

C

ontexto y

proyecciones del Reporte

DE INFLACIÓN

Cada cuatro meses, el Banco Central de Reserva del Perú, publica el Reporte de Inflación, documento en el que se analiza la coyuntura, se presentan las proyecciones de las variables macroeconómicas y se sustentan las decisiones de política monetaria. En este resumen se muestran las principales previsiones del Reporte correspondiente a setiembre 2008.

Escenario previsto: menor inflación,
moderado crecimiento, difícil
coyuntura internacional

1. El escenario internacional continúa enfrentando una severa crisis que ha provocado turbulencias de tal magnitud que han afectado la estabilidad de los principales mercados financieros del mundo. Esta coyuntura implica un mayor grado de incertidumbre sobre la economía mundial en variables tales como la actividad económica, los precios de los *commodities*, las tasas de interés internacionales y las cotizaciones de las principales monedas.

2. La crisis financiera, iniciada en agosto de 2007, se ha agravado en los últimos dos meses y con ello se ha revisado a la baja las perspectivas de crecimiento mundial para los años 2009 y 2010. Este crecimiento ya se ha visto afectado por la evolución desfavorable del empleo en Estados Unidos, la corrección del mercado inmobiliario en varias economías desarrolladas y el endurecimiento de las condiciones financieras en las economías afectadas por la crisis *subprime*.

3. A pesar de que el panorama internacional muestra un deterioro por la crisis en los mercados financieros, la economía peruana continúa mostrando altas tasas de crecimiento. Así, entre enero y setiembre, la actividad económica habría crecido 9,9 por ciento impulsada por la evolución del consumo privado y la inversión pública y privada. Este ritmo de crecimiento sería mayor al previsto en el Reporte de Inflación de mayo (8,4 por ciento), por lo cual se ha elevado la proyección de crecimiento del PBI de 2008 de 8,0 a 9,3 por ciento.

4. La inflación también se ha ubicado por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación

anterior con una tasa anual a setiembre de 6,2 por ciento. Esta evolución refleja principalmente la materialización de los riesgos previstos de mayores precios de alimentos y combustibles. La tendencia de la inflación continuó al alza por aumentos en los precios de los combustibles (por ajuste de las bandas que implicó menores compensaciones por parte del Fondo de Estabilización de los Combustibles) y, también, en las tarifas de transporte y factores de oferta que afectaron los precios de algunos alimentos de origen nacional (principalmente papa). Sin embargo, desde julio, se observa en los mercados internacionales una reducción en las cotizaciones de los principales insumos alimenticios, que fueron los principales determinantes iniciales del incremento de la inflación desde mediados de 2007, la que se ha agudizado desde setiembre con el agravamiento de la crisis financiera internacional. Tomando en cuenta esta información, se espera que la tasa de inflación anual a diciembre de 2008 se ubique alrededor de 6 por ciento.

5. El escenario base de proyección de inflación contempla un retorno al rango meta hacia fines de 2009 y al nivel meta en 2010. Esta convergencia gradual de la inflación considera la reversión parcial del alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles, una desaceleración del crecimiento de la demanda interna y expectativas de inflación que se reducen hasta el nivel meta, en la medida que la inflación retome una clara senda decreciente.

6. El Banco Central ha continuado ajustando



su posición de política monetaria buscando que la inflación retorne gradualmente al rango meta, y que los incrementos de precios de alimentos y combustibles no se trasladen a las expectativas de inflación en un escenario de alto crecimiento de la demanda interna. Así, el Banco Central ha incrementado la tasa de interés de referencia en cuatro oportunidades sucesivas en 25 puntos básicos cada una, pasando de 5,50 por ciento a 6,50 por ciento entre mayo y setiembre de 2008.

7. En los últimos dos meses, las acciones del Banco Central se han orientado a asegurar la liquidez del sistema financiero y reducir la volatilidad del tipo de cambio, a fin de atenuar los impactos del agravamiento de la crisis económica internacional sobre nuestra economía.

