del patrimonio de las entidades financieras en S/. 3 023 millones y las operaciones de reporte con el BCRP por un monto de S/. 5 239 millones, del cual S/. 1 389 millones corresponden a operaciones repo a plazos mayores a dos meses. Entre los factores que afectaron negativamente a la expansión del crédito destacan: la caída de depósitos del sector público por S/. 398 millones, depósitos de no residentes por S/. 455 millones y depósitos del sector privado por S/. 709 millones.





**CUADRO 24**  
**FUENTES DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN NUEVOS SOLES 1/**  
(Millones de nuevos soles)

	Flujos		Saldos	
	Ene.09 / Set.08		Set.08	Ene.09
<b>CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL</b>	<b>6 470</b>	<b>43 122</b>	<b>49 592</b>	
1. Depósitos del sector privado	-709	39 256	38 547	
2. Depósitos del sector público	-398	17 660	17 262	
3. Depósitos de no residentes	-455	582	127	
4. Aumento de patrimonio <sup>2/</sup>	3 023	28 653	31 676	
5. Repos con el BCRP	5 239	0	5 239	
6. (-) Depósitos y Certificados de Depósito BCRP	2 143	30 131	27 988	
7. (-) Posición de cambio contable (empresas bancarias)	-4 044	879	4 924	
8. Resto	1 672			

1/ Enfoque de fuentes y usos del Balance. Para flujos con signo positivo significa un fondeo para las entidades financieras, ya sea porque aumenta un pasivo o se reduce otro activo.

2/ Incluye provisiones.

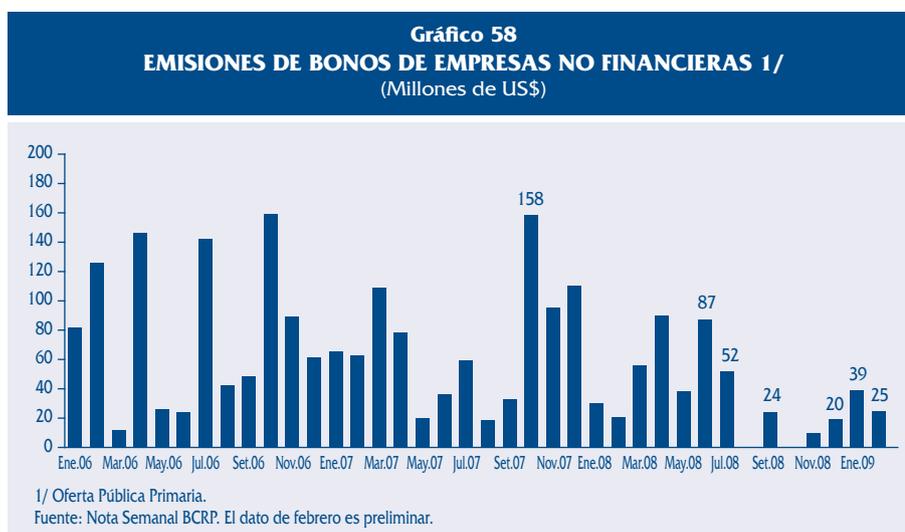
Las mayores fuentes de expansión del crédito en dólares fueron el incremento de los pasivos externos de largo plazo por US\$ 169 millones, los mayores depósitos del sector privado y público en US\$ 981 y US\$ 10 millones, respectivamente, así como, el incremento de la posición de cambio de las empresas bancarias en US\$ 2 170 millones. Dichos factores compensaron la caída de pasivos externos de corto plazo por US\$ 909 millones.

**CUADRO 25**  
**FUENTES DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN DÓLARES 1/**  
(Millones de US\$)

	Flujos		Saldos	
	Ene.09 / Set.08		Set.08	Ene.09
<b>CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA</b>	<b>536</b>	<b>16 307</b>	<b>16 844</b>	
1. Pasivos externos de corto plazo	-909	2 460	1 551	
2. Pasivos externos de largo plazo	169	3 564	3 734	
3. Depósitos del sector privado	981	14 577	15 557	
4. Depósitos del sector público	10	1 054	1 064	
5. Posición de cambio contable (empresas bancarias)	2 170	295	2 465	
6. (-) Activos externos	-575	2 072	2 647	
7. (-) Depósitos en el BCRP	427	6 956	6 529	
8. Resto	-1 737			

1/ Enfoque de fuentes y usos del Balance. Para flujos con signo positivo significa un fondeo para las entidades financieras, ya sea porque aumenta un pasivo o se reduce otro activo.

74. Las colocaciones de emisiones privadas de largo plazo de empresas no financieras se vienen recuperando en los últimos meses, aunque sin alcanzar los niveles de la primera mitad de 2008. Esta recuperación de los montos emitidos ha sido facilitada por las medidas adoptadas por el Banco Central para hacer frente a la turbulencia en el mercado de crédito internacional que endureció temporalmente las condiciones de financiamiento local al generar un fuerte desplazamiento de la curva de rendimiento en octubre. Con las medidas implementadas por el Banco Central, se restablecieron las condiciones de acceso normal de las empresas en el mercado de capitales para financiar sus proyectos de inversión.



### Tipo de cambio

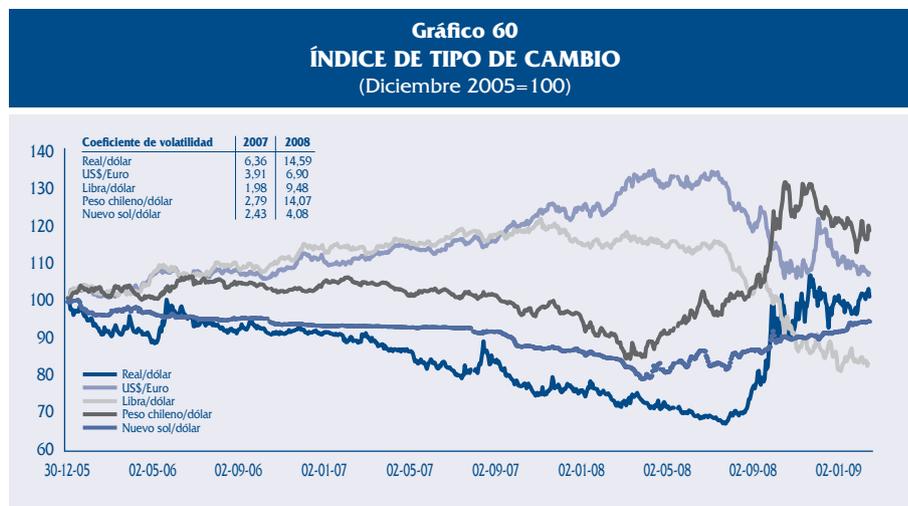
75. En 2008 se revirtió la tendencia apreciativa del Nuevo Sol observada en años anteriores, registrándose una depreciación de 4,5 por ciento con respecto al año 2007. Este comportamiento hacia una tendencia depreciatoria fue generado por cambios en variables fundamentales tales como la caída en los términos de intercambio y un deterioro del comercio exterior por la crisis financiera internacional. Asimismo, la evolución del tipo de cambio en 2008 se caracterizó por una mayor volatilidad, explicada por los cambios en la composición de portafolio de activos financieros tanto de residentes como de no residentes. En el presente año la tendencia alcista del tipo de cambio continúa, registrándose al cierre de febrero una depreciación de 3,9 por ciento con respecto a diciembre de 2008.

76. La crisis financiera internacional trajo consigo un cambio de portafolio hacia activos percibidos como más seguros tanto de inversionistas residentes como de no residentes. Esto llevó a que el tipo de cambio en 2008 presentara una mayor volatilidad (coeficiente de variabilidad de 4,1 por ciento) con respecto a la del 2007 (coeficiente de variabilidad de 2,4 por ciento). Esta mayor volatilidad no fue un





hecho aislado de la economía peruana sino un fenómeno generalizado tanto en países desarrollados como en los de América Latina. Por ejemplo, la volatilidad del tipo de cambio libra esterlina-dólar pasó de 2 por ciento en 2007 a 9,5 por ciento en 2008; mientras que la volatilidad del peso chileno con respecto al dólar pasó de 2,8 por ciento en 2007 a 14 por ciento en 2008.



77. La volatilidad del tipo de cambio y su efecto sobre las expectativas de los agentes también se reflejó en el mercado de futuros de monedas. Así, se pasó de un saldo de compras netas *forward* de US\$ 1 203 millones a fines de 2007 a un saldo de ventas netas *forward* de US\$ 693 millones a fines de 2008. Ello muestra un cambio de expectativas apreciatorias hacia expectativas depreciatorias.

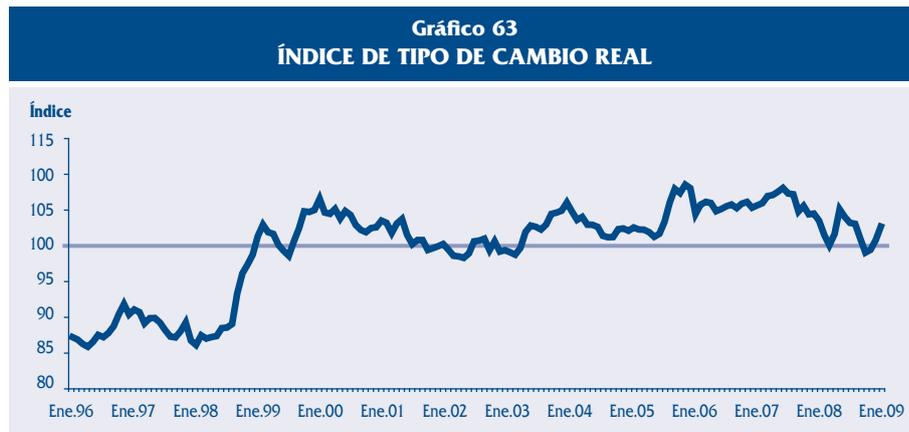


78. Las acciones del BCRP también se orientaron a reducir la volatilidad del tipo de cambio en un contexto de alta incertidumbre en los mercados de dinero y mayor aversión al riesgo respecto a los mercados emergentes. Con esta finalidad el BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 6 843 millones desde setiembre de 2008 y colocó CDRs por US\$ 3 980 millones (S/. 12 636 millones). Estas ventas evitaron que los balances de las empresas y familias que se encuentran dolarizados se deterioren frente a la evolución del tipo de cambio.

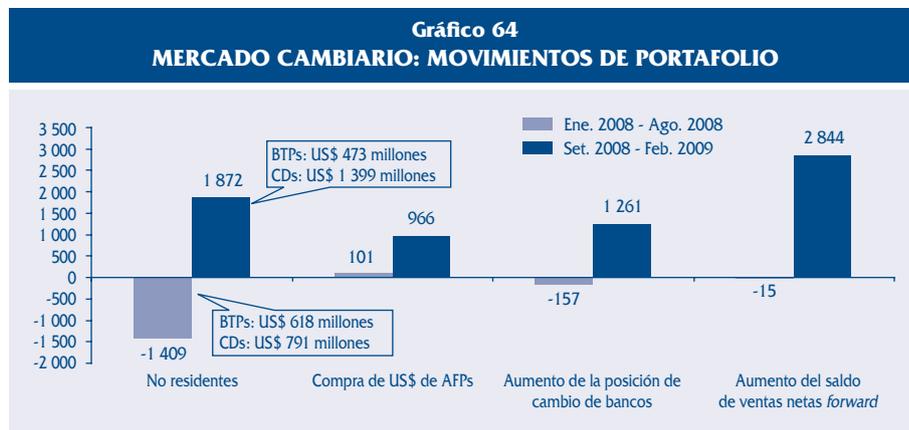
A pesar de ello durante 2008, el BCRP acumuló reservas internacionales por US\$ 3 507 millones, con lo que el saldo se elevó de US\$ 27 689 millones en diciembre de 2007 a US\$ 31 196 millones en diciembre de 2008. Ello fue posible gracias a una acumulación preventiva de reservas internacionales a través de compras en el mercado cambiario por US\$ 10 306 millones en 2007 y US\$ 8 449 millones hasta agosto de 2008.



79. El tipo de cambio real se ha mantenido estable en los últimos años debido a la fortaleza de los fundamentos de la economía peruana: buena posición fiscal, bajos niveles de deuda y cuenta corriente en un nivel sostenible.

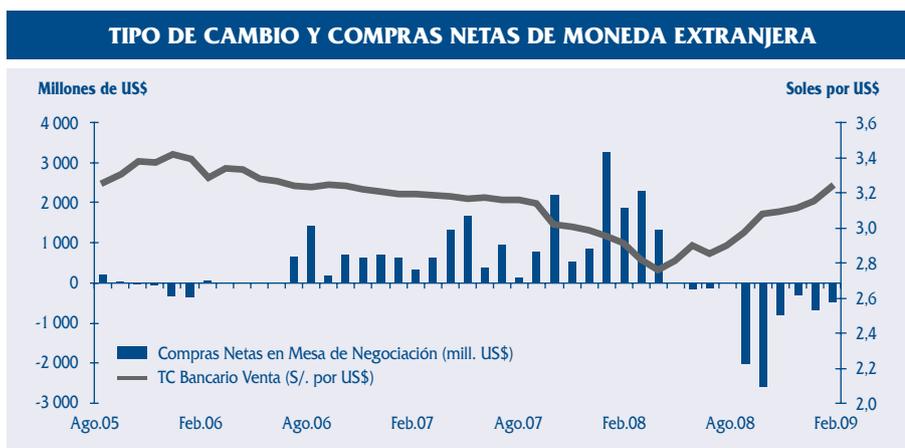


80. La evolución del portafolio de los agentes económicos se vió influenciada por los efectos de la crisis financiera internacional en el sistema financiero doméstico. Durante el periodo enero a agosto de 2008, caracterizado por influjos de capitales de corto plazo en un contexto de apreciación cambiaria, los agentes económicos redujeron sus posiciones en dólares, en particular, los no residentes adquirieron activos en moneda doméstica. A partir de setiembre de 2008, en un contexto de mayor aversión al riesgo, los agentes económicos buscaron recuperar posiciones en moneda extranjera. Así, se observó un mayor dinamismo en el mercado *forward* con mayores ventas netas a no residentes por parte de los bancos y un aumento en la posición de cambio de los bancos y de las AFPs.



**RECUADRO 5  
LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP**

El Banco Central de Reserva del Perú interviene en el mercado cambiario buscando reducir la volatilidad del tipo de cambio. En economías pequeñas y abiertas como la peruana, altamente dolarizada y con un mercado financiero imperfecto, fluctuaciones bruscas del tipo de cambio nominal pueden tener efectos negativos en el nivel de actividad, empleo e ingreso a través del efecto hoja de balance que golpea a agentes económicos que están endeudados en dólares pero cuyas fuentes de ingresos están denominadas en nuevos soles.



De manera similar, tales fluctuaciones pueden producir efectos adversos si el grado de dolarización de precios es elevado, entendido como el porcentaje de los precios en una economía que están fijados en dólares. Apreciaciones fuertes de la moneda local pueden reducir los ingresos de quienes venden sus productos en dólares. Este efecto suele ser mayor en economías emergentes donde los mercados de cobertura no están muy desarrollados (Calvo & Reinhart, 2000).

Reducir la volatilidad del tipo de cambio, se vuelve aún más importante si se toma en cuenta que los mercados financieros y cambiarios suelen generar volatilidad de precios que no están alineadas a fundamentos macroeconómicos sino que son producto de burbujas especulativas (Brunnermier, 2008). Es por ello que muchos países emergentes son reacios a la flotación total (independiente) del tipo de cambio y más bien han optado por una flotación administrada.

Los bancos centrales también intervienen en el mercado cambiario para acumular reservas internacionales de manera preventiva, y mediante ello brindar señales de liquidez y tener un seguro para enfrentar potenciales crisis<sup>7</sup>. Un stock considerable de reservas internacionales permite amortiguar los efectos sobre el gasto agregado de salidas abruptas de capital. Asimismo, permite que el Banco Central actúe como prestamista de última instancia en economías con altos niveles de dolarización.

7 Conocido también como motivo de precaución.





Empíricamente los motivos de la intervención del BCRP en el mercado cambiario se han documentado en el último *Country Report* del FMI para Perú<sup>8</sup>. En este informe, se presentan diversas estimaciones de los determinantes de la intervención del BCRP, en función de variables de suavizamiento del tipo de cambio, de las reservas internacionales netas (motivo precaución) y de variables de control como efectos de día de semana o feriados. Las estimaciones se realizan con datos de frecuencia diaria entre enero de 2001 y setiembre de 2008.

Los resultados señalan que la intervención en el mercado cambiario ha estado dominada principalmente por el motivo suavizamiento. No obstante, la importancia de este motivo ha ido disminuyendo en los dos últimos años. Por el contrario, el motivo precaución (acumulación de reservas) ha ido cobrando mayor relevancia, evidenciado en la acumulación de reservas equivalentes a US\$ 30 mil millones a enero de 2009.

Dada la característica de economía emergente y teniendo en cuenta los efectos perniciosos de una depreciación (apreciación) fuerte a los que el Perú está expuesto, la participación en el mercado cambiario y la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRP se convierten en instrumentos claves. Tales herramientas le permiten morigerar cualquier efecto negativo de una excesiva volatilidad del tipo de cambio.

#### REFERENCIAS

- Calvo, Guillermo & Carmen Reinhart. "Fear of Floating", NBER WP 7993, noviembre 2000.
- Gonzales, María. "Disentangling the motives for foreign exchange intervention in Peru" en IMF Country Report No. 09/41, febrero 2009.
- Chang, Roberto. "Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America" FLAR, Dirección de Estudios Económicos, diciembre 2007.
- Brunnermeier, Markus. "Bubbles" entrada en *The New Palgrave Dictionary of Economics*, editado por Steven Durlauf y Lawrence Blume, 2da edición, 2008.

---

### RECUADRO 6 DESCALCE DE MONEDAS DE EMPRESAS DEL SECTOR REAL

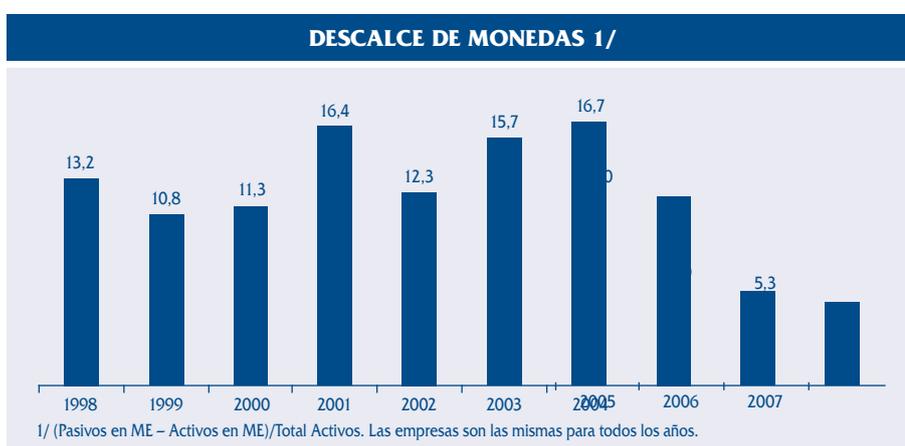
La volatilidad del tipo de cambio generada por la crisis financiera internacional ha traído nuevamente la preocupación en las economías emergentes sobre los riesgos financieros asociados al descalce de monedas de las empresas no financieras. Cuando existe descalce de monedas, ante un incremento del tipo de cambio, la deuda en dólares expresada en términos de Nuevos Soles se incrementa más que sus activos en dólares, en términos de Nuevos Soles, efecto que afecta la situación financiera de la empresa.

¿Se ha reducido el descalce de monedas en el Perú en los últimos años? Para responder esta pregunta se analiza información de los estados financieros auditados de empresas no financieras

---

8 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0941.pdf>

que mantienen registro en la Comisión Nacional de Empresas y Valores (CONASEV) para una muestra de 80 empresas<sup>9</sup>. Utilizando como medida de descalce cambiario el ratio entre la posición pasiva neta en dólares (pasivos en moneda extranjera menos activos en moneda extranjera) y el total de activos, se observa que el descalce cambiario promedio se ha reducido de 13,2 por ciento en el año 1998 a 5,3 por ciento en el año 2007. Esta caída se acentúa drásticamente a partir del año 2005.



Para determinar la causa de la caída en el descalce se presenta la evolución de la dolarización promedio de activos y pasivos. Se observa que la razón principal de esta caída es la menor dependencia al financiamiento en moneda extranjera (la dolarización de pasivos se redujo de 72 por ciento en el año 1998 a 53 por ciento en el año 2007) y en menor medida por la mayor cobertura natural al descalce en la forma de generación de ingresos en dólares (la dolarización de activos pasó de 14 por ciento en el año 1998 a 17 por ciento en el año 2007).

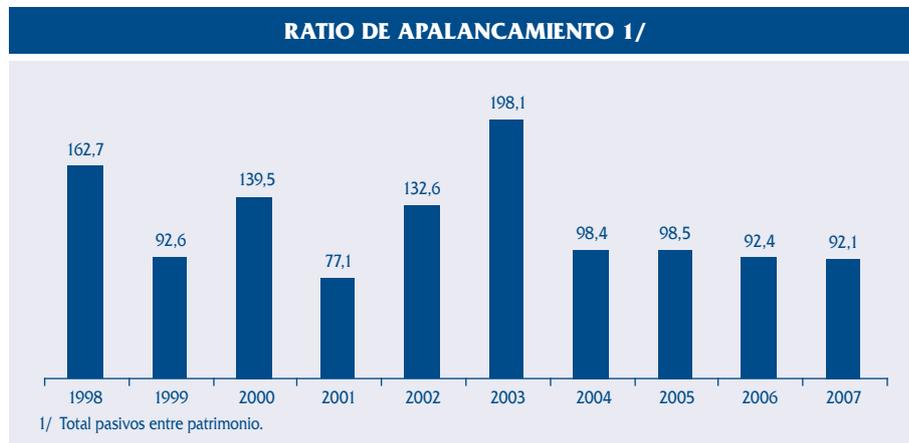


9 El total de activos de esta muestra de empresas representa el 26 por ciento del total de activos de las 1 000 principales empresas reportada por la empresa "Perú Top Publications".





Asimismo, el grado de apalancamiento ha disminuido significativamente y se ha mantenido estable en cerca de 100 por ciento durante los últimos años. Se pasó de un apalancamiento promedio de 163 por ciento en el año 1998 a un promedio de 92 por ciento en el año 2007. Este menor apalancamiento tiene un efecto positivo sobre el acceso al crédito de las empresas no financieras en un escenario de recesión, puesto que limita su exposición a fluctuaciones de la tasa de interés y del tipo de cambio.



Así, los balances muestran que la fragilidad financiera de las empresas no financieras peruanas a choques del tipo de cambio se ha ido reduciendo en la última década debido al menor descalce cambiario, a la reducción de la dolarización de pasivos y al menor grado de apalancamiento. Este resultado es importante porque muestra que el sector real tiene mayor capacidad para absorber una mayor volatilidad en el tipo de cambio. Cabe mencionar que esto no es un hecho aislado de la economía peruana. En un estudio reciente Kamil (2008) presenta estadísticas de descalce cambiario, dolarización de pasivos y activos para una muestra de empresas no financieras de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay que indican que el descalce cambiario se ha reducido significativamente en estas economías en los últimos años.

## VI. Inflación

81. Durante el año 2008 la tasa de inflación reflejó el impacto de choques de oferta de alimentos nacionales e importados, de manera que mientras el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 6,65 por ciento, los precios de los alimentos subieron 9,7 por ciento y los correspondientes a los componentes distintos a los alimentos registraron un aumento de 3,9 por ciento.

En los primeros meses del presente año se han venido revirtiendo las alzas de los precios de materias primas importadas y de los precios de los combustibles, causando un impacto favorable sobre el costo de vida. Así, las tasas de crecimiento de precios a 12 meses al mes de febrero han bajado para el índice general a 5,5 por ciento y en el caso de los alimentos a 8,4 por ciento.



82. Los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación acumulada en el periodo marzo 2008 – febrero 2009 fueron comidas fuera del hogar, papa, carne de pollo, pasaje urbano, cebolla y carne de res. Por otro lado, los rubros con mayor contribución negativa en la inflación fueron gasolina, azúcar y kerosene.

**CUADRO 26**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN MARZO 2008 - FEBRERO 2009**  
(Puntos porcentuales)

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Comidas fuera del hogar	12,0	7,8	0,91	Gasolina y lubricantes	1,5	-23,2	-0,49
Papa	1,5	32,7	0,54	Kerosene	1,2	-11,5	-0,25
Carne de pollo	4,0	13,9	0,49	Azúcar	1,4	-8,0	-0,10
Pasaje urbano	8,0	6,0	0,48				
Carne de res	2,3	15,1	0,34				
Cebolla	0,4	81,2	0,33				
<b>Total</b>			<b>3,09</b>				<b>-0,84</b>





83. Al mes de febrero de 2009 se observa un cambio de tendencia en las variaciones de precios de los últimos doce meses de alimentos y bebidas, así como de combustibles y electricidad. Sin embargo, aún persiste una tendencia al alza en los precios del resto de bienes y servicios, relacionada con un alto dinamismo de la demanda interna, así como con un incremento del tipo de cambio. Dentro de este grupo destacan los artículos de cuidado personal, artículos de limpieza, ropa para mujeres y niñas, compra de vehículos y alquiler de vivienda.

CUADRO 27 INFLACIÓN							
	Ponderación	2007	2008	2009			
				Ene.	Feb.	Acum.	12 meses
<b>Inflación</b>	<b>100.0</b>	<b>3.93</b>	<b>6.65</b>	<b>0.11</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.03</b>	<b>5.49</b>
1. Alimentos y bebidas	47,5	6,02	9,70	0,96	0,23	1,20	8,40
2. Resto de componentes	52,5	2,02	3,86	-0,70	-0,39	-1,09	2,78
a. Combustibles y electricidad	6,2	5,21	1,65	-4,71	-4,92	-9,40	-7,87
b. Transporte	8,4	0,82	5,86	-0,68	0,12	-0,56	5,97
c. Servicios públicos	2,4	-1,44	8,68	0,02	-0,13	-0,11	10,09
d. Otros bienes y servicios	35,5	1,89	3,51	0,11	0,45	0,56	3,91
<b>Nota</b>							
Subyacente	60,6	3,11	5,56	0,35	0,46	0,81	5,77
Subyacente sin alimentos y bebidas	35,5	1,89	3,51	0,11	0,45	0,56	3,91

84. A continuación se detalla la evolución de los rubros con mayor contribución a la inflación entre marzo 2008 y febrero 2009:

**a. Comidas fuera del hogar:**

El alza en este rubro (7,8 por ciento) está relacionada al mayor precio de los alimentos y bebidas (8,4 por ciento), así como a un mayor dinamismo de la demanda interna.

**b. Papa:**

El aumento en el precio de la papa (32,7 por ciento) refleja las alzas registradas a partir de julio principalmente por las menores siembras en departamentos abastecedores de Lima como Ica y Huánuco, afectados por una menor disponibilidad de semillas y por el mayor costo de los fertilizantes. A ello se aunó la mayor demanda por las campañas incentivando su consumo.

**c. Carne de pollo:**

El alza del precio de la carne de pollo (13,9 por ciento) estuvo relacionada a una mayor demanda, a lo que contribuyó el menor abastecimiento de productos

sustitutos, principalmente jurel (-38 por ciento en 2008 en relación a 2007). Este aumento ocurrió pese a un contexto de alto nivel de oferta ya que las colocaciones de pollos bebé aumentaron 9 por ciento con respecto al año anterior. La caída del precio en el mes de enero respondió a una menor demanda luego de las fiestas de fin de año. En febrero, el precio aumentó 1,3 por ciento, debido a cierta disminución de la oferta (la colocación de pollos bebé correspondiente a la oferta de febrero fue 2 por ciento menor a la de enero).

Otro factor que contribuyó al alza del valor del pollo fue el aumento de los costos de producción, debido principalmente al mayor precio del maíz en el mercado internacional (39 por ciento más que en 2007).

Con relación al precio del maíz se observaron dos tendencias marcadas en la cotización en el año; una de aumento sostenido hasta junio (llegando hasta un récord histórico de US\$/TM 280) y otra de reducción hasta diciembre (cuando llegó al mínimo de US\$/TM 106 el 5 de diciembre). El precio del maíz empezó a caer conforme la economía se iba desacelerando y en línea con la tendencia a la baja en el precio de petróleo.

En lo que va de 2009, el precio internacional del maíz ha fluctuado alrededor de US\$/TM 140, deteniendo su tendencia a la baja debido a los problemas de producción asociados a desfavorables condiciones climáticas en Argentina y EE.UU.

**d. Pasaje urbano:**

El aumento de los pasajes (6,0 por ciento) respondió al incremento del precio de los combustibles registrados hasta octubre de 2008.

**e. Cebolla:**

El alza en el precio de la cebolla (81,2 por ciento) refleja principalmente los fuertes incrementos registrados entre marzo y mayo (91 por ciento), lo que fue atenuado con la caída de febrero (5,7 por ciento). Ello sería resultado de la disminución de las siembras de cebolla de esos meses (16 por ciento con respecto a la campaña anterior), por efecto de los bajos precios que recibió el productor en el último semestre de 2007 y los mayores costos de los fertilizantes y de la mano de obra.

**f. Carne de res:**

El aumento en el precio de la carne de res (15,1 por ciento) está en relación al mayor precio de la carne de pollo, su principal sustituto, y a la menor actividad de la industria de engorde de ganado, ante el encarecimiento de los insumos importados que requiere (torta de soya, afrecho de trigo, entre otros). A ello se sumaron factores estacionales como la disminución de la saca de ganado en las zonas alto andinas durante el cuarto trimestre del año 2008 y los dos primeros meses del 2009, por efecto de las lluvias.





### g. Azúcar:

El precio del azúcar disminuyó 8,0 por ciento debido principalmente a un aumento de la producción nacional de caña de azúcar (13,6 por ciento en el año 2008 con respecto al 2007) como resultado de la mejor gestión de las empresas azucareras ubicadas en La Libertad y Lambayeque.

### h. Combustibles:

La reducción en el precio de los combustibles (-13,7 por ciento) responde a la fuerte caída de la cotización internacional del petróleo, que pasó de US\$ 133,9 el barril en junio 2008 a US\$ 39,0 en febrero 2009.

CUADRO 28 PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES (Variación porcentual anual)							
	2006	2007	2008	2009			
				Ene.	Feb.	Acum.	12 meses
<b>Combustibles</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-7,5</b>	<b>-13,5</b>	<b>-13,7</b>
Gasolina	-6,2	10,7	-6,1	-8,6	-10,5	-18,2	-23,2
Gas	0,3	1,3	2,7	-3,1	-1,4	-4,4	-2,4
Kerosene	2,2	5,8	4,2	-6,8	-9,0	-15,2	-11,5
Cotización WTI fin de período							
US Dólares	62,0	91,4	41,4	41,7	39,0		
Nuevos soles	198,8	272,4	129,1	131,6	126,4		

Fuente: INEI, Bloomberg.

El precio promedio del petróleo subió 38 por ciento durante 2008, observándose dos claras tendencias durante el año. Una rápida aceleración hasta alcanzar un récord histórico de US\$ 145,3 por barril en julio y una posterior caída hasta diciembre, tocando mínimos de US\$ 31 por barril (no registrados desde diciembre de 2003). La reducción en la cotización del petróleo en los últimos meses ha respondido a la continua desaceleración de la demanda mundial de crudo (en particular de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD)), al incremento de los inventarios de petróleo y derivados en EE.UU. (que han contrarrestado los recortes en las cuotas de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)) y a la elevada incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros (que ha afectado la demanda mundial de inversionistas no comerciales).

En los dos primeros meses de 2009, la cotización se mostró volátil y ha fluctuado alrededor de US\$/bl. 40. En enero subió ante el anuncio de la OPEP de continuar recortando su producción y debido al aumento de las tensiones geopolíticas en

Medio Oriente, y entre Rusia y Ucrania. En febrero, el precio del crudo retomó su tendencia a la baja sustentado en el aumento mayor al esperado en los inventarios de crudo en EE.UU., la profundización de la recesión mundial y las perspectivas negativas de la evolución de la demanda mundial de crudo (la *Energy Information Administration -EIA-*, OECD, y OPEP redujeron su pronóstico sobre la demanda mundial de crudo en 2009).

Las perspectivas de mediano plazo apuntan hacia una ligera recuperación de la cotización del petróleo. La EIA estima que el PBI global ponderado de acuerdo a la participación en el consumo mundial de petróleo aumentaría 3 por ciento en 2010, luego de una ligera contracción de 0,1 por ciento en el 2009. Adicionalmente, la OPEP ha disminuido sus cuotas de producción en febrero y se espera que realice un nuevo recorte en su reunión programada para el 15 de marzo.



#### i. Electricidad:

El aumento de las tarifas eléctricas (8,2 por ciento) en 2008 responde principalmente a las alzas decretadas por Osinergmin en los meses de octubre y noviembre, con el objeto de actualizar el costo de generación, afectado por las variaciones de precios de combustibles y del tipo de cambio. La rebaja de diciembre se debió a la actualización de la fórmula tarifaria que incorpora, entre otros factores, la reducción del precio de los combustibles Diesel 2 y Residual. En febrero Osinergmin aprobó un nuevo incremento (1,4 por ciento) sobre la base de una revisión de los precios de energía y potencia.

#### j. Agua:

La tarifa de agua aumentó 18,9 por ciento en 2008 debido a las alzas decretadas por el organismo regulador Sunass. El mayor incremento se dio en noviembre para compensar a Sedapal por los gastos incurridos en el cumplimiento de los planes de inversión. El resto de reajustes responde al incremento del Índice de Precios al por Mayor, que es uno de los componentes de la fórmula tarifaria de Sedapal.





**CUADRO 29**  
**TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS**  
(Variación porcentual)

	2006	2007	2008	2009			
				Ene.	Feb.	Acum.	12 meses
<b>Servicios públicos</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,2</b>	<b>7,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>
Electricidad	-7,3	1,9	6,3	-0,1	1,4	1,3	8,2
Teléfonos	-6,2	-7,2	-4,2	0,1	-0,3	-0,2	-1,1
Agua	8,5	3,2	18,9	0,0	0,0	0,0	18,9

Fuente: INEI.

### Inflación importada

85. La inflación importada tuvo a febrero una variación anual de -1,5 por ciento, caída que se explica por la evolución del componente de combustibles (-6,6 por ciento). El componente de alimentos importados se viene desacelerando, por lo que la tasa anual pasó de 23,3 por ciento en mayo 2008 a 1,6 por ciento en febrero 2009 por el efecto de la desaceleración en el precio de los *commodities* en los precios del pan (de 19,1 por ciento en mayo a 0,9 por ciento en febrero), fideos (de 17,4 a 2,4 por ciento) y aceites (de 46,6 a -1,3 por ciento).

**CUADRO 30**  
**INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO**  
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2006	2007	2008	2009			
					Ene.	Feb.	Acum.	12 meses
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>0,27</b>	<b>10,46</b>	<b>2,20</b>	<b>-2,69</b>	<b>-3,04</b>	<b>-5,65</b>	<b>-1,53</b>
Alimentos	5,4	2,08	18,83	4,75	-0,70	-0,81	-1,51	1,63
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-6,49	-7,54	-13,54	-6,64
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,29	-1,50	-0,06	0,00	-0,35	-0,35	0,28
Otros	1,8	0,64	0,47	0,46	0,20	0,28	0,48	1,58
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>1,28</b>	<b>2,84</b>	<b>7,44</b>	<b>0,58</b>	<b>0,41</b>	<b>0,99</b>	<b>6,83</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,14</b>	<b>3,93</b>	<b>6,65</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,03</b>	<b>5,57</b>
Importado no alimentos	6,7	-1,02	4,31	0,06	-4,44	-5,06	-9,27	-4,24
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	1,72	4,14	10,53	1,23	0,40	1,63	9,24
Doméstico no alimentos	45,8	0,89	1,64	4,53	-0,07	0,43	0,36	4,50



### Trigo

El precio promedio de trigo aumentó 27 por ciento en 2008. Luego de subir hasta un récord de US\$ 477 por tonelada el 27 de febrero, el precio cayó a lo largo del año hasta un mínimo de US\$ 166 por tonelada el 4 de diciembre, nivel no observado desde mediados de 2007. La tendencia descendente en el precio durante casi todo el año se debió a dos factores: las buenas perspectivas de producción en Argentina, Australia y EE.UU. y la desaceleración de la demanda mundial.

En enero de 2009, el precio de trigo subió debido a la sequía que afectó Argentina y China así como al friaje en las zonas productoras de EE.UU., estabilizándose en febrero en niveles cercanos a US\$ 200 por tonelada, reflejo de la normalización de las condiciones climatológicas en estos países.

### Aceite de soya

La cotización internacional del aceite crudo de soya subió en promedio 42 por ciento en 2008. Después de alcanzar un valor máximo de US\$ 1 376 en junio, la cotización promedio descendió rápidamente hasta llegar a un nivel de US\$ 646 la tonelada en diciembre.

Esta reducción del precio del insumo importado (aceite crudo de soya) permite abaratar costos a los productores locales y con ello beneficiar directamente a los consumidores.

En el gráfico siguiente se presenta la cotización internacional del aceite crudo de soya expresada en soles y el precio de venta al público del aceite envasado, observándose que mientras el primero tuvo una reducción de 46 por ciento entre junio 2008 y febrero 2009, el precio al consumidor bajó 16 por ciento.





### Expectativas de inflación

86. Las empresas financieras y los analistas económicos han revisado sus expectativas de inflación hacia la baja en un contexto de desaceleración de la tasa de inflación anualizada observada desde el mes de diciembre. En ambos casos, las expectativas se ubican en el rango de la meta inflacionaria en 2010. Las empresas no financieras todavía mantienen sus expectativas de inflación en 4 por ciento para éste y el próximo año.



87. Con relación a setiembre, la proporción de empresas encuestadas que esperaban reducciones de precios de bienes finales se duplicó y las que esperaban caídas de precios de insumos casi se cuadruplicó. De manera similar, se registró un incremento importante en aquellas empresas que esperan reducciones de precios tanto de insumos como de bienes finales en los siguientes tres meses.



### Pronósticos de Inflación

88. Se proyecta una convergencia más acelerada de la inflación hacia la meta de 2 por ciento en el horizonte 2009-2010. Esto representa una revisión hacia la baja del perfil inflacionario planteado en el Reporte de Inflación de setiembre 2008. Esta proyección parte de una inflación observada para 2008 que resultó por encima de aquella proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre. Este último resultado se debió a factores de oferta que elevaron las tarifas eléctricas y los precios de algunos productos alimenticios (tales como la cebolla, la papa, entre otros). Este reporte también considera el reciente retroceso en las presiones inflacionarias externas y la desaceleración económica en el frente doméstico.





89. A partir de un punto inicial más alto, en el horizonte de política monetaria, se prevé que la inflación converja hacia la meta de 2 por ciento de manera más temprana en el horizonte 2009-2010. Durante los primeros meses de 2009, se dieron indicios de reducción importante de presiones inflacionarias, como por ejemplo la desaceleración de los ritmos inflacionarios mensuales, sobre todo, la caída marcada del Índice de Precios al por Mayor observada desde noviembre del año pasado. De este modo, la convergencia hacia un nivel más moderado de inflación anual (entre 1 y 3 por ciento anual) se produciría alrededor del tercer o cuarto trimestre de 2009.
90. Los efectos de la crisis financiera internacional se han traducido en una desaceleración de las tasas de crecimiento del PBI durante el cuarto trimestre de 2008. Para el primer trimestre del presente año, se espera un crecimiento de 4,0 por ciento, por debajo del ritmo de crecimiento observado en los últimos 5 años, que bordeó el 7,7 por ciento. En el horizonte 2009-2010, los factores de impulso negativo en el crecimiento estarán constituidos por el deterioro del entorno externo y la caída asociada de los términos de intercambio. Se espera que dichos impulsos negativos sean parcialmente compensados por el Plan de Estímulo Económico que operará principalmente durante el presente año.

El deterioro del panorama internacional implica una mayor recesión mundial y, en consecuencia, una disminución de la demanda por las exportaciones peruanas. Del mismo modo, a raíz de la recesión global se espera una caída más pronunciada de los términos de intercambio en 2009 (-14,6 por ciento) seguida de una ligera recuperación (2,4 por ciento) en 2010. Por otro lado, si bien los efectos negativos de la turbulencia internacional sobre la liquidez del sector financiero local han tendido a moderarse, las condiciones crediticias se mantienen relativamente adversas. Ello se refleja, por ejemplo, en el alza de tasas de interés, sobre todo para los segmentos de consumo e hipotecario.

En suma, se prevé una progresiva desaceleración de la brecha del producto, medida como el desvío del PBI respecto al PBI potencial. Debido a ello, las presiones de demanda sobre la inflación tenderían a reducirse en el horizonte de proyección a un mayor ritmo que el contemplado en el reporte de setiembre 2008.

91. Por el lado de la inflación de origen externo, el menor crecimiento mundial ha causado reducciones de los precios de *commodities* alimenticios y de la cotización del petróleo considerablemente más fuertes que las previstas en el reporte anterior. Esto ha repercutido en menores precios domésticos de alimentos y combustibles. Para el año 2009 se proyecta una leve corrección al alza de estas cotizaciones internacionales; sin embargo, sus niveles medidos como promedios anuales serían menores con respecto a 2008. De esta manera, el precio promedio del crudo WTI pasaría de US\$ 100 en 2008 a US\$ 49 en 2009.

La menor inflación importada inducida por la caída de precios de *commodities* ha sido parcialmente compensada por la depreciación del Nuevo Sol que, entre el promedio de octubre pasado y el de febrero de este año, cayó alrededor de 5 por ciento frente al dólar. Si bien la evolución del tipo de cambio seguirá reflejando eventualmente la incertidumbre asociada a la crisis financiera internacional, en el mediano plazo su tendencia estará determinada por sus fundamentos macroeconómicos, los que no sugieren una presión depreciatoria.



La proyección de la inflación importada, por ende, considera tanto la reducción de precios de los bienes e insumos foráneos así como la posible evolución del tipo de cambio. En conjunto, se espera que estos factores contribuyan a la reducción de la inflación total en el horizonte de proyección.

92. Finalmente, se prevé que la moderación de las expectativas de inflación también coadyuve a la disminución de la inflación proyectada. En este sentido, las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas del BCRP muestran desde diciembre de 2008 una tendencia a la baja de la inflación futura esperada por los agentes económicos, de manera que las expectativas se vienen ajustando gradualmente hacia niveles consistentes con la meta de inflación.





### RECUADRO 7

#### ¿QUÉ EXPLICA LOS MOVIMIENTOS DE LA INFLACIÓN EN EL PERÚ?

La toma de decisiones de política monetaria requiere entender qué factores explican la evolución de la inflación. Si bien el análisis de indicadores tales como las tasas de variación por rubros de la canasta de precios (por ejemplo: rubros de alimentos, alquileres, etc.) es de ayuda para este objetivo, la identificación de los factores (o “choques”) macroeconómicos que conducen las fluctuaciones de la inflación implica el uso de otras herramientas cuantitativas.

Un caso que ayuda a ilustrar este problema de identificación es el salto inflacionario del periodo 2007-2008. Durante este periodo se observaron, por un lado, fuertes presiones de los precios de *commodities* alimenticios y del petróleo, las cuales derivaron en un fuerte aumento de la inflación doméstica de alimentos y energía. Por otro lado, al mismo tiempo, la demanda interna y el PBI mostraron altas tasas de crecimiento (de hasta dos dígitos), y la inflación subyacente –medida que excluye los componentes más volátiles de la canasta– llegó a superar el límite superior de la meta establecida por el BCR (3 por ciento).



En esta coyuntura surgió el debate en torno a si el alza de la inflación era atribuible en mayor medida a los choques de precios externos (es decir, a choques derivados de la elevación mundial de precios debido al sustancial incremento en los precios de los *commodities*) o a los choques de demanda doméstica. Así, el caso del periodo 2007-2008 sugiere que, en efecto, determinar las causas de los movimientos de la inflación es una tarea compleja.

Salas (2009) muestra un estudio al respecto aplicado al análisis de la inflación peruana desde la adopción del régimen de Metas de Inflación –en el año 2002– hasta el segundo trimestre de 2008. Para ello, considera las contribuciones sobre el movimiento de la inflación de cuatro factores macroeconómicos; a saber, dos de origen foráneo: i) la inflación externa y ii) los términos de intercambio, y dos de origen doméstico: iii) choques de oferta agregada y iv) choques de demanda agregada.

En tanto que la teoría económica señala con claridad que la inflación es afectada de manera inversa por choques de oferta agregada (esto es, un choque positivo de oferta genera una reducción de la inflación) y de forma directa por choques de demanda agregada (un choque positivo de demanda genera un aumento de la inflación), es preciso examinar brevemente el impacto de los factores de origen foráneo. Para ello se presenta el siguiente esquema que, de manera muy simplificada, expone que a mayores precios externos se debería esperar un aumento de la inflación doméstica. Por su parte, en el caso de los términos de intercambio, el impacto sobre la inflación es, a priori, de signo incierto.

#### EFFECTO DE CHOQUES DE PRECIOS EXTERNOS Y DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO SOBRE LA INFLACIÓN

$\uparrow$  Precios externos  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Precios de insumos importados  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Precios al productor  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Precios al consumidor ( $\uparrow$  inflación)  
 $\uparrow$  Precios de bienes de capital importados

$\Rightarrow$   $\uparrow$  Precios de bienes de consumo importados  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Precios al consumidor ( $\uparrow$  inflación)

$\uparrow$  Términos de intercambio  $\Rightarrow$   $\uparrow$  (Exportaciones - importaciones)  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Demanda  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Brecha PBI  $\Rightarrow$   $\uparrow$  Inflación

$\Rightarrow$   $\uparrow$  Oferta de dólares  $\Rightarrow$   $\downarrow$  Tipo de cambio  $\Rightarrow$   $\downarrow$  Inflación

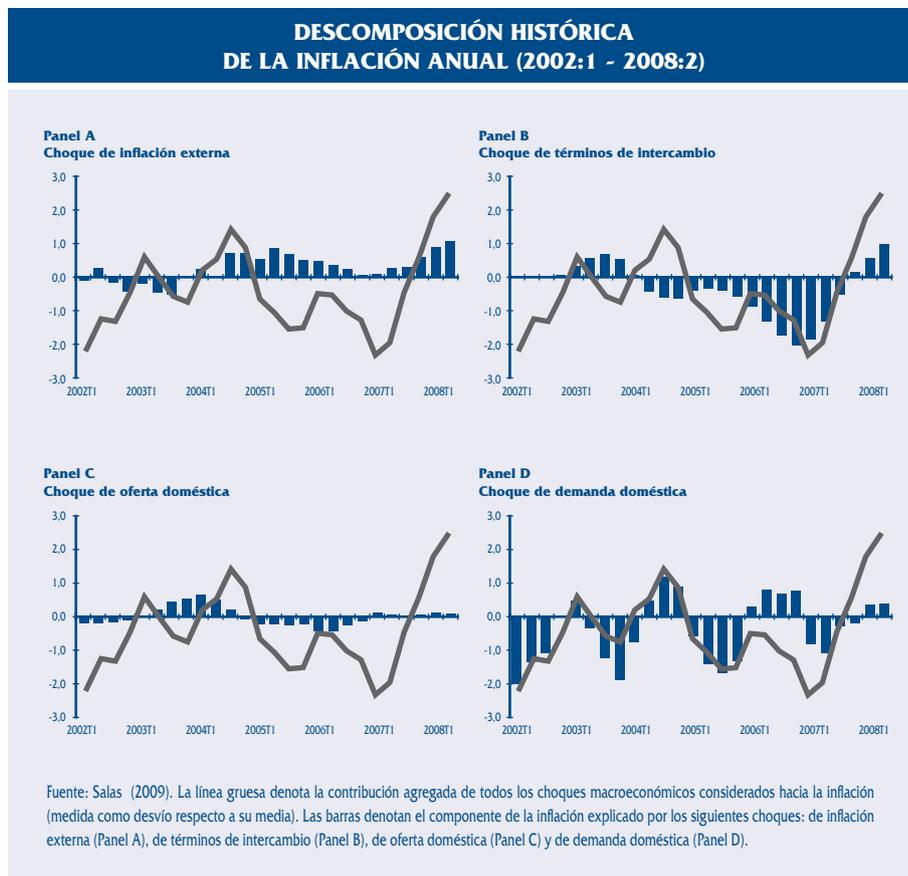
Los resultados del estudio indican que entre 2002 y 2005 los choques de demanda doméstica habrían sido los más importantes para explicar la evolución de la inflación. Durante este periodo la demanda agregada tendió a crecer a niveles inferiores que la capacidad potencial de la economía, lo cual se refleja en que la inflación subyacente se ubicó de manera estable por debajo de la meta de inflación del BCRP.

Posteriormente, entre 2006 y el segundo trimestre de 2008, los choques de origen externo asociados a la inflación importada y a los términos de intercambio muestran haber sido los más relevantes. Estos factores explican la mayor parte de los desvíos de la inflación respecto del rango meta durante este periodo.

Los hallazgos sugieren también que la transmisión de los choques de términos de intercambio está dominada por el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios (o efecto *pass-through*), en el sentido de que un choque positivo (negativo) a los términos de intercambio genera una caída (subida) del tipo de cambio y esto último genera una reducción (aumento) de la inflación.

Asimismo, los resultados indican que los choques de inflación externa, asociados al alza de precios de *commodities*, han desempeñado un rol crucial durante el episodio reciente de alta inflación. Durante este episodio, la contribución de los choques de demanda no habría sido desdeñable, pero sí de relevancia secundaria.





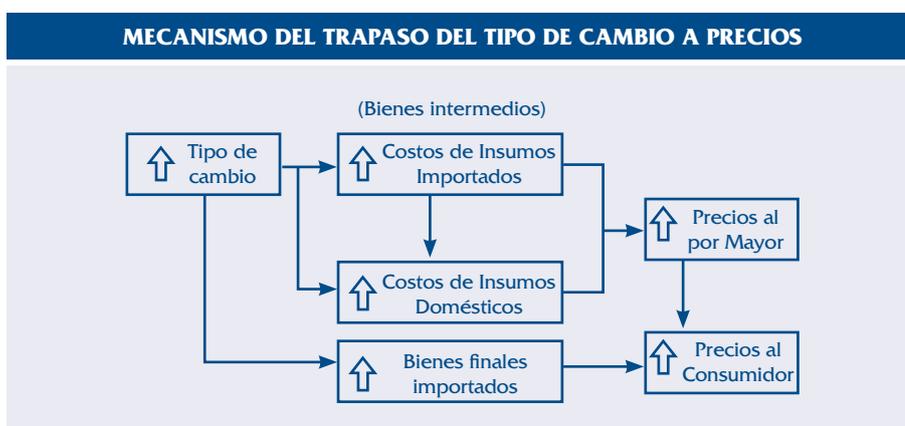
Por otro lado, un estudio del FMI (Canales-Kriljenko et al., 2008) realiza una descomposición de las fluctuaciones históricas de la inflación para un conjunto de cinco países latinoamericanos, entre los cuales figura el Perú, y halla que durante el periodo 2004-2008 los choques de costos derivados de los movimientos en precios de *commodities* han sido de gran relevancia. Por último, este trabajo enfatiza el rol de la apreciación cambiaria para amortiguar las presiones inflacionarias a lo largo de la muestra analizada.

#### REFERENCIAS

- Canales-Kriljenko, J., C. Freedman, R. García-Saltos, M. Jonson y D. Laxton (2008), "Adding Latin America to the Global Projection Model", Fondo Monetario Internacional.
- Salas, J. (2009), "¿Qué explica las fluctuaciones de la inflación en el Perú en el periodo 2002 – 2008? Evidencia de un análisis VAR estructural", Revista Estudios Económicos No.16 (en prensa), Banco Central de Reserva del Perú.

**RECUADRO 8  
TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS**

El efecto traspaso mide el impacto de una depreciación de tipo de cambio sobre la inflación. Ante un incremento del tipo de cambio, los productores que tienen insumos con precios denominados en moneda extranjera, experimentan un incremento de sus costos. Esto puede devenir en un incremento en el precio de los bienes finales. Asimismo, una depreciación tiene un efecto directo sobre la inflación para los bienes finales denominados en dólares. Este mecanismo se ilustra en el siguiente esquema.



La magnitud del traspaso depende principalmente de la capacidad de los productores de transmitir los mayores costos a sus compradores. En un contexto de bienes homogéneos en un mercado mundial integrado, la ley de un solo precio se traduce en un traspaso completo; esto es, un incremento de uno por ciento en el tipo de cambio causaría un incremento en los precios domésticos de la misma magnitud, de tal manera que se mantengan los precios relativos.

Sin embargo bajo situaciones distintas a la competencia perfecta el traspaso puede ser menor a uno (incompleto) debido a la presencia de estructuras oligopólicas (Dornbusch, 1987), la existencia de sustituibilidad para los bienes importados (Burstein y otros, 2002) o el hecho de que no todos los bienes de la canasta del consumidor son productos transables (Betts y Kehoe, 2001).

**TRASPASO DE LARGO PLAZO**

Tomando como referencia la metodología propuesta en Winkelried (2003), se estimó el traspaso de largo plazo<sup>10</sup> con datos hasta el 2008. El coeficiente de traspaso se calcula utilizando la siguiente ecuación:

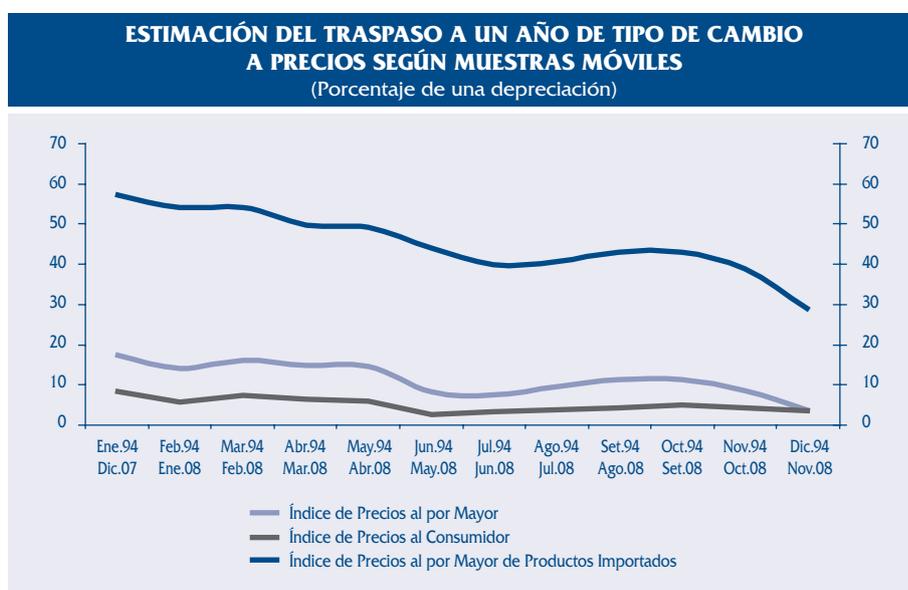
$$\text{Traspaso de tipo de cambio a precios} = \frac{\text{Var \% acumulada del índice de precios}}{\text{Var \% acumulada de tipo de cambio}}$$

10 El traspaso de largo plazo es el valor del traspaso cuando éste se ha estabilizado. Según las estimaciones esto se da después de casi tres años.





Realizando estimaciones con una muestra móvil que abarca desde enero de 1994 a noviembre de 2008, se encontró que el traspaso del tipo de cambio al Índice de Precios al Consumidor se contrajo a menos de 10 por ciento. Asimismo, el traspaso al Índice de Precios al por Mayor de productos importados también ha ido disminuyendo considerablemente de alrededor de 60 por ciento hasta 30 por ciento. Así, al igual que los estimados presentados en el Reporte de Inflación de setiembre de 2008, se muestra una reducción en el efecto traspaso.



### ASIMETRÍA DEL TRASPASO

Siguiendo a Winkelried (2003) se realiza la estimación del coeficiente de traspaso tomando en cuenta diferentes estados en la economía. En el presente recuadro se reportan las estimaciones del traspaso dependientes de las siguientes variables:

- Tamaño de la depreciación del tipo de cambio: Cuando la depreciación es leve los incrementos en los costos pueden ser absorbidos por los márgenes de ganancia de los productores. Cuando la depreciación es fuerte, los productores trasladan en mayor medida el incremento de sus costos a precios. Por lo tanto el efecto traspaso es mayor cuando la depreciación es fuerte.
- Fase en el ciclo económico: En periodos de expansión, cuando la economía se encuentra por encima del producto potencial, a los productores les resulta más fácil trasladar el incremento de costos a sus precios debido a que la demanda es menos elástica.

La tabla muestra las estimaciones del coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios según la fase del ciclo económico (recesión y expansión) y según el tamaño de depreciación.

**TRASPASO DE LARGO PLAZO DE UNA DEPRECIACIÓN DEL  
TIPO DE CAMBIO A PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
(Porcentaje de una depreciación)

Período de análisis	1993-2002		1994-2008	
Tamaño de depreciación 1/	Depreciación fuerte 36	Depreciación leve 24	Depreciación fuerte 13	Depreciación leve 4
Fase de ciclo económico 2/	Expansión 36	Recesión 22	Expansión 12	Recesión 3

1/ Depreciación fuerte: Depreciación anual mayor a 10 por ciento. Depreciación leve: Depreciación anual menor a 10 por ciento.  
2/ Expansión: Brecha de producto mayor a cero. Recesión: Brecha de producto menor a cero.

## CONCLUSIÓN

Las estimaciones no lineales realizadas para el periodo 1994-2008 arrojan coeficientes de traspaso menores respecto a los calculados para el periodo 1993-2002. Estos resultados son consistentes con la estimación lineal presentada líneas arriba. Los resultados confirman - sobre la base de un modelo lineal y otro no lineal - que el traspaso se ha reducido en magnitud (de 13 a 4 por ciento) durante los últimos 6 años de aplicación del esquema de metas de inflación. Esta disminución del traspaso está asociada, por ejemplo, al proceso de desdolarización que el Perú ha experimentado en los últimos años, la mayor estabilidad en la inflación y el efecto de la mayor competencia comercial por parte de productos extranjeros. En la práctica, el efecto final del traspaso del tipo de cambio a los precios dependerá de factores tales como la magnitud de la variación del tipo de cambio y la posición del ciclo económico.

## REFERENCIAS:

- Betts, C. M. y T. Kehoe (2001). "Real exchange rate movements and the relative price of non-traded goods", Edición mimeografiada.
- Burstein, A. T., M. Eichenbaum y S. Rebelo (2002), "Why are rates of inflation so low after large devaluations?", NBER Working Paper 8748.
- Dornbusch, R. (1987), "Exchange rates and prices", American Economic Review 77 (1), pp. 93-106.
- Goldfajn, I. y S. Werlang (2000), "The pass-through from depreciation to inflation: A panel study", Banco Central de Brasil, Working Paper 5.
- Miller, S. (2003), "Estimación del pass-through del tipo de cambio a precios: 1995 – 2002", Revista Estudios Económicos No.10, Banco Central de Reserva del Perú.
- Taylor, J. (2000), "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", European Economic Review 44 (7), pp. 1389-1408.
- Winkelried, D. (2003), "¿Es asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un análisis agregado", Revista Estudios Económicos No.10, Banco Central de Reserva del Perú.





## VII. Balance de Riesgos

93. Los riesgos y la incertidumbre que subyacen a las proyecciones se han amplificado entre el Reporte de Inflación de setiembre y el actual. Los riesgos se han inclinado más hacia el lado pesimista en lo referente al crecimiento mundial.

94. 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.** El escenario base contempla un deterioro de la economía mundial para 2009 así como un escenario de mayor caída de los términos de intercambio. Se considera con mayor probabilidad el caso de una recesión mundial más prolongada que la considerada en el escenario base. Este riesgo de mayor recesión mundial conllevaría a un menor crecimiento económico y a una menor tasa de inflación que lo contemplado en el escenario base.

En este escenario de riesgo se adoptaría una posición monetaria más flexible a la considerada en el escenario base.

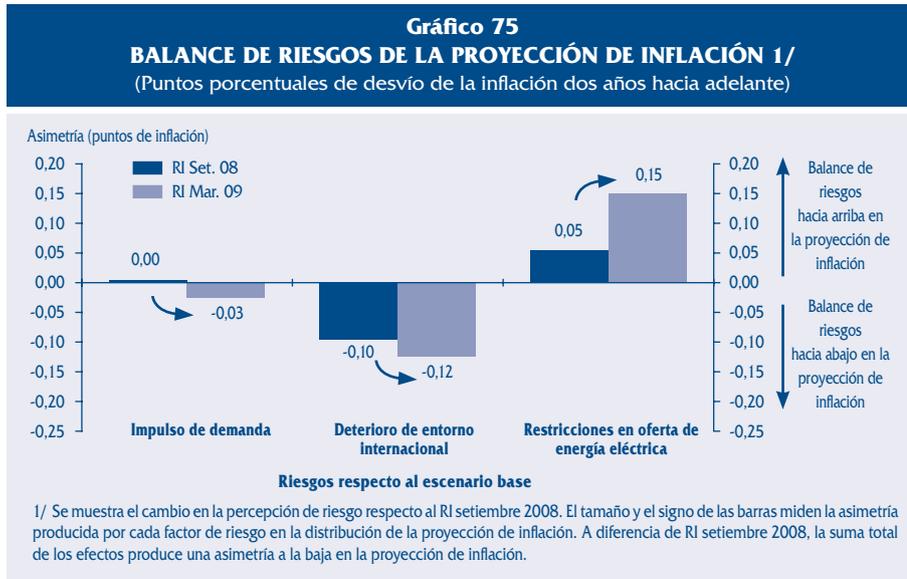
- **Menores presiones inflacionarias por menor gasto interno.** El escenario base de proyección asume que la economía crecerá 5 por ciento durante el presente año. Sin embargo, por el lado doméstico, de existir demoras en la ejecución del gasto público planeado o haber más recortes de inversión privada asociada a una mayor incertidumbre económica, el crecimiento sería menor a lo pronosticado en este Reporte.

Ante esta situación, la política monetaria se flexibilizaría más y operaría de manera más contracíclica.

- **Restricciones en la oferta de energía eléctrica.** La oferta de electricidad se encuentra cerca al límite de su capacidad potencial. Se considera el riesgo que factores climáticos adversos agraven el frágil equilibrio entre oferta y demanda eléctrica, lo que podría generar mayores aumentos en las tarifas eléctricas, o en el uso de fuentes de energía alternativas de mayor costo.

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

95. 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 arroja como resultado un balance neutral.



96. Lo anterior implica una proyección de densidad de la inflación de carácter simétrico a lo largo del horizonte de proyección. Esto significa que existe igual probabilidad de que la inflación esté por debajo que por arriba del escenario base.

La tasa de inflación convergería al nivel meta de 2 por ciento durante el segundo semestre de 2009 y se mantendría cercana a este nivel durante el año 2010.



97. Por otra parte, el balance de riesgos de la proyección del crecimiento del PBI se considera neutral, tal como se contemplaba en el Reporte de setiembre. Esto toma





en cuenta que, si bien podría darse un panorama de mayor fragilidad financiera externa, ante una mayor desacumulación de inventarios, el producto comenzaría a incrementarse más rápidamente.



## CONCLUSIÓN

98. La senda inflacionaria ya ha empezado una convergencia gradual hacia la meta de 2 por ciento. Se prevé que para el cuarto trimestre de 2009 se alcance una tasa de inflación a 12 meses que se ubique cerca de la meta para luego fluctuar alrededor de la misma. Las proyecciones de este reporte están enmarcadas en un entorno internacional de recesión mundial y reducción transitoria de precios externos, frente al cual la política monetaria doméstica apunta al logro de la estabilidad de precios, consistente con un crecimiento económico sostenible en el mediano y largo plazo.
99. 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.
100. El Banco continuará actuando con movimientos en su tasa de interés de referencia, así como con sus instrumentos de provisión de liquidez que permitan el normal funcionamiento de los mercados monetario y financiero, en particular el del mercado de crédito en un entorno de estabilidad monetaria.

<b>ANEXO</b>						
<b>RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN</b>						
	2007	2008	2009 1/		2010 1/	
			RI Set. 08	RI Mar. 09	RI Set. 08	RI Mar. 09
<b>Var.% real</b>						
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	6,5	5,0	7,0	6,0
2. Demanda interna	11,8	12,3	7,1	5,0	7,1	5,7
a. Consumo privado	8,3	8,8	6,3	5,5	5,2	5,2
b. Consumo público	4,5	4,0	3,0	2,6	3,8	4,5
c. Inversión privada fija	23,4	25,6	12,5	8,0	10,3	8,0
d. Inversión pública	18,4	41,9	26,3	51,1	20,0	13,2
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	8,2	6,2	1,9	10,0	6,6
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	19,9	9,0	2,1	9,8	5,1
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	2,9	2,2	-0,4	4,2	3,2
Nota:						
Brecha de producto 2/ (%)	1,5	3,2	1,0-1,5	0,5-1,0	0,5-1,0	0-0,5
<b>Var.%</b>						
6. Inflación proyectada	3,9	6,7	2,5-3,0	1,75-2,25	2,0-2,5	1,75-2,25
7. Precio promedio del petróleo	9,4	38,5	-28,1	-50,8	0,0	19,9
8. Precio promedio del trigo	45,2	26,7	-31,6	-23,3	0,0	9,1
9. Tipo de cambio nominal 3/	-7,0	4,5	2,1	5,1	0,8	-0,2
10. Tipo de cambio real multilateral	-1,7	-4,8	1,1	-3,7	1,4	0,3
11. Términos de intercambio	3,6	-13,3	-8,3	-14,6	-1,6	2,4
a. Índice de precios de exportación	14,4	5,1	-12,8	-26,6	0,3	6,1
b. Índice de precios de importación	10,4	21,2	-4,9	-14,1	2,0	3,6
<b>Var.% nominal</b>						
12. Circulante	27,1	16,7	13,5	13,0	14,0	13,5
13. Crédito al sector privado	28,0	32,7	15,4	15,0	16,2	15,0
<b>% del PBI</b>						
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,1	-3,3	-3,0	-3,3	-3,0	-3,3
15. Balanza comercial	7,7	2,4	0,0	-1,1	-0,3	-0,3
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 4/	9,1	5,6	5,4	4,8	5,1	4,6
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,8	19,4	19,4	19,2	19,1
18. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	17,2	17,0	19,1	17,1	18,9
19. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,1	1,1	-1,0	0,9	-1,0
20. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	22,2	25,6	20,0	23,5
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.						