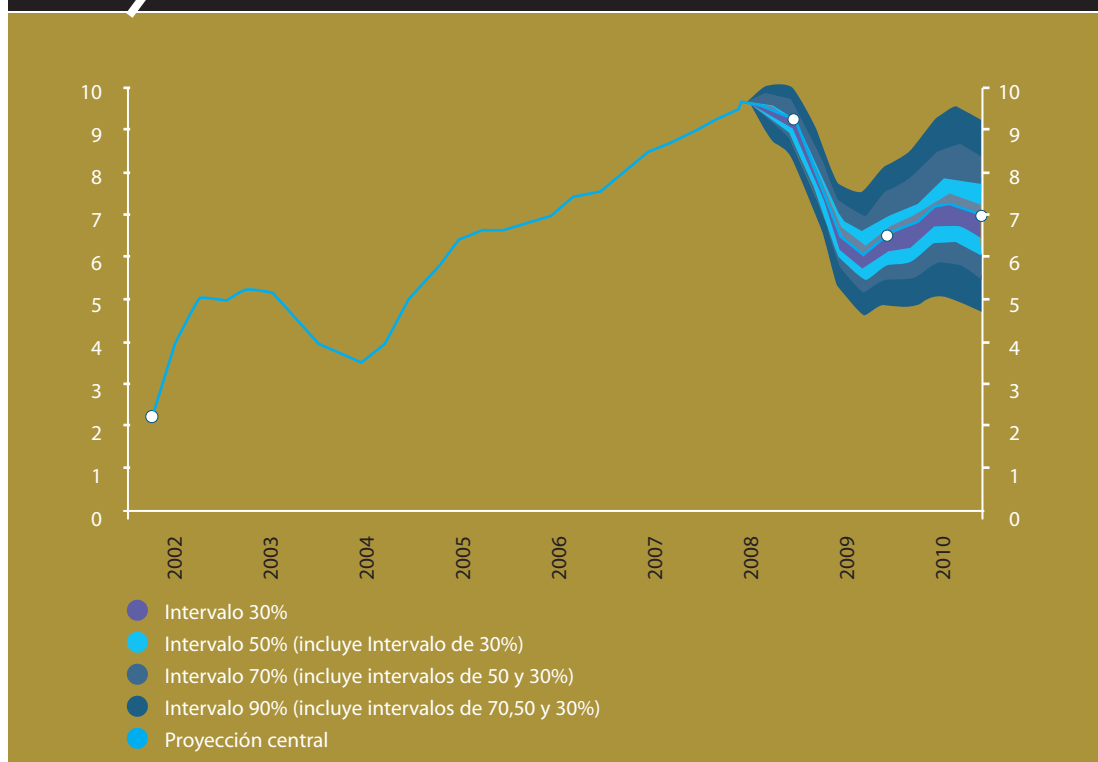
8. Las intervenciones cambiarias han continuado guiándose según el criterio de reducir la volatilidad en el mercado cambiario. La acumulación preventiva de reservas internacionales de los últimos años –cuando los precios de los minerales subieron de manera excepcional– permite al Banco Central de Reserva contar con una elevada capacidad de respuesta para enfrentar situaciones de turbulencia internacional como la actual. Entre junio y setiembre de este año, las presiones sobre el tipo de cambio al alza han predominado en un contexto de menores términos de intercambio y mayor aversión al riesgo de los capitales externos, hacia deuda y moneda de países emergentes. En este contexto, se ha observado reversión de

posiciones en soles por parte de inversionistas extranjeros, sea en el mercado de dólares a futuro o en las tenencias de bonos del Tesoro Público o de CDBCRP. En este escenario de alta volatilidad, el Banco Central de Reserva intervino en el mercado cambiario con la venta de dólares.

9. Adicionalmente, el Banco Central ha ampliado la gama de operaciones monetarias que puede efectuar para mejorar la regulación de la liquidez del sistema financiero. En el caso de moneda nacional, el Banco Central ha ampliado los colaterales y los plazos habituales para realizar las operaciones de inyección de liquidez. En el caso

“ Las acciones del BCRP se han orientado a asegurar la liquidez del sistema financiero y reducir la volatilidad cambiaria ”

GRÁFICO 2 ■ Proyección del crecimiento del PBI: 2008-2010 (Variaciones porcentuales anuales del PBI en cada trimestre)





A LA BAJA. El trigo es uno de los *commodities* alimenticios cuyos precios mostrarían una tendencia decreciente.

de moneda extranjera, se ha establecido la opción de realizar operaciones repo en dicha moneda. El sistema financiero se mantiene excepcionalmente líquido en dólares con excedentes de liquidez (encajes voluntarios) del orden de los US\$ 2 mil millones y tenencias de CDBCRP del orden de los S/. 14 mil millones.

10. Con el desencadenamiento de la crisis y el aumento de la probabilidad de que las principales economías desarrolladas entren en una fase de crecimiento lento, con el consiguiente impacto sobre la economía global, se prevé una desaceleración más rápida de la economía peruana, la cual pasaría de crecer 9,3 por ciento en 2008 a 6,5 por ciento en 2009. Para 2010, se espera una recuperación de la economía con una tasa proyectada de crecimiento de 7,0 por ciento.

11. En un escenario caracterizado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y por la alta volatilidad de los precios de los *commodities*, se espera que las finanzas públicas mantengan una posición superavitaria dentro del periodo de proyección. El escenario

fiscal de esta proyección es coherente con una perspectiva de prudencia.

12. La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit durante el primer semestre del año (3,8 por ciento del PBI) como consecuencia del continuo dinamismo de la demanda doméstica y la reducción en los términos de intercambio, previéndose que en el año el déficit se sitúe en 3,2 por ciento. En particular, el crecimiento de la inversión, principal impulso de la demanda interna, se ha venido traduciendo en altas tasas de aumento de las importaciones de bienes de capital. Para los años 2009 y 2010 se proyecta que la cuenta corriente continuará siendo deficitaria (3,0 por ciento del PBI) considerando los efectos de la crisis financiera internacional, tales como el mayor deterioro de los términos de intercambio y la mayor desaceleración en el crecimiento de nuestros socios comerciales. Sin embargo, estos efectos serán atenuados por la moderación en la expansión de la demanda interna y el superávit fiscal.

13. Los principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación, respecto de su proyección en el escenario central son los siguientes:

• **Mayor deterioro de la economía mundial.**

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

• **Restricciones en la oferta de energía eléctrica.**

El escenario central considera una cierta elevación de las tarifas eléctricas debido a la fuerte expansión de la demanda de electricidad que ha superado al crecimiento de la oferta. Existe la posibilidad de que se agrave este desequilibrio entre la oferta y la demanda eléctrica y, por tanto, de un racionamiento

en el horizonte de proyección. Bajo este panorama de restricción de electricidad, el aumento de tarifas eléctricas sería mayor y el incremento de costos marginales de producción implicaría una reducción del crecimiento potencial de la economía.

Este factor no alteraría el comportamiento de la política monetaria, en tanto que el impacto infla-

cionario no afecte las expectativas de inflación, ni genere efecto de segunda vuelta. En un contexto de alta incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, la ponderación de los riesgos mencionados sobre la proyección de la inflación del escenario base, arroja como resultado un balance neutral.

CUADRO 1 ■ Resumen de las proyecciones del Reporte de Inflación

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

RI: REPORTE DE INFLACIÓN

1/ PROYECCIÓN.

2/ DIFERENCIAL ENTRE EL PBI Y EL PBI POTENCIAL (EN PORCENTAJE).

3/ ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL A LOS AGENTES ECONÓMICOS.

4/ INCLUYE INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA Y DESEMBOLSOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO.