

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2008



Entorno Internacional: Mayores incertidumbres en el panorama económico

Cotización del petróleo: tendencias para el mediano plazo

¿Qué se espera para el Perú en 2008? ¿Contagio o desacople?

Tipo de cambio afectado por factores especulativos

Sector agroexportador: condiciones de partida favorable frente al TLC



# Índice

Fecha de Cierre: 31 de Enero del 2008

## Editorial

¿Estamos bien preparados para enfrentar la actual turbulencia?	2
En esta edición	3

## I. Entorno internacional

Mayores incertidumbres en el panorama económico	4
Los bancos centrales serán claves	5
Recuadro: Cotización del petróleo: tendencias para el mediano plazo	6

## II. Entorno macroeconómico

PBI: Crecimiento del 2007 sería el más alto desde 1995	
Dinámica sectorial de actividades no primarias	7
¿Qué se espera para el 2008? ¿Contagio o desacople?	8
Recuadro: Un enfoque alternativo de presentación de las proyecciones macroeconómicas	9
Inflación por encima del límite superior del rango meta	10
Recuadro: Estimación de la inflación subyacente mediante la exclusión de grupos del IPC	12

## III. Entorno financiero

Tipo de cambio afectado por factores especulativos	14
La evolución del sistema bancario en el año ha sido muy favorable	15
Recuadro: Capitalización, cartera atrasada y regulación	16

## IV. Artículo

Sector agroexportador: condiciones de partida favorables frente al TLC	17
--	----

## V. Proyecciones

20

### Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores  
Jorge Guillén Uyen  
Marco Shiva Ramayoni  
Sergio Salinas Meza  
Javier Dorich Doig

hperea@grupobbva.com.pe  
jguillen@grupobbva.com.pe  
mshiva@grupobbva.com.pe  
ssalinas@grupobbva.com.pe  
jdorich@grupobbva.com.pe

## Editorial

### ¿Estamos bien preparados para enfrentar la actual turbulencia?

Durante buena parte de la presente década, las economías latinoamericanas se vieron favorecidas por un contexto internacional excepcionalmente favorable, caracterizado por una robusta expansión de la actividad económica global, altos precios de las materias primas, abundante liquidez y bajas tasas de interés. Adicionalmente, la expansión registrada por la economía de los Estados Unidos fue un factor que fortaleció el dinamismo económico mundial observado en los últimos años.

Este panorama está cambiando rápidamente, en la medida que se está consolidando un escenario de enfriamiento de la economía norteamericana, lo que para algunos economistas podría ser el inicio de una recesión. Esta posibilidad viene generando incertidumbre e inquietud porque históricamente las recesiones en los Estados Unidos han anticipado una significativa contracción de la actividad económica mundial.

Sin embargo, hasta este momento, las economías emergentes están mostrando una gran resistencia frente a la desaceleración económica de los Estados Unidos. Ello ha dado lugar a que diversos analistas sugieran que, en esta ocasión, a diferencia de lo observado en el pasado, es probable que algunas de estas economías se “desacoplen” del tren norteamericano.

¿Por qué esta vez la historia podría ser diferente, en particular en América Latina? En general, porque algunos países de la región siguieron políticas macroeconómicas prudentes y aprovecharon adecuadamente la favorable coyuntura internacional para realizar mejoras importantes en sus finanzas públicas y cuentas externas. Con ello, han reducido la vulnerabilidad que mostraban en el pasado frente a las fluctuaciones de la economía de los Estados Unidos.

En el caso concreto de Perú, se ha reducido sustancialmente el peso de su deuda pública, la que pasó, como porcentaje del PBI, de 47% en el 2003 a 28% al cierre del año anterior. Asimismo, el perfil de la deuda pública peruana ha mejorado mediante la realización de operaciones de intercambio de deuda en moneda extranjera por obligaciones en moneda local, a un plazo mayor. En cuanto a las cuentas externas, Perú viene registrando superávits comerciales récord, los que se han traducido en una acumulación importante de reservas internacionales, lo que, eventualmente, permitirá enfrentar con mayor holgura un entorno internacional más incierto.

Adicionalmente, la diversificación de las exportaciones, tanto por país de destino como por productos, así como un crecimiento que se sustenta cada vez más en una dinámica interna, son factores que aportan positivamente en la actual coyuntura. Cabe agregar que, por el lado del gasto, es la demanda interna, y no las exportaciones, la variable que explica la solidez que sigue mostrando la actividad económica. De manera consistente con lo anterior, por el lado sectorial, son las actividades no primarias, cuya producción se destina principalmente al mercado local, las que están liderando el crecimiento. Finalmente, la solidez que hoy exhibe el sistema bancario local reduce los riesgos de que se amplifiquen los efectos de choques externos.

¿Se puede hacer más? Posiblemente. Incrementos sustanciales de los depósitos del Fondo de Estabilización Fiscal disminuirían los riesgos que induce una mayor dependencia de la recaudación tributaria que se obtiene de las compañías mineras. Asimismo, la pronta implementación de políticas anticíclicas, tanto por el lado fiscal como monetario, contribuirían a dar una mayor solidez a la economía peruana en las actuales circunstancias.

A pesar de los importantes avances que ha registrado el Perú en los últimos años, es difícil sostener la afirmación de un desacople absoluto porque la economía norteamericana sigue teniendo un peso relativo muy importante, es el principal centro financiero del mundo (factor muy importante en un contexto de integración económica global) y es nuestro primer socio comercial. Además, un impacto moderado de la crisis norteamericana sobre nuestro país dependerá de que otros soportes de la economía mundial (China, India y los países del sudeste asiático) no se vean mayormente afectados por la situación en los Estados Unidos, lo que supone una fortaleza extraordinaria del comercio intraregional de estos países. Por todo ello, seguramente el enfriamiento de la actividad en la primera economía del mundo tendrá algunas repercusiones sobre nuestro país. Pero un conjunto de factores sugiere que esta vez estamos mejor preparados para enfrentar las perturbaciones en el escenario internacional, por lo que el impacto sobre el Perú podría ser moderado.

## En esta edición....

En este número de Situación Perú, hacemos un balance del desempeño de la economía peruana a lo largo del 2007 y presentamos las perspectivas para el presente año, en un contexto donde el escenario internacional está rodeado de una elevada incertidumbre dada la desaceleración de las economías desarrolladas, principalmente Estados Unidos.

Precisamente, en la sección **Entorno internacional**, se discuten los impactos negativos que siguen afectando el desempeño de la economía norteamericana, los cuales surgen, en gran parte, porque la crisis de liquidez está siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Dicha situación ha derivado en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera ha intensificado los riesgos sobre la economía real. Asimismo, también se analiza la actuación de los principales bancos centrales en el actual contexto de incertidumbre.

Para cerrar esta sección, en el recuadro **“Cotización del petróleo: tendencias para el mediano plazo”**, se plantea la discusión sobre los factores estructurales que podrían afectar la evolución futura del precio del petróleo, el cual mostró una marcada tendencia al alza en los primeros días del presente año.

Más adelante, en la sección **Entorno macroeconómico**, se discute la dinámica del crecimiento de la economía peruana, la cual se viene afirmando, cada vez más, en factores internos. Así, por el lado del gasto, el consumo y la inversión privada vienen tomando la posta frente a la desaceleración del volumen de exportaciones; en tanto que, por el lado de las actividades sectoriales destacan aquellas cuya producción se destina, principalmente, al mercado doméstico. Igualmente, se discute sobre el impacto que podría generar la actual crisis internacional en la economía peruana. Para ello, se analiza si el Perú cuenta con los soportes necesarios para enfrentar adecuadamente la actual crisis financiera internacional. Posteriormente, se describe el incremento de la inflación a lo largo del año pasado, así como los factores de su reciente evolución.

La sección Entorno Macroeconómico contiene dos recuadros. El primero, **“Un enfoque alternativo de presentación de las proyecciones macroeconómicas”**, da cuenta de un enfoque alternativo para presentar las proyecciones, el cual es útil para expresar la incertidumbre inherente a las mismas. El segundo recuadro, **“Estimación de la inflación subyacente mediante la exclusión de grupos del IPC”**, expone un indicador alternativo al que publica el Banco Central para la medición de la inflación subyacente. Con este índice, se busca brindar una referencia sencilla y oportuna de la evolución del componente permanente de la inflación, sin descuidar las bondades que un indicador de inflación subyacente debe tener.

En la sección **Entorno financiero**, analizamos el impacto que los recientes shocks de oferta han tenido en la conducción de la política monetaria y cómo su persistencia ha contribuido a incrementar las expectativas inflacionarias. Adicionalmente, se revisan los factores que explican la acentuación en la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol y las perspectivas a futuro. Finalmente, se analiza el buen desempeño del sistema financiero en un contexto de expansión de la actividad productiva, el cual se ha reflejado en el dinamismo de las diferentes modalidades de colocaciones crediticias. Esta sección finaliza con el recuadro **“Capitalización, cartera atrasada y regulación”**, en donde se presenta un breve análisis sobre el nivel de riesgo que están asumiendo las entidades bancarias, dados los problemas de información incompleta existente en el mercado.

Finalmente, el artículo **“Sector agroexportador: condiciones de partida favorables frente al TLC”** repasa en cómo la actividad agrícola ha registrado una expansión sostenida como consecuencia del aprovechamiento de las preferencias arancelarias concedidas por los Estados Unidos. En este sentido, se hace una breve mención de tres productos emblemáticos, los cuales además de liderar el éxito de este sector, también han permitido consolidar la posición de Perú en el exterior como líder en la exportación de esos productos. Finalmente, el artículo concluye con las perspectivas que presenta la actividad agroexportadora y con una serie de recomendaciones a discutir, con miras a aumentar el potencial de su crecimiento en el largo plazo.

# 1. Entorno internacional

## Mayores incertidumbres en el panorama económico

El inicio de año sigue marcado por la incertidumbre, en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera lleva a que los riesgos sobre la economía real se hayan intensificado.

La prolongación de la incertidumbre de los mercados deriva en gran parte de que la crisis de liquidez está siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Todo ello, a pesar de las continuas intervenciones de liquidez de los bancos centrales para tratar de aliviar el tensionamiento existente en los mercados monetarios. En este sentido, cabe destacar, dos actuaciones. Por un lado, la inyección de liquidez extraordinaria del Banco Central Europeo (BCE) del 18 de diciembre, sin precedentes tanto en plazo como en cuantía, que ayudó a aliviar las tensiones propias de cada diciembre. Y, por otro lado, el plan de acción coordinado de los principales bancos centrales anunciado en diciembre, donde el elemento más destacable es la nueva facilidad de la Reserva Federal para inyectar más liquidez, denominada TAF. A pesar de que ambas medidas contribuyeron a aumentar la liquidez disponible en el sistema, al día de hoy, éstos se han mostrado todavía insuficientes y los problemas, aunque atenuados, todavía persisten.

De todas formas, los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios, tal y como ha quedado plasmado con la paralización de las emisiones a nivel global y con la evolución del mercado de papel comercial, especialmente de aquellos que son respaldados por un colateral (ABCP).

A todo esto se une las pérdidas reconocidas por el sector bancario, que han derivado en una situación en la que la desaceleración del crédito es más probable. Así, las reducciones en el valor de los activos reconocidas por la banca, por ahora, ascienden a más de 100 mil millones de dólares, siendo, por áreas geográficas, la banca americana la más castigada.

Todo ello, en un contexto en el que se ha producido un fallo secuencial del mercado hipotecario estadounidense, donde los problemas iniciales de los originadores se han ido trasladando a las empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, a las principales aseguradoras de bonos, MBIA y Ambac, y, en última instancia, a la banca comercial en Estados Unidos.

### ¿De la economía financiera a la economía real?

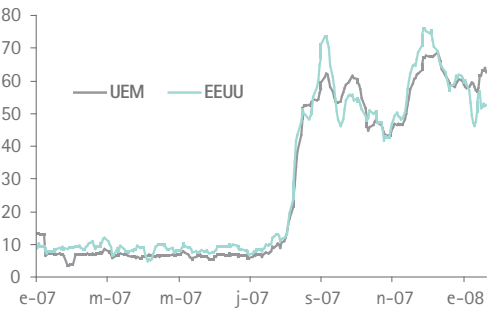
Al inicio de la turbulencia mundial, había quedado patente el deterioro de las condiciones financieras, mientras, la situación económica parecía continuar relativamente sólida. No obstante, en los últimos meses se han ido observando tres canales que evidencian un cierto contagio de la situación financiera a la economía real.

Así, en primer lugar, ya se está empezando a evidenciar una cierta moderación del crédito a través de las encuestas de préstamos bancarios en las principales economías desarrolladas, que ya dan señales de restricción del crédito bancario. En segundo lugar, se ha producido un significativo deterioro de los índices de confianzas tanto de los consumidores como de los empresarios, que apuntarían hacia un menor crecimiento de la economía, tanto en Estados Unidos como en Europa. En tercer y último lugar, un elemento relativamente nuevo como es el reciente retroceso de los mercados bursátiles a nivel global, que si bien antes no recogían un escenario tan negativo, han empezado a cotizar una notable desaceleración, no sólo de la economía estadounidense.

Además, la reciente evolución de los distintos indicadores macroeconómicos, con importantes sorpresas a la baja, también apuntaría a un deterioro de la situación económica.

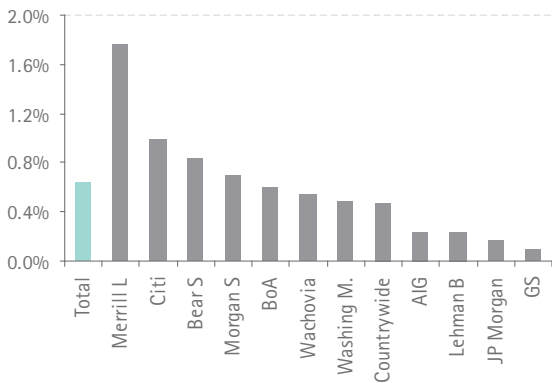
El fuerte crecimiento de la economía estadounidense del tercer trimestre de 2007, un 4,9 por ciento trimestral anualizado, contrasta con el pobre desempeño de la economía en el cuarto trimestre (0,6 por ciento), dada la debilidad de la inversión residencial.

## Indicador de tensiones de liquidez interbancaria: Diferencial (LIBOR 12M - Expectativas Política Monetaria 12M)



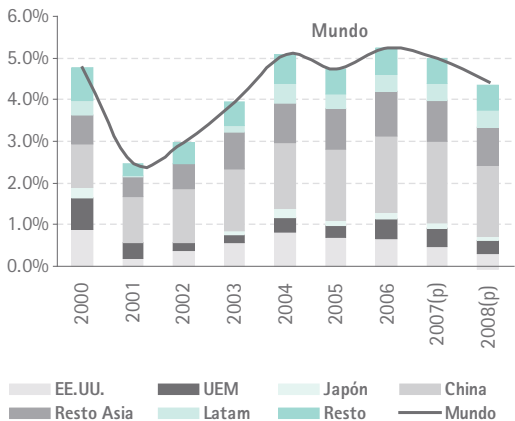
Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

## Bancos de EE.UU.: Write-offs anunciados sobre activos



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg y FT

## Crecimiento mundial y contribución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

De este modo, el crecimiento de la economía norteamericana para el conjunto del año se ubicó en 2,2 por ciento. Para los próximos trimestres, se espera que continúe el dinamismo mostrado por la renta disponible y las exportaciones, contrarrestando en parte el hecho de que la inversión residencial seguirá restando al crecimiento, ante un ajuste más prolongado del precio de la vivienda. Además, cabe destacar el papel de la política fiscal como posible amortiguador, tras las medidas fiscales adoptadas por la administración Bush para estimular la economía. Por ello, en 2008 la economía de Estados Unidos crecerá en promedio 1,7 por ciento.

En este contexto, la situación se acabará trasladando a Europa, en contra del desacople que cotizaba el mercado meses atrás. De este modo, lo más probable que ocurriese es que esta transmisión se de con un retraso de uno o dos trimestres y el impacto sea moderado. Así, el crecimiento de la economía europea se desaceleraría hasta 1,8 por ciento en 2008, desde el 2,6 por ciento esperado en 2007.

### Los bancos centrales serán claves

Recientemente, se ha producido un repunte a nivel global de la inflación, guiado fundamentalmente por los altos precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. Sin embargo, la conjunción de una desaceleración de la demanda a nivel global, unida a la ausencia de presiones salariales y unas perspectivas de moderación paulatina del precio del petróleo, que, en promedio, este año se ubicará en torno a los 80 dólares por barril, llevan a pensar que el repunte será transitorio y que los precios empezarán a moderarse a finales del primer trimestre del año.

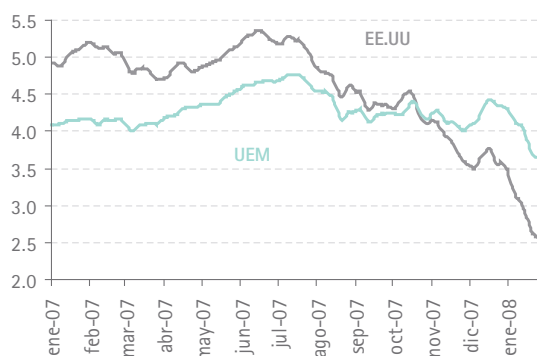
Lo anterior unido a que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han mantenido e, incluso, se han intensificado, nos lleva a pensar que los bancos centrales vayan a ser a partir de ahora más activos en política monetaria. Un claro ejemplo, en este sentido, ha sido la Reserva Federal. Entre setiembre y diciembre relajó las tasas de interés por una cuantía total de 100 puntos básicos, desde el 5,25 por ciento. Luego, por sorpresa antes de su reunión del 29-30 de enero, en una reunión extraordinaria recortó el precio oficial del dinero en 75 puntos básicos, ubicándolo en el 3,50 por ciento, debido al deterioro de las condiciones financieras y, en particular, del ya citado desplome de los mercados bursátiles. Para finalmente, en su reunión de enero, reducir nuevamente la tasa de los fondos federales a 3,0 por ciento.

Tras esta última acción, se prevé que la FED optaría por una estrategia de "esperar y ver", en la cual se analizarían de manera cuidadosa los impactos que ha generado el ciclo de bajadas de tasa en la economía antes de realizar nuevos ajustes en la tasa de los fondos federales.

Por su parte, el BCE, por ahora ha mostrado mayor resistencia a bajar las tasas de interés debido a los repuntes de inflación, especialmente en Alemania. Los miembros del BCE, en sus últimas intervenciones, han tratado de mantener un cierto tono alcista, para intentar contener las expectativas de inflación y evitar los temidos efectos de segunda ronda. Sin embargo, se considera que el BCE relajaría su política monetaria en los próximos meses, una vez que los riesgos sobre el crecimiento sean más patentes y haya quedado atrás el incremento en la inflación. En este sentido, es significativo el cambio observado en las expectativas de política monetaria en Europa. El mercado hasta hace poco descontaba el mantenimiento de la tasa "refi" en 4 por ciento; mientras que, en las últimas semanas, se ha empezado a descontar al menos una bajada del precio oficial del dinero en Europa.

Por último, cabe destacar la reciente debilidad del dólar-euro, fuertemente condicionado por el deterioro de la situación financiera y por el desacople de expectativas de política monetaria entre EE.UU. y Europa cotizado por el mercado. Su deterioro parece haberse frenado ante el giro a la baja en las perspectivas para la economía europea, en particular, de las expectativas de política monetaria. Por ello, todo parece indicar que, aunque pueda persistir su debilidad en el corto plazo, el dólar-euro ya no tendría mucho más recorrido a la baja.

### Expectativas de política monetaria a un año (Media móvil 1 semana)



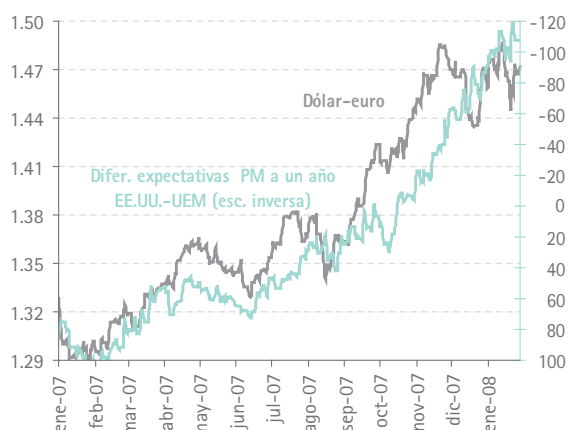
Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

### MSCI Index (Índice 100= 01/01/2007)



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

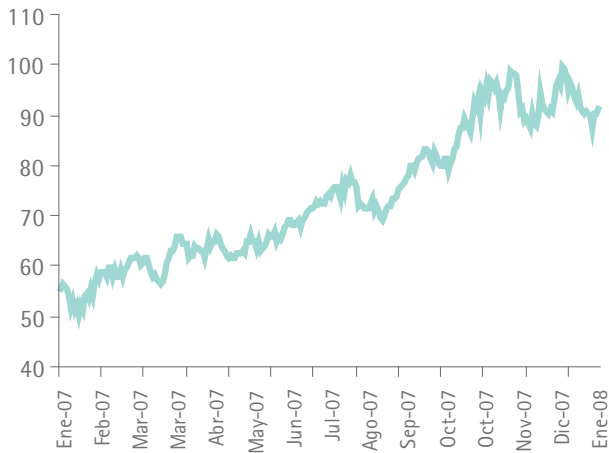
### Dólar-euro vs diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

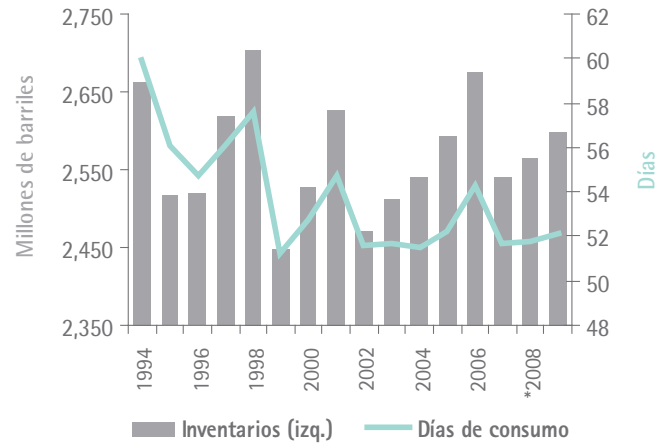


**Precio internacional del petróleo WTI (US\$ por barril)**



Fuente: Bloomberg

**OECD: Inventarios y días de consumo de petróleo**



\* Proyección  
Fuente: EIA

La escalada en la cotización internacional del crudo que se observó a inicios del año, agregó un factor de incertidumbre y pesimismo sobre los mercados internacionales, ya preocupados por la desaceleración de la economía norteamericana. Más allá de los factores coyunturales que habrían explicado que el precio del petróleo llegara a los US\$ 100 dólares en los primeros días del 2008 (toma de posiciones especulativas, mayor riesgo geopolítico y reducciones de los inventarios de los Estados Unidos mayores a las esperadas), cabe hacer una reflexión sobre los factores estructurales que determinarán su nivel en el mediano plazo.

Por el lado de la demanda, el rápido crecimiento de los países emergentes, es un factor de presión que se comprueba al observar el significativo incremento del consumo per cápita de energía en estas naciones y en el mayor peso que han alcanzado dentro de la demanda mundial de petróleo. Además, países como China o India vienen sosteniendo acelerados procesos de industrialización que son ineficientes en la utilización de los productos energéticos, lo que intensifica sus demandas por combustibles. Se estima que en los próximos 10 años la demanda mundial por petróleo crecerá un 25 por ciento.

En cuanto a la oferta, el panorama presenta tanto aspectos favorables como algunas complicaciones. Por un lado, se estima que, a las actuales tasas de producción, las reservas de la OPEP se agotarían en unos 80 años. De otro, preocupa que la producción de petróleo en la OECD sea decreciente y que las reservas de petróleo de los países que no son miembros de la OPEP se agoten en poco más de una década. Adicionalmente, se enfrentan dos problemas. En primer lugar, el 80 por ciento de las reservas probadas están en la OPEP, algunos de cuyos miembros presentan una alta inestabilidad política o se hallan en zonas que son escenarios de tensiones internacionales. Ello incrementa la prima por riesgo geopolítico que se adiciona sobre el precio estructural del petróleo. Un segundo factor de incertidumbre por el lado de la oferta es la fuerte caída de la inversión: hoy, en términos reales, es el 57 por ciento de la realizada en 1980.

En conjunto, el balance entre oferta y demanda no es desfavorable. Al respecto, cabe señalar que se estima que el stock de reservas probadas de petróleo cubre 40 años de la demanda de 2005, lo que otorga un horizonte de tiempo adecuado para continuar realizando proyectos de exploración y desarrollando nuevas técnicas que permitan su extracción de lugares que hoy no parecen ser factibles. Además, a los precios actuales, diversos proyectos empiezan a ser rentables.

Como resultado de la interacción esperada entre la oferta y demanda para los siguientes años y de factores estructurales, se proyecta que la cotización internacional del crudo debería converger, gradualmente, hacia niveles que se ubican alrededor de los US\$ 65 dólares el barril. Sin embargo, también se anticipa que esta convergencia no será suave y seguiremos viendo un mercado muy volátil, particularmente sensible a noticias y acontecimientos en las zonas petroleras que actualmente son focos de tensión internacional. Y no falta razón para ello. Por ejemplo, si las exportaciones de crudo de Irán se interrumpen, la OPEP se quedaría sin exceso de capacidad para hacer frente a esta salida, eventualidad que dispararía los precios del petróleo, fácilmente, por encima de los US\$ 100 dólares. Este país produce el 13 por ciento del total de la OPEP y posee el 10 por ciento del total de reservas probadas, por lo que las tensiones que mantiene con occidente explican en buena medida la prima por riesgo geopolítico que actualmente incorpora la cotización del crudo.

El análisis de los fundamentos de la cotización internacional del petróleo sugiere que los precios actuales se encuentran significativamente por encima de sus niveles de largo plazo. Ello obedecería, principalmente, a la prima por riesgo geopolítico que, en este momento, ascendería a US\$ 30 dólares, aproximadamente. En general, se debería esperar que en un contexto internacional más estable, la cotización del crudo se acerque, en el mediano plazo, a los US\$ 65 dólares el barril.



## II. Entorno macroeconómico

### PBI: Crecimiento del 2007 sería el más alto desde 1995

En el 2007, la economía peruana se habría expandido 8,3 por ciento, impulsada, principalmente, por factores internos que han reducido la vulnerabilidad del crecimiento ante la turbulencia en los mercados internacionales.

Así, por el lado del gasto destacó el comportamiento de la **demanda interna**, que en el 2007 se habría expandido en 11,4 por ciento. Este crecimiento es explicado por diversos factores, siendo los más importantes los siguientes: i) expectativas positivas por parte de consumidores y empresas, que alentaron decisiones de inversión y consumo no duradero, ii) incrementos en la productividad, debido al acceso a nuevas tecnologías (bienes de capital), y iii) ingresos extraordinarios, proveniente de los altos precios de nuestros principales productos de exportación, que financian el avance de la actividad económica sin generar desequilibrios externos o fiscales. En este contexto, tanto el consumo como la inversión privada han sido los principales motores del crecimiento económico que viene atravesando el país, mientras que el dinamismo de la inversión pública generó un impulso adicional.

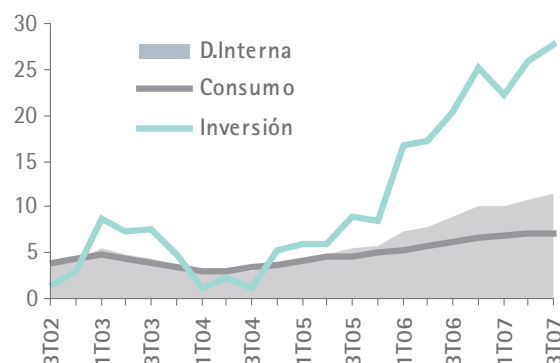
Por el lado de la **inversión privada**, esta crecería 25 por ciento en el 2007, en línea con las expectativas positivas de familias y empresas. Este boom de inversión se observa tanto en el componente residencial (inmobiliario) como no residencial (bienes de capital e infraestructura comercial y productiva).

Asimismo, la inversión residencial, destaca el desarrollo de proyectos inmobiliarios en Lima y provincias. A esto habrían contribuido: i) condiciones macroeconómicas favorables (incrementos en empleo e ingresos), ii) aspectos institucionales (simplificación de trámites, primera titulación de hipotecas), y iii) condiciones financieras favorables (menores tasas de interés, mayores plazos de financiamiento y productos hipotecarios).

Asimismo, la inversión en maquinaria y equipo, especialmente en la industria, mostró un gran dinamismo. De esta manera, la importación de bienes de capital habría crecido 40 por ciento en el 2007, mientras que la producción doméstica de maquinaria y equipo lo habría hecho en 25 por ciento. Este comportamiento se confirma también en el sistema financiero, donde al mes de noviembre los créditos comerciales vienen creciendo 30 por ciento, superando US\$ 14 000 millones.

Además de la inversión, el **consumo privado** muestra una dinámica propia, que se sustenta en el crecimiento de los niveles de empleo y en las expectativas positivas de la población sobre el futuro. Así, el consumo privado habría crecido 7,5 por ciento en el 2007. Entre los hechos más relevantes de este consumo, destacan: i) el aumento de los créditos de consumo (tarjetas de crédito y préstamos vehiculares), que habrían avanzado 35 por ciento en el 2007; ii) el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo duradero (27,1 por ciento) y no duradero (20,6 por ciento), y iii) el dinamismo de las ventas de supermercados y tiendas por departamentos, que habrían crecido 16,7 por ciento y 13,5 por ciento, respectivamente.

### Componentes del gasto: consumo e inversión (Media móvil 12m - Var. % interanual)



Fuente: BCRP

### Ventas estimadas de establecimientos retail (US\$ millones)

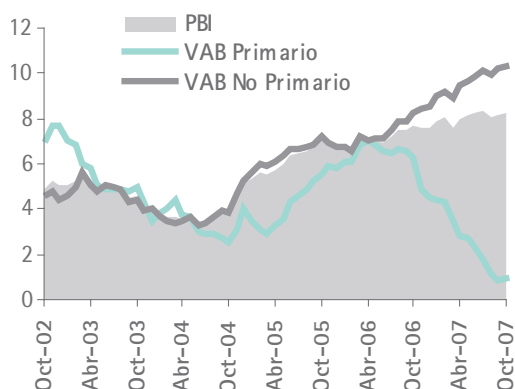
Rubro	2006	2007	2008
Mejoramiento del hogar	238	300	360
Tiendas por departamento	650	740	840
Supermercados	1,255	1,465	1,670
Gamarra	1,000	1,450	1,750
Centros comerciales	1,300	1,500	2,000

Fuente: Empresas, Maximixe.  
Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

### Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

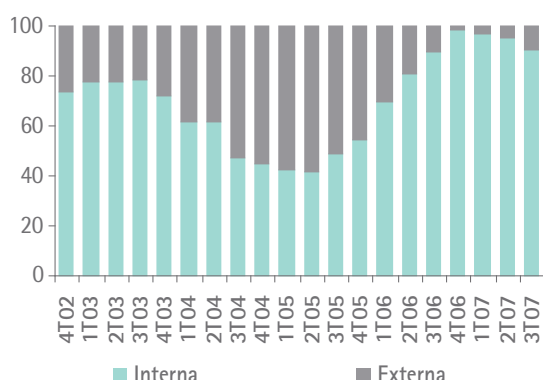
(var. % interanual)	IV-06	I-07	II-07	III-07
Consumo total	7,4	7,1	7,1	6,8
Privado	7,3	7,7	7,5	7,4
Público	8,4	2,8	4,2	2,5
Formación Bruta de Capital Fijo	19,7	17,3	22,8	27,6
Privada	21,9	19,5	24,3	29,6
Pública	11,9	-2,8	13,1	15,7
Demanda Interna	12,0	10,6	10,4	12,6
Exportaciones de Bienes y Servicios	0,7	3,5	4,0	6,5
Importaciones de Bienes y Servicios	18,5	16,0	17,4	27,9
<b>PBI</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>

### Crecimiento del PBI: Sectores primarios y no primarios (Media Móvil 12m - Var. % interanual)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

### Crecimiento del PBI según el destino de la producción (Var. % interanual)



Fuente: BCRP.  
Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

## Dinámica sectorial de actividades no primarias

Por el lado sectorial, el 2007 ha sido un año donde destacaron nitidamente los sectores no primarios, asociados principalmente a la demanda interna. En este sentido, la construcción, manufactura no primaria, comercio y servicios se habrían consolidado como las actividades más dinámicas en el año, mientras que los sectores primarios habrían quedado rezagados.

### El impulso de los sectores no primarios

El PBI de **Construcción** habría crecido 16 por ciento en el 2007, impulsado por el desarrollo de proyectos inmobiliarios, de infraestructura productiva y comercial. Este dinamismo queda en evidencia, por ejemplo, en el crecimiento de los créditos hipotecarios, que a noviembre llegaron a US\$ 2,800 millones, 15 por ciento más que en similar periodo de 2006.

Otra actividad que registró un importante dinamismo fue la **manufactura**, en especial la **no primaria**, que habría crecido 13 por ciento en el 2007. Cabe destacar que este sector habría sido impulsado tanto por la demanda interna (consumo masivo, insumos para la construcción y las empresas de servicios) como por el mercado externo (agroindustria, textiles y prendas de vestir, químicos).

Finalmente, destaca el desempeño de sectores como **Servicios y Comercio**, que en el año anterior habrían crecido 9 por ciento. Por el lado de Servicios, el 2007 fue un año positivo para el sector Transportes y Comunicaciones, que habría crecido más de 15 por ciento, en línea con el aumento del tráfico de pasajeros (terrestre y aéreo) y carga (terrestre, aéreo y acuático), así como por la mayor penetración de líneas de telefonía fija, móvil y conexiones de banda ancha. Otras actividades dinámicas del sector habrían sido los servicios financieros, en línea con la mayor bancarización de familias y empresas.

### Discreto año para los sectores primarios

En el 2007, los sectores primarios habrían crecido 1,5 por ciento, la menor tasa desde 1998. Este pobre desempeño es casi generalizado entre las actividades primarias, a excepción de algunos productos en particular, destinados a la exportación (hortalizas en agricultura, filetes congelados en pesca).

Por el lado de la agricultura, esta avanzaría 2,5 por ciento, en línea con el modesto crecimiento del sector agrícola (1,2 por ciento) debido a condiciones climáticas desfavorables. De otro lado, el sector pecuario crecería 4 por ciento, debido al incremento en la producción de carne de ave (pollo) y vacuno. La producción pesquera habría crecido 5 por ciento en el 2007, en línea con la mayor extracción para consumo humano directo (7 por ciento), que compensaría el modesto avance en la extracción de consumo industrial (anchoveta - 2 por ciento).

El PBI de Minería e Hidrocarburos habría crecido 2 por ciento en el 2007, lo que responde al incremento en la producción minera (1 por ciento) y de hidrocarburos (6 por ciento). El pobre desempeño de la minería se debió a la caída en la producción de oro (20 por ciento), que fue compensado por la mayor producción de cobre y zinc.

Finalmente, la Manufactura Primaria habría retrocedido 1 por ciento en el año, por la menor producción de harina de pescado y refinación de petróleo y metales.

## Sectores productivos: últimos datos trimestrales

(Var. % real interanual)	IV-06	I-07	II-07	III-07
<b>PBI</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>
Agropecuario	8,2	5,7	1,8	-1,9
Pesca	-7,3	15,0	4,9	-6,3
Minería	-6,8	-1,6	-1,9	4,6
Manufactura	9,1	8,8	11,4	10,1
-Primaria	2,0	-2,5	2,8	-3,4
-No Primaria	11,2	11,2	13,6	12,8
Construcción	13,7	9,0	20,1	16,4
Comercio	12,5	12,1	6,7	11,7
Servicios	8,5	8,3	8,9	8,3

## ¿Qué se espera para el 2008? ¿Contagio o desacople?

Los resultados mencionados anteriormente sirven de base para asegurar una sólida expansión de la actividad económica en el presente año. Así, se espera que la economía mantenga un ritmo de expansión importante (7,0 por ciento), gracias a: i) la puesta en marcha de grandes proyectos de inversión, que continuarán durante este año, y ii) el impulso del sector público, que cuenta con los recursos necesarios para incrementar el gasto sin necesidad de requerir financiamiento en los mercados externos. En este contexto, si bien el crecimiento económico del 2008 sería ligeramente inferior a lo observado en el 2007, seguiría estando ligeramente por encima del producto potencial.

No obstante, la incertidumbre que presenta el escenario internacional, especialmente Estados Unidos, es un factor de riesgo que podría afectar el crecimiento económico. Así, una marcada desaceleración de la economía norteamericana se reflejaría, principalmente, en: (i) un menor comercio con Estados Unidos, nuestro primer socio comercial, lo que podría afectar las exportaciones no primarias y, por tanto, la dinámica de los factores internos que actualmente sostienen el crecimiento (inversión, empleo, consumo), (ii) una mayor caída en los términos de intercambio, lo que implicaría una reducción de la balanza comercial y un menor "efecto riqueza" y (iii) menores flujos de capitales, que podrían desacelerar el crédito en moneda extranjera, que es importante en una economía con altos niveles de dolarización financiera como el Perú.

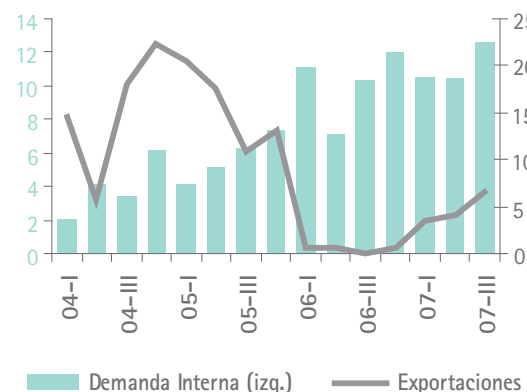
Sobre este último punto, si bien el patrón del crecimiento crediticio responde cada vez más a factores locales (bajas tasas de interés, estabilidad de precios, crecimiento potencial del sector inmobiliario), habría que tener en cuenta que parte del incremento de los créditos ha sido financiado con las líneas del exterior con las que cuenta el sistema bancario, las cuales podrían reducirse en un escenario de revaloración global de riesgo. En este contexto, el dinamismo de las colocaciones, en particular las de moneda extranjera (tales como comercio exterior y arrendamiento financiero) se verían afectadas de manera negativa.

Sin embargo, un conjunto de factores otorgan cierto soporte al dinamismo económico, atenuando los impactos de la desaceleración en los EE.UU.:

- La demanda interna se ha constituido como el soporte del crecimiento, lo que ha permitido extender la actual fase de expansión a pesar de la desaceleración del volumen de exportaciones. De esta manera, el crecimiento se hace más autosostenido y menos dependiente de condiciones externas.
- Diversificación sectorial del crecimiento. En particular, aquellos cuya producción se destina, principalmente, al mercado interno tales como manufactura, construcción y servicios, situación que seguirá impulsando la generación de nuevos empleos en dichas actividades.
- Diversificación de las exportaciones, tanto por país de destino como por producto.
- Requerimientos de financiamiento externo del sector público ya han sido cubiertos. Asimismo, el desarrollo del mercado de capitales local, con una creciente importancia de instrumentos en moneda doméstica, atenúa la necesidad del financiamiento externo para los sectores público y privado.
- La cuenta corriente muestra un importante superávit, lo que significa que la expansión de la demanda interna no depende del financiamiento del exterior, sino más bien del ahorro interno.
- La situación fiscal es mucho más holgada, tanto en términos de resultado económico como de deuda externa. Así, el sector público habría cerrado el 2007 con un superávit de 2,9 por ciento del PBI, mientras que la deuda externa habría caído hasta un 26 por ciento del PBI (hace tan solo 4 años, dicho ratio se ubicaba en 49 por ciento).
- Menor dolarización financiera, lo que implica una menor vulnerabilidad frente a movimientos en el tipo de cambio. En este sentido, la dolarización de los créditos es de 60%. Finalmente, una de las grandes lecciones de este choque, es que permitirá distinguir a los países que realmente hicieron esfuerzos para mejorar su estabilidad macro de los que simplemente disfrutaron de las condiciones internacionales favorables.

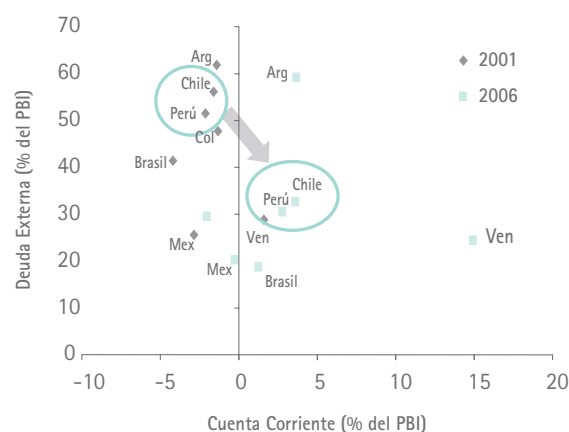
Seguramente el enfriamiento de la economía estadounidense tendrá algún impacto negativo sobre el Perú. Sin embargo, existen razones para esperar efectos moderados, por lo menos para el 2008.

## Crecimiento de la Demanda Interna y Exportaciones (Var. % interanual)



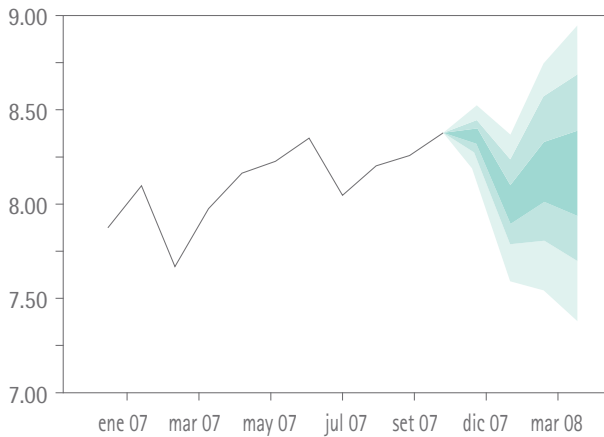
Fuente: BCRP

## Cuenta Corriente y Deuda Externa por países de la región (como % del PBI)



Fuente: Diversos bancos centrales

### Proyección BBVA del PBI: I trimestre de 2008 (Var. %, promedio móvil 12 meses)



Elaboración: BBVA

### Estadísticas del Fan Chart (Var. %, promedio móvil 12 meses)

Mes	Media	Maximo	Mínimo	Mediana	Desv. Estandar
Nov-07	8.35	8.45	8.24	8.35	0.07
Dic-07	8.36	8.52	8.15	8.37	0.12
Ene-08	8.00	8.37	7.60	8.00	0.27
Feb-08	8.17	8.75	7.54	8.16	0.42
Mar-08	8.17	8.95	7.38	8.15	0.55

Elaboración: BBVA

Los ejercicios de proyección de variables macroeconómicas han ido adquiriendo una mayor importancia dentro del proceso de toma de decisiones de entidades privadas y gubernamentales. Por lo general, las proyecciones están condicionadas a la información disponible, a los valores de los parámetros que definen el proceso estocástico que los describe y a supuestos sobre variables exógenas. La práctica usual es presentar los resultados de estos ejercicios como proyecciones puntuales, aproximación que tiene dos desventajas principales. En primer lugar, las proyecciones son variables aleatorias continuas, por lo que la probabilidad de que un pronóstico puntual acierte es nula. En segundo término, las proyecciones puntuales no expresan la incertidumbre inherente a las mismas, lo que puede proporcionar información valiosa acerca de lo confiable de la proyección y el sesgo que puede tener en caso de error.

Una manera alternativa de presentar las proyecciones, que intenta superar las limitaciones del enfoque tradicional, es el gráfico de abanico (fan chart) desarrollado por el Banco de Inglaterra (ver Britton, 1998), el cual muestra la distribución de valores posibles que puede tomar la variable que se proyecta para cada periodo en el horizonte de proyección, con un determinado nivel de confianza. El rango de valores refleja la incertidumbre sobre: (i) los valores de las variables exógenas que condicionan la proyección, y (ii) el horizonte de previsión, lo que implica que cuanto más se aleja la proyección del último dato observado, el rango de valores aumenta, es decir, a medida que se incrementa el horizonte de previsión, el pronóstico es más incierto (ver Vega, 2003 y Julio, 2006).

Cabe agregar que la distribución de valores, respecto a un escenario central, puede ser simétrica (en caso que la proyección central falle, es igualmente probable equivocarse "hacia arriba" o "hacia abajo") o asimétrica (en caso que la proyección central falle, es más probable equivocarse "hacia arriba/abajo", en cuyo caso la distribución de valores mostraría un sesgo hacia arriba/abajo). El sesgo de la distribución dependerá de las trayectorias que podrían seguir las variables exógenas.

Desde el 2007, el Servicio de Estudios Económicos del BBVA viene presentando sus proyecciones para el PBI mediante un fan chart. A manera de ejemplo, el gráfico muestra la proyección hasta marzo de 2008, teniendo como último dato disponible el PBI de noviembre y, asumiendo una distribución simétrica. La banda más oscura contiene la proyección central (el escenario más probable, en la medida que un menor rango de valores contiene una mayor "masa" de la distribución que otro rango del mismo ancho) y representa el 40% de probabilidad de ocurrencia. Cada una de las bandas alrededor representa un 10%, por lo que en conjunto, las bandas cubren el 80% de probabilidad. Así, el gráfico de abanico muestra que un crecimiento de 8% (promedio móvil 12 meses) para el primer trimestre se encuentra entre el rango de valores más probables (dada la información actualmente disponible), pero que también existen otros valores admisibles. El ancho de la distribución, refleja nuestra incertidumbre sobre la proyección central, pero consideramos que, con una probabilidad de 80%, el crecimiento del PBI se ubicará en el rango de valores mostrado.

Hugo Perea  
hperea@grupobbva.com.pe  
Jorge Guillén  
jguillen@grupobbva.com.pe

### Bibliografía

- Britton, E., Fisher, P. y Whitley, J. (1998) "The inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart." Bank of England Quarterly Bulletin.
- Julio, J. (2006) "Implementación, Uso e Interpretación del Fan Chart." Revista Colombiana de Estadística. Bogotá, Colombia.
- Vega, Marco (2003) "Reportando la distribución de la proyección de inflación." Banco Central de Reserva del Perú. Lima, Perú.

## Inflación por encima del límite superior del rango meta

Al cierre del 2007, la inflación registró una variación de 3,9 por ciento, ubicándose por encima del límite superior del rango meta establecido por el BCR. Dicho resultado se explica por diversos factores tales como:

- El incremento en el rubro de Alimentos y Bebidas Dentro del Hogar (6,8 por ciento) como consecuencia del alza en la cotización internacional de los granos, específicamente trigo, maíz y soya.
- Los mayores precios de Alimentos y Bebidas Fuera del Hogar (3,9 por ciento), que en los últimos seis meses del año comenzaron a mostrar una secuencia de ajustes al alza, debido probablemente a los mayores costos de insumos empleados en la preparación de alimentos, junto con una mayor demanda.
- La tendencia alcista en el rubro de Vestido y Calzado, que no sólo estaría impulsada por factores como los cambios de temporada, sino también por un incremento en la demanda y un mayor uso de la capacidad instalada en esta industria.
- Alza en los precios de los combustibles locales (6,5 por ciento). No obstante, este incremento es significativamente menor al observado en la cotización internacional del petróleo WTI, el que aumentó en 68,4 por ciento. Cabe destacar que este menor traslado del incremento en la cotización del crudo hacia los precios domésticos se explicó por los subsidios que se otorgan a través del Fondo de Estabilización de Combustibles.

Por su parte, la inflación subyacente mostró, en el 2007, una tendencia creciente, al cerrar en 3,1 por ciento, nivel que contrasta con el 1,4 por ciento registrado en el año previo. Este incremento habría obedecido al traslado de mayores precios de insumos importados, en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna. No obstante, estos factores fueron atenuados, de manera parcial, por un aumento de la productividad, así como por el fortalecimiento del Nuevo Sol.

## Perspectivas para el 2008

Para el presente año, se estima que la inflación retornaría al rango meta en el tercer trimestre, y cerraría el año en 2,6 por ciento. Los supuestos de esta proyección consideran:

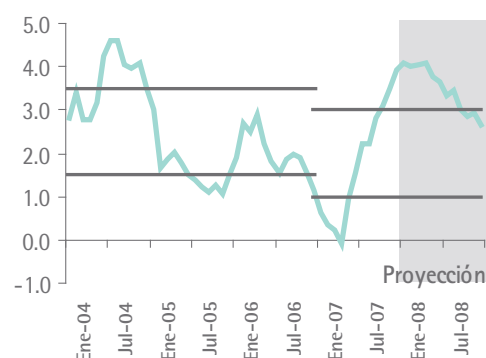
- El retiro del estímulo monetario por parte del Banco Central. Ello evitaría presiones de demanda futuras, dado que una mayor tasa de interés permitiría que el crecimiento de la demanda interna sea compatible con la estabilidad de precios.
- No se prevé una reversión significativa de los precios internacionales de los alimentos en el mediano plazo. Así, la FAO proyecta que las cotizaciones de los granos se mantendrían elevadas en el periodo 2008-09, debido al mayor consumo esperado por parte de las economías emergentes, así como por la mayor demanda para biocombustibles.
- Ajuste en el precio de los combustibles domésticos. Si bien se considera que el Fondo de Estabilización de Combustibles evitaría el traslado total de mayores precios del crudo hacia la economía local, los continuos aportes del Gobierno al fondo podrían erosionar la caja fiscal. Por ello, se prevé que se permitiría cierta corrección en los precios locales.
- Anuncio de revisiones al alza en las tarifas públicas, tales como agua (7,0%) y, probablemente, en electricidad.

## IPC General (var. %)

Grupos de Consumo	Dic-07	Anual
1. Alimentos y Bebidas	0.58	6.05
<i>Dentro del Hogar</i>	0.64	6.75
<i>Fuera del Hogar</i>	0.39	3.88
2. Vestido y Calzado	0.27	2.83
3. Alquiler de la Viv., Comb. y Elec.	-0.14	2.17
<i>Combustibles (uso doméstico)</i>	0.00	3.98
4. Muebles y Enseres	0.24	2.03
5. Cuid. Y Conserv. de Salud	0.14	1.29
6. Transportes y Comunic.	1.06	1.83
<i>Combustibles (uso vehicular)</i>	-0.05	10.69
7. Enseñanza y Cultura	0.02	2.34
8. Otros Bienes y Servicios	0.26	1.29
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>0.45</b>	<b>3.93</b>
<i>Memo: Combustibles*</i>	-0.02	6.50

Fuente: INEI

## Proyección de Inflación 2008 (var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: INEI

Elaboración: BBVA Banco Continental

## Precios: últimos datos mensuales

(% mensual)	Set-07	Oct-07	Nov-07	Dic-07
Índice de Precios al Consumidor-IPC	0,61	0,31	0,11	0,45
Índice de Productos Transables	0,24	0,53	0,69	0,41
- Alimentos Transables	0,43	1,18	1,54	0,88
- Combustibles	0,04	0,05	0,06	-0,02
Índice de Productos No Transables	0,88	0,17	-0,28	0,47
- Alimentos No Transables	2,37	1,30	-0,77	2,37
Índice Subyacente	0,19	0,35	0,59	0,34
Índice de Precios al por Mayor-IPM	0,63	0,11	0,22	0,73
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	-0,19	-2,21	-0,85	-0,34
Índice de Precios-Materiales de Construcción	0,08	-0,17	0,14	-0,32



### Ponderaciones del IISEG-BBVA (%)

Rubros	Peso en IPC	Peso en IISEG-BBVA
AA. y BB. Fuera del Hogar	12.0	26.0
Vestido y Calzado	7.5	16.1
Alquiler y Cons. Vivienda	3.1	6.7
Muebles y Enseres	4.9	10.7
Cuidado y Cons. Salud	2.9	6.3
Enseñanza y Cultura	8.8	19.0
Otros bienes y servicios	7.0	15.2
<b>IIS-BBVA</b>	<b>46.4</b>	<b>100.0</b>

Fuente y Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

### Inflación subyacente (Indicadores estratégicos)

	IISEG-BBVA	Inflación Subyacente BCRP	IPC
<b>Consistencia de largo plazo</b>			
Var. % Nov07 / Dic98	23.0	19.4	22.9
Var. % Nov07 / Dic01	8.7	8.5	14.3
Var. % 12m (prom. 99-07)	2.0	1.7	2.2
<b>Variabilidad (% / 01-07)</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>1.3</b>
<b>Características Deseables (Valdivia y Vallejos)</b>			
Cálculo fácil y replicable	√	x	-
Consistencia de largo plazo	√	√	-
Disponible día informe INEI	√	x	-
Menor variabilidad que inflación	√	√	-

Fuente: BCRP  
Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental.

La inflación subyacente es un indicador que intenta capturar la tendencia inflacionaria asociada a factores de demanda, excluyendo el ruido transitorio de una serie original de precios (como el IPC, por ejemplo) causado por choques de oferta coyunturales. Bryan y Cecchetti (1993) definen la inflación subyacente como “un indicador que considere solo el componente de largo plazo o persistente de la inflación”. Quah y Vahey (1995), por su parte, afirman que la inflación subyacente debería reflejar la inflación esperada; es decir, aquella que es neutral con el producto en el mediano y largo plazo. Por lo tanto, los diversos métodos para calcular la inflación subyacente buscan limpiar los choques de oferta transitorios y, sobre todo, el componente no anticipado de la inflación.

La inflación subyacente resulta de gran utilidad para la toma de decisiones de política monetaria, ya que permite distinguir si la dinámica de los precios se explica por factores de demanda (en cuyo caso podría ser necesario ajustar la política monetaria) o de oferta (que, si son transitorios, no requieren necesariamente una respuesta de la autoridad monetaria). En esta línea, Grippa y Ferreyros (2000) afirman que no siempre se requiere que el Banco Central responda ante choques de oferta porque: i) hay fluctuaciones de precios que, por su naturaleza volátil, podrían revertirse en el tiempo, y ii) existen choques sobre los que el Banco Central no tiene control. Buscando una coherencia con las definiciones teóricas del indicador, Valdivia y Vallejos (2000) mencionan 6 características que todo indicador de inflación subyacente debería reunir:

1. Debe ser un objetivo viable para la política monetaria.
2. Debe ser de fácil cálculo, para que sea fácilmente comprendido por la mayoría de personas involucradas en la toma de decisiones.
3. Debe ser un indicador estable, por lo que tiene que estar sujeto a escasas y poco significativas revisiones.
4. Debe ser un indicador creíble, por lo que en el largo plazo su evolución no debe apartarse de la inflación observada.
5. Debe estar disponible oportunamente, de preferencia inmediatamente después de publicada la cifra oficial de inflación.
6. Debe tener una variabilidad menor a la inflación.

#### Inflación subyacente mediante la exclusión de grupos del IPC: el IISEG-BBVA

Existen diversas formas de calcular la inflación subyacente. Los más populares son los métodos estadísticos, los cuales pueden dividirse a su vez en métodos de tendencia (filtros, medias móviles) y de exclusión (por volatilidad o ad-hoc). El Banco Central utiliza un método de exclusión según la volatilidad histórica, que implica remover los componentes del índice de precios que hayan tenido una mayor dispersión para un periodo dado (en el caso peruano, el periodo de referencia es 1995-2001). Adicionalmente, se excluyen pan, arroz, fideos y aceite, debido a la volatilidad que mostraron estos productos en los últimos años.

Un indicador de inflación subyacente construido mediante la eliminación de grupos del IPC cuya evolución se explica, principalmente, por choques de oferta, presenta tres ventajas principales: i) su cálculo es simple y fácil de entender, ii) es de disponibilidad pública inmediatamente después de que se conocen las cifras de INEI, y iii) no necesita revisiones discrecionales posteriores.

El cálculo de la inflación subyacente del Banco Central tiene ciertas desventajas: i) al trabajar a nivel de productos, es más laborioso replicarlo en poco tiempo, sin mencionar que no se tiene una lista exacta de los rubros considerados por el Banco Central, ii) es publicado días después de conocido el dato oficial del índice de precios al consumidor, y iii) está sujeto a cambios discrecionales, que ocurren cuando un producto considerado dentro de la inflación subyacente experimenta choques de oferta, imprimiendo ruido a la verdadera tendencia inflacionaria, por lo que el Banco Central opta por excluirlo.

En contraste, el Indicador de Inflación Subyacente por eliminación de grupos (IISEG-BBVA) se construye excluyendo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) los siguientes componentes: Alimentos y Bebidas dentro del Hogar, Servicios Públicos, Transportes y Combustibles. Este método se encuentra dentro de los de exclusión ad-hoc, en línea con el core inflation utilizado en Estados Unidos, donde se excluyen alimentos y energía. Como resultado, el IISEG-BBVA resume la inflación de los siguientes grupos: Alimentos y Bebidas fuera del Hogar, Vestido y Calzado, Muebles y Enseres, Alquiler y Conservación de la Vivienda, Salud, Educación y Otros Bienes y Servicios. En su conjunto, estos componentes representan el 46,4% del IPC.

## Bondad predictiva del IISEG-BBVA

Dependent Variable: INFLACION(12)-INFLACION

Method: Least Squares

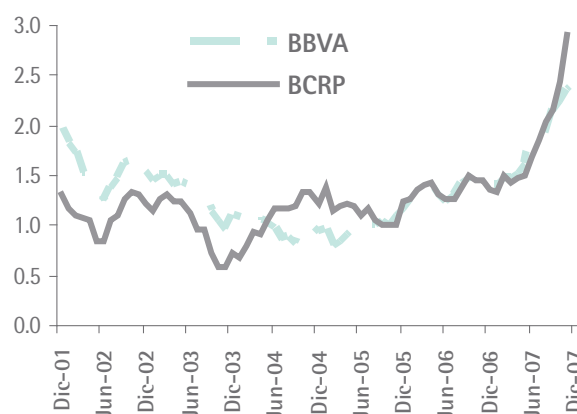
Sample (adjusted): 2001M12 2006M11

Included observations: 60 after adjustments

	Estimado	Std. Err.	t-Stat	Prob.
$\alpha_H$	1.00	0.15	6.62	0.00
$\beta_H$	-1.04	0.09	-11.09	0.00
R-squared	0.68	Mean dependent var		0.30
Adjusted R-squared	0.67	S.D. dependent var		1.86
S.E. of regression	1.06	Akaike info criterion		3.00
Sum squared resid	65.70	Schwarz criterion		3.07
Log likelihood	-87.86	F-statistic		123

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental.

## Inflación subyacente (var. % 12m)



Fuente: BCRP

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental.

### Ventajas y desventajas frente a la inflación subyacente del BCRP

Tomando como referencia las características deseables que mencionan Valdivia y Vallejos (2000), el IISEG-BBVA presenta las siguientes ventajas: i) su cálculo es más simple y fácil de entender, dado que tiene menores requerimientos de información, ii) es de disponibilidad inmediata una vez que se conocen las cifras de INEI, y iii) al ser un indicador de exclusión ad-hoc, no necesita revisiones posteriores. Asimismo, el indicador cumple con no subestimar o sobrestimar la inflación observada en periodos largos, a la vez que reduce la volatilidad de la misma, bondades que comparte con el indicador que utiliza actualmente el BCRP. De otro lado, la principal desventaja del IISEG-BBVA frente al indicador convencional de inflación subyacente es que tiene una cobertura menor en términos de la canasta de consumo, agrupando solo el 46,4% (en contraposición, el indicador del BCR agrupa más del 60% de la canasta en la inflación subyacente).

### Comparando las series históricas

Históricamente, existen periodos de divorcio entre la inflación subyacente reportada por el BCRP y el IISEG-BBVA. Esto se debería, principalmente, a que nuestro indicador de inflación subyacente no recoge ningún componente del grupo Alimentos y Bebidas dentro del Hogar, a diferencia del indicador del Banco Central. La diferencia la explica, principalmente, el incremento en el precio de la leche, producto que sí forma parte del indicador subyacente del BCRP, y que se vio afectado por un choque de oferta, frente al aumento en el precio de los insumos de los ganaderos. Pese a esto, se puede observar una relación estable de largo plazo entre el IISEG-BBVA y la inflación subyacente del Banco Central, por lo que sería un buen predictor de este último indicador, al menos para las variaciones de 12 meses, donde los choques de oferta suelen atenuarse (la correlación entre los dos indicadores en los últimos 2 años es de 93%).

### Bondad predictiva del indicador

Clark (2001) resalta que un buen indicador subyacente debe ayudar a predecir la inflación. Un enfoque común para medir la capacidad predictiva se basa en la idea de que si la inflación difiere de su par subyacente, esta debería retornar hacia la tendencia en el futuro. En otras palabras, si la inflación se encuentra por debajo (encima) de la subyacente, entonces se espera que suba (disminuya) en el futuro. Un test estándar para mostrar la capacidad predictiva de la inflación subyacente consiste en la identificación:  $\pi_{t+H} - \pi_t = \alpha_H + \beta_H(\pi_t - \pi_t^{IISEG-BBVA})$ . Donde  $\pi_t$  corresponde a la inflación de los últimos 12 meses y  $\pi_t^{IISEG-BBVA}$  corresponde al indicador de inflación subyacente IISEG-BBVA. Un buen indicador de inflación subyacente debería inducir un coeficiente estimado  $\beta_H$  de negativo y significativo para diferentes horizontes  $H$ . De hecho, lo óptimo sería que  $\beta_H$  sea igual a -1; si el valor fuera mayor (menor) que uno en valor absoluto, entonces la medida de inflación subyacente tenderá a subestimar (sobrestimar) los cambios futuros de la inflación, para un horizonte  $H$  determinado. Según los resultados obtenidos para un horizonte de un año, el IISEG-BBVA cumple con tener capacidad predictiva sobre la tasa de inflación. De hecho, el  $\beta_H$  (coeficiente relevante en el test) fluctúa alrededor de -1 en toda la muestra, en particular durante los últimos 3 años.

### Apuntes finales

El principal aporte del Indicador de Inflación Subyacente (IISEG-BBVA) es el de proveer una referencia sencilla y oportuna de la evolución del componente permanente de la inflación, sin descuidar las bondades que un indicador de inflación subyacente debe tener. Además, este indicador permite anular los efectos de choques transitorios de oferta, sin tener que recurrir a la eliminación discrecional de algunos componentes del IPC.

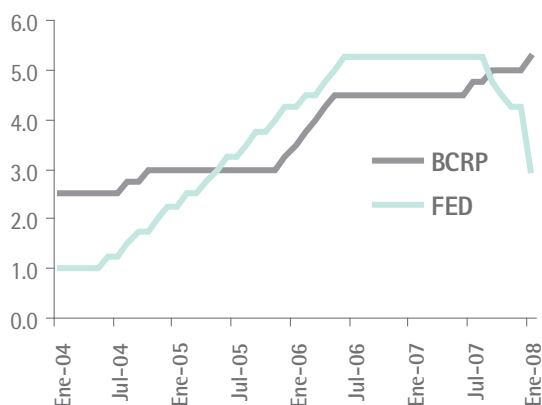
Hugo Perea  
hperea@grupobbva.com.pe  
Javier Dorich  
jdorich@grupobbva.com.pe

### Bibliografía

- Bryan, Michael y Stephen Cecchetti (1993), The Consumer Price Index as a Measure of Inflation, NBER Working Paper 4505
- Clark, Todd (2001), Comparing Measures of Core Inflation, FRB Kansas City Economic Review, 2T01
- Grippa, Francisco y Guillermo Ferreyros (2000), Una medida de inflación subyacente para propuestas de política monetaria en el Perú, Revista de Estudios Económicos BCRP, Noviembre 2000.
- Quah, Danny y Vahey, Shawn (1995), Measuring Core Inflation, Economic Journal, September 1995.
- Valdivia, Luis y Lucy Vallejos (2000), Inflación Subyacente en el Perú, Revista de Estudios Económicos BCRP, Noviembre 2000.

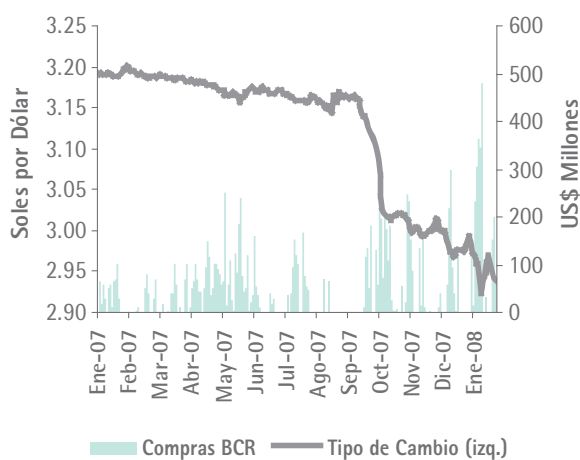


### Tasa de referencia del BCRP y FED (en %)



Fuente: BCRP, FED

### Tipo de Cambio y compras cambiarias US\$ del BCRP (Soles por dólar & Millones de dólares)



Fuente: BCRP

## III. Entorno Financiero

### BCR elevó tasa de referencia a inicios del año

A inicios del año, el Banco Central de Reserva reanudó el retiro del estímulo monetario de la economía, incrementando la tasa de referencia de 5,0 por ciento a 5,25 por ciento (incremento de 25 puntos básicos). Esta decisión se dio en un contexto de tendencia alcista de la inflación, la cual se encuentra por encima del rango meta establecido por el BCR (1,0 por ciento y 3,0 por ciento desde inicios del año pasado), así como por el incremento observado en las expectativas inflacionarias.

De persistir el dinamismo de la demanda interna y el ajuste al alza de la expectativas de inflación, en un contexto de choques de oferta por factores externos de carácter más persistente de lo esperado, el BCR tendría que continuar retirando el estímulo monetario.

No obstante, la elevación de la tasa de interés podría volver a acrecentar las presiones de apreciación sobre el Nuevo Sol. En este sentido, cabe recordar que, luego del incremento de tasa en enero, el BCR adoptó un conjunto de medidas (que se detallan en la siguiente sección) para atenuar la caída del tipo de cambio, lo que refleja las dificultades para ejercer una política monetaria independiente (en el sentido de evitar que las consideraciones cambiarias tengan una elevada prioridad) en una economía pequeña, abierta, con un alto grado de movilidad de capitales y elevado nivel de dolarización financiera.

### Tipo de cambio afectado por factores especulativos

La tendencia apreciatoria que ha venido mostrando el Nuevo Sol se acentuó en los primeros días del año. El influjo de capitales del exterior, que anticipaban un mayor fortalecimiento de la moneda peruana, explicó esta dinámica que llevó al tipo de cambio a niveles cercanos a S/. 2,91 por dólar. De acuerdo a lo mencionado por el presidente del BCR, la entrada diaria de capitales especulativos llegó a los US\$ 500 millones, monto significativo para un mercado cambiario que mensualmente transa cerca de US\$ 100 millones.

El detonante de este comportamiento fue la ampliación del diferencial de tasas, favorable para los activos en moneda local, ante la elevación de la tasa de referencia del BCR y las expectativas de reducciones de la tasa de la FED. Este factor se adiciona a los altos precios de los commodities que exporta el Perú, las que se han mantenido elevados, a pesar de la turbulencia financiera internacional, así como a las entradas récord de capitales de largo plazo.

En este contexto, el BCR incrementó el monto de sus intervenciones cambiarias esterilizadas. Claramente, la situación se hacía insostenible porque se complicaba el control monetario y por el costo creciente de la esterilización mediante la colocación de CDBCRP a tasas crecientes.

Para revertir esta situación, y atenuar las presiones a la baja sobre el tipo de cambio, el BCR adoptó un conjunto de medidas para encarecer las operaciones de especulación. Así, elevó las tasas de encaje en soles y dólares. El mayor encaje en moneda local ayudaría a esterilizar las eventuales intervenciones cambiarias, sin recurrir a la colocación de CDBCRP, en tanto que el incremento del encaje en dólares reduce la rentabilidad de los flujos de capitales de corto plazo, ya que una porción más alta tendrá que permanecer en el BCR y no podrá ser rentabilizada.

### Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

(millones de nuevos soles)	Set-07	Oct-07	Nov-07	Dic-07
Tipo de Cambio Interbancario Promedio (S/. por \$)	3,136	3,019	3,001	2,981
Emisión Primaria (Fin de Período)	14.613	15.219	15.562	17.779
Liquidez Total	82.022	85.354	85.354	n.d
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	48,8	47,9	46,9	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	22.827	24.890	26.348	27.689
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	5,0	5,0	5,0	5,0
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	5,4	6,3	5,3	5,9
Crédito al Sector Privado en MN (var.% Y/Y)	46,4	44,0	44,2	n.d
Crédito al Sector Privado en ME (var. % Y/Y)	15,3	17,3	24,2	n.d
Tasa de Morosidad (%)	1,5	1,5	1,4	1,3

Adicionalmente, el Banco Central anunció que evitaría emitir CDBCRP de corto plazo (3 meses principalmente), papeles en donde se estacionaban los capitales especulativos para cubrir la operación durante el periodo de espera. Alternativamente, el BCRP ha establecido subastas de depósitos a plazo en el Banco Central para retirar los excedentes monetarios. Este instrumento está disponible para las entidades financieras, con lo que se evita que los capitales especulativos cuenten con un activo de cobertura.

Finalmente, el BCR ha mantenido una elevada discrecionalidad en el mercado interbancario, con la idea de encarecer las acciones especulativas o hacer más incierto su rendimiento. Así, en algunos días se ha permitido que la tasas interbancaria se desplome, habiéndose registrado tasas de 0,5 por ciento por ciento, nivel considerablemente menor a la tasas de política del BCR (5,25 por ciento). El uso del principal instrumento de política monetaria para controlar la volatilidad del tipo de cambio podría ser un error si ello deviene en pérdida de credibilidad y reputación para el Banco Central.

Consideramos que estas medidas podrían atenuar el influjo de capitales de corto plazo y, por lo tanto, la presión a la baja que ejerce sobre el tipo de cambio. Sin embargo, dadas las perspectivas de reducciones de la tasa de la FED y de altos precios de los commodities, estimamos que el Nuevo Sol continuará fortaleciéndose, como reflejo, principalmente de factores fundamentales, y cerraría el año alrededor de S/.2,90 por dólar.

### La evolución del sistema bancario en el año ha sido muy favorable

El sistema financiero peruano ha venido mostrando una notable evolución en todos sus principales indicadores, lo que va en línea con la expansión económica actual. El crédito total se expandió en 32,8 por ciento en diciembre del 2007, con respecto al mismo mes del año anterior. Por monedas, destaca el mayor dinamismo de las colocaciones en moneda nacional (46,9 por ciento) frente al de moneda extranjera (25, por ciento), lo que indicaría una aceleración en el actual proceso de desdolarización de la economía. Cabe resaltar que, por tipos de créditos, el más dinámico fue el de consumo, con un incremento de 50,8 por ciento.

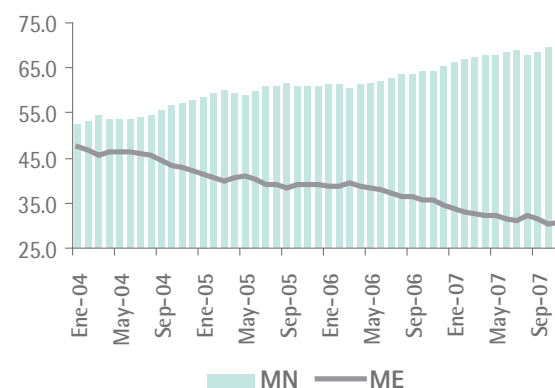
Un hecho importante es que la fuerte expansión de los créditos ha sido saludable, ya que ha ido de la mano con una caída en la tasa de morosidad, que actualmente se encuentra en 1,3 por ciento.

Por su parte, los depósitos bancarios han mostrado un importante crecimiento (24,2 por ciento) y, al igual, que las colocaciones, los depósitos en moneda nacional mostraron una mayor expansión frente a los de moneda extranjera (35,4 por ciento frente a 17,5 por ciento, respectivamente).

En cuanto a los principales indicadores financieros del sistema bancario, tales como solvencia, calidad de activos y eficiencia, éstos han mostrado importantes mejoras respecto a sus niveles previos, lo que se ha traducido en una continua mejoría en los indicadores de rentabilidad del sistema.

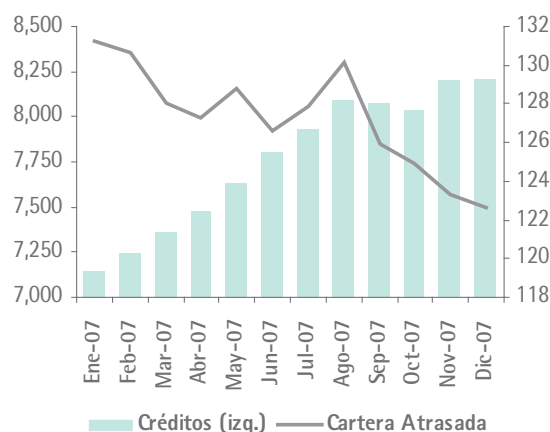
Finalmente, la notable evolución del sistema bancario es consistente con el dinamismo mostrado por la actividad económica. De esta manera, la actual fase de expansión, aunada a mejores condiciones crediticias, ha permitido incrementar la demanda de los diferentes servicios bancarios, ya sea relacionado a personas naturales y/o jurídicas, incrementado así la bancarización en el Perú. Por ello, de seguir este contexto en el 2008, la positiva evolución mostrada por el sistema bancario continuaría en los próximos meses.

### Liquidez en Moneda Nacional y Extranjera (En %)



Fuente: BCRP

### Crédito Hipotecario y morosidad (Millones de Soles)



Fuente: SBS

### Mercados: últimos datos mensuales

	Set-07	Oct-07	Nov-07	Dic-07
Índice General de la BVL (variación %)	4,7	-0,6	-15,9	-4,0
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	2,9	-0,3	-18,3	5,5
Capitalización Bursátil (millones de US\$)	109.636	119.077	104.570	108.728
Bonos del Sector Privado (saldo millones de US\$)	4.753	5.008	5.109	n.d
Bonos del Sector Privado (colocación mill. de US\$)	71	220	122	n.d
Bonos del Sector Privado (redención mill. de US\$)	57	26	20	n.d
Bonos del Sector Público (saldo millones de S/.)	21.317	21.501	21.934	n.d
SPP-Valor del Fondo (millones de US\$)	19.390	20.004	19.011	n.d
SPP-número de afiliados (millones de personas)	4,05	4,07	4,09	n.d

**Tabla 1: Test de Causalidad entre Capital y Cartera Atrasada<sup>1/</sup>**

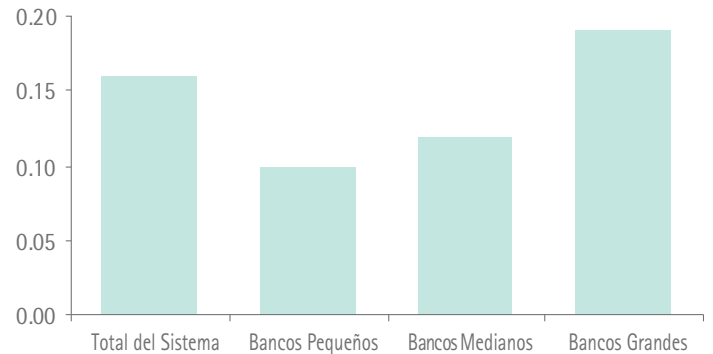
Tamaño de Banco	Hipótesis Nula		Coeficiente	Significatividad *
	No hay Causalidad de Capital/Activos sobre Atrasada/Préstamos Totales			
Total del Sistema	Acepta		-0.31	0.61
Bancos Pequeños	Acepta		1.23	0.32
Bancos Medianos	Acepta		-0.27	0.63
Bancos Grandes	Acepta		-2.17	0.20

Elaboración: BBVA

Fuente : SBS

1/ Menor a 0.05 implica rechazo de la hipótesis nula. El test ha sido evaluado tomando en cuenta como exógenas los rezagos óptimos de Capital sobre Activos, la Cartera Atrasada sobre préstamos totales, Gastos Operativos sobre Préstamos Totales y variables de control externas como PBI y el Tipo de Cambio.

**Perú: Ratios de Capital sobre Activos**



Elaboración : BBVA

Fuente : SBS

La literatura económica ha analizado los problemas que pueden surgir en un contexto de información incompleta. Uno de ellos, el riesgo moral (moral hazard), se refiere al peligro de que, en un entorno en el que es difícil monitorear las acciones de los agentes, éstos no realicen sus mejores esfuerzos o eludan sus obligaciones, definidas en un contrato que encarna las preferencias del contratante (principal). En el sistema bancario, las entidades pobremente monitoreadas pueden incurrir en un problema de riesgo moral, si al incrementar el riesgo de su portafolio no realizan provisiones o los incrementos de capital correspondientes; lo que, eventualmente, puede inducir mayores niveles de cartera atrasada en el futuro. Para evitar problemas de este tipo, se requiere que los entes reguladores del sistema bancario sean sólidos, con adecuados cuadros profesionales y con un marco institucional que apoye su labor.

En el sistema bancario americano surgió un problema de riesgo moral durante la crisis de "Savings and Loans" de la década de los ochenta (ver Berger y DeYoung, 1997 y Berger, 1995). Miles de bancos americanos, de tamaño mediano y pequeño quebraron, debido a que habrían incurrido en préstamos riesgosos sin los incrementos de capital correspondientes. En este escenario de crisis, el Gobierno Federal de EE.UU empezó a regular el sistema bancario mediante la elevación del ratio capital sobre activos (FIRREA ACT of 1989). Este problema de riesgo moral parece ser un tema recurrente en el sistema financiero americano, ya que la actual crisis del subprime presentaría problemas similares, debido a que muchas instituciones financieras han incurrido en operaciones riesgosas sin una adecuada capitalización, a la espera de una ayuda mediante la intervención estatal (bajada de tasas del banco central, ampliación de plazos de deuda, subsidio fiscal, etc).

En este artículo nos concentraremos en los bancos domésticos, de esta manera si queremos verificar la hipótesis de riesgo moral para el sistema bancario peruano, podemos ver las relaciones intertemporales entre el capital y la cartera atrasada. La idea es tratar de mostrar si bajos niveles de capital explican un aumento de la cartera atrasada. Este problema es relevante, pues permite anticipar una posible quiebra de los bancos. Los modelos CAMEL, que permiten evaluar riesgo corporativo mediante cinco variables claves: Capital, Activos, Manejo Gerencial, Ingresos y Liquidez, consideran este tema de bajos niveles de capitalización como primordial (ver Dermiguc-Kunt, 1989 y Whalen, 1991).

Para la verificación de las hipótesis de riesgo moral, hemos realizado pruebas de causalidad a lo Engel-Granger entre el ratio de capital sobre activos y la cartera atrasada sobre los préstamos totales. Si el ratio de capital sobre activos causa negativamente el ratio de la cartera atrasada sobre el total de préstamos, entonces se puede inferir que se cumple la hipótesis de riesgo moral. Como se puede apreciar en la tabla 1, no existe una relación de causalidad entre el ratio de capital sobre activos y la cartera atrasada sobre los préstamos totales.

Adicionalmente, hemos analizado la prueba de causalidad a lo Engel-Granger por tamaño de banco (clasificado de acuerdo al tamaño de los activos), encontrando lo mismo que para el caso del total del sistema bancario peruano. Es decir, no hay un problema latente de riesgo moral por tamaño de banco para el sistema doméstico (periodo 1997-2007). La evidencia en contra de riesgo moral en el sistema peruano sugiere la existencia de una adecuada capitalización y regulación del sistema financiero peruano, pues presentaría una baja probabilidad de quiebra.

Jorge Guillén

jguillen@grupobbva.com.pe

## Bibliografía

- Berger, Allen (1995). The Relationship between Capital and Earnings in Banking. *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 432-56.
- Berger, Allen y DeYoung, Robert (1997). Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks. *Journal of Banking and Finance*.
- Demiguc-Kunt, Asli (1989). Deposit-Institution Failures: A Review of the Empirical Literature. Federal Reserve Bank of Cleveland. *Economic Review*, Quarter 4.
- Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989.
- Whalen, Gary (1991). A Proportional Hazards Model of Bank Failure: An Examination of Its Usefulness as an Early Warning Tool. Federal Reserve Bank of Cleveland. *Economic Review*, Quarter 1.

## IV. Artículo

### Sector agroexportador: condiciones de partida favorables frente al TLC

En los últimos años, la actividad agrícola ha registrado una expansión sostenida como consecuencia del aprovechamiento de las preferencias arancelarias concedidas por Estados Unidos bajo el ATPDEA, las tendencias mundiales orientadas hacia el consumo de alimentos exóticos y naturales y la incorporación de nuevos productos al portafolio de cultivos de los agroexportadores.

Entre los factores que han permitido que Perú consolide su posicionamiento internacional en la exportación de productos agrícolas destacan:

- Diversidad climática (posee 84 de los 108 climas existentes en el mundo);
- Disponibilidad de mano de obra;
- Producción contraestacional con el hemisferio norte; y
- Temporadas de cosecha largas.

Sin embargo, a pesar de estas favorables condiciones, solamente cerca de 90 mil ha. de las más de 2 millones ha. cultivadas en las últimas campañas agrícolas se dedican a cultivos con potencial o con demanda comprobada en el mercado externo.

En el año 2006, las exportaciones agrícolas ascendieron a US\$ 1 780 millones, en tanto que en 2007 se estima que habrían llegado a US\$ 1 900 millones. Estas exportaciones requieren altos niveles de sanidad y tecnificación en el cultivo. Si bien los principales cultivos agrícolas destinados a la exportación todavía están concentrados en café, espárrago y mango, destaca la aparición de nuevos productos en los últimos años, con tasas de crecimiento que revelan su potencial de expansión, sobre todo en los mercados del hemisferio norte. Así, por ejemplo, Perú ya destaca en el mercado mundial como primer exportador de p  prika y espárragos, tercero en uva y quinto en palta.

Con respecto al impacto que esta actividad ha tenido sobre el empleo, Mincetur estima que el sector ha generado unos 400 mil puestos de trabajo, de los cuales un 70% corresponde a mujeres y que por cada puesto de trabajo directo en el sector agrícola se generan 2,1 empleos indirectos. En este contexto, los principales cultivos destinados a la agroexportación generan entre dos y tres veces más demanda por mano de obra que los cultivos tradicionales (20 puestos de trabajo por cada 100 Ha. versus 60 puestos por cada 100 Ha. en el caso de cultivos no tradicionales), lo cual también revela el mayor impacto en generación de gasto y capacidad de consumo entre las personas empleadas en estas actividades.

#### I. Cadena Productiva

La actividad agroexportadora registra importantes eslabonamientos, entre los que destaca como demandante de:

- Servicios de acopio y selección de la producción realizada por terceros.
- Fertilizantes: habiendo incrementado la demanda por fertilizantes preparados localmente "a la medida" según las características de cada cultivo.
- Productos fitosanitarios (fungicidas, herbicidas, insecticidas, etc.), lo que está asociado a los elevados parámetros de sanidad que deben cumplir los productos destinados al mercado externo.
- Servicios de fumigación, control fitosanitario y biotecnología para la mejora genética de semillas y variedades.
- Equipos de riesgo tecnificado (mangas, goteo, aspersión), los cuales cobrarán progresivamente una mayor importancia conforme las extensiones de cultivo sean mayores y las necesidades de agua deban ser cubiertas de manera más eficiente según la naturaleza de cada cultivo.

Con respecto a los encadenamientos con la industria manufacturera, la agroindustria es uno de los principales demandantes de cajas de cartón y envases y embalajes de plásticos. Además, provee de insumos en la producción de conservas y refrescos, etapa en la que se encadena también con envases de vidrio y latas.

Hugo Perea  
hperea@grupobbva.com.pe

Marco Shiva  
mshiva@grupobbva.com.pe

Javier Dorich  
jdorich@grupobbva.com.pe

### Indicadores de profundización del mercado agroexportador

	2000	2006	2007*	Var. % 00-07	Var. % 06-07
<b>N�� de Empresas Agroexportadoras</b>					
Export. > US\$ 10 millones	16	33	38	138	15
Export. > US\$ 1 mill��n	111	235	305	175	30
<b>N�� de Países de destino</b>					
Export. > US\$ 10 millones	14	20	24	71	20
Export. > US\$ 1 mill��n	36	54	65	81	20
<b>N�� de productos exportados</b>					
Export. > US\$ 10 millones	8	27	35	338	30
Export. > US\$ 1 mill��n	64	102	126	97	24
<b>Total Exports. Agrícolas*</b>	<b>643</b>	<b>1,789</b>	<b>1,900</b>	<b>195</b>	<b>6</b>
<b>Total Exports Agro. No Trad.*</b>	<b>394</b>	<b>1,216</b>	<b>1,450</b>	<b>268</b>	<b>19</b>

\* Proyección, con información a octubre 2007

Fuente: Adex, Aduanas

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

### Principales productos de agroexportación (millones de US\$ FOB)

	2000	2006	2007*	Var. % prom. 00-07	Var. % 06-07
Café	224	517	455	10.7	-12.0
Espárrago	135	317	428	17.9	34.9
Alcachofa	1	66	97	98.5	47.9
P��prika	6	73	95	48.7	30.1
Mangos	26	66	53	11.0	-19.7
Uva	6	48	53	36.5	10.4
Palta	3	38	45	51.1	18.1
Cacao	9	32	40	24.4	26.2
Banano	0	27	32	94.9	18.5
<b>Muestra</b>	<b>409</b>	<b>1,184</b>	<b>1,298</b>	<b>17.9</b>	<b>9.6</b>
<b>Muestra (sin café)</b>	<b>185</b>	<b>667</b>	<b>843</b>	<b>24.2</b>	<b>26.4</b>

\* Proyección, con información a octubre 2007

Fuente: Adex, Aduanas

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

## Indicadores estratégicos de la alcachofa peruana

	2001	2007*	Var. % anual prom.
Producción (miles TM)	7	142	65
Sup. Cosechada (Ha)	400	9,000	68
Exportaciones			
Monto (US\$ MM)	0.8	97.0	122
Precio (US\$ / kg)	1.7	2.2	4
Volumen (miles TM)**	0.5	44.1	114

\* Proyección, con información a octubre 2007

Fuente: Adex, Aduanas

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

## Indicadores estratégicos del espárrago peruano

	2001	2007*	Var. % anual prom.
Producción (miles TM)	184	274	7
Exportaciones (US\$ MM)	159	428	18
Frescos	64	242	25
Conservas	81	155	11
Congelados	14	31	15

\* Proyección, con información a octubre 2007

Fuente: Adex, Aduanas

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

## II. Tres casos de éxito: la alcachofa, la pprika y el espárrago

### a) La alcachofa

Uno de los casos más emblemáticos del boom agroexportador es el de la alcachofa. De hecho, hace tan solo unos años (2001), las exportaciones de alcachofas no llegaban siquiera a US\$ 1 milln, mientras que la producción bordeaba 7 mil toneladas, cosechadas en 407 hectáreas. En el 2007, se estima que las exportaciones bordearan los US\$ 100 millones, con una producción superior a las 140 mil toneladas en 9 mil hectáreas cosechadas.

Este impresionante crecimiento ha colocado a nuestro país en una importante posición en el mercado mundial. En un mercado donde la producción mundial crece a tasas de 3% al año, la participación de Perú se ha incrementado en los últimos años alcanzando el 10% en el 2007, convirtiéndose en el tercer productor de alcachofas en el mundo, sólo por detrás de Italia y España, que son además los principales consumidores de este producto.

La alcachofa peruana se exporta, principalmente, preparada o conservada, siendo comercializada en presentaciones gourmet. Al igual que otros productos de agroexportación, Estados Unidos es el principal destino de las exportaciones de alcachofas, con más del 50% de los envíos. Otros destinos importantes son España y Francia. De hecho, entre Estados Unidos y los países de la Unión Europea se concentran más del 95% de las exportaciones.

A qué se debe este éxito? Principalmente, a factores de competitividad como: i) los altos rendimientos por hectárea (17 TM/ha, casi el doble que el promedio mundial) gracias a condiciones climáticas favorables para el cultivo, ii) disponibilidad del producto todo el año, gracias a la producción tanto en la costa (Ica, La Libertad) como en la sierra (Junín), y iii) costos de producción y mano de obra menores al de sus principales competidores.

### b) La pprika

Utilizada tanto como colorante natural así como sazonador, la pprika se ha convertido en el tercer producto de la agroexportación no tradicional, por debajo de los espárragos y la alcachofa. Al igual que esta última, su despegue se produjo en esta década. Así, en el 2000 las exportaciones de pprika llegaban apenas a US\$ 3 millones; mientras que para el 2007 se estima que los envíos al exterior habrían llegado a US\$ 95 millones, lo que implica un crecimiento promedio anual de 64%. Los principales destinos de estos envíos son Estados Unidos (35%) y España (25%).

Cabe destacar que el dinamismo de la producción y exportación de pprika ha convertido al Perú en el primer exportador a nivel mundial, con 50% del total exportado. En este sentido, el rápido crecimiento de la producción llegó a generar una sobreoferta en el 2006, que generó una caída en el precio, pasando de US\$ 2,10 a US\$ 0,90 por kilo. Sin embargo, dicha situación se corrigió en el 2007, reduciendo la producción, con lo que se recuperó el precio internacional.

### c) El espárrago

Otro producto estrella, y que se proyecta como el producto insignia de la agroexportación, superando incluso al café, es el espárrago. A diferencia de la alcachofa, en el 2001 el espárrago maneja cifras importantes: US\$ 159 millones de exportaciones y 184 mil toneladas producidas. Pese a que este producto se encuentra ya en etapa de madurez, las exportaciones habrían crecido 35% en el 2007, llegando a los US\$ 428 millones.

El espárrago peruano se comercializa en tres variedades: frescos (verdes, 57% de las exportaciones), en conservas (blancos, 35%), y refrigerados (8%). En espárragos frescos, nuestro país es el primer exportador a nivel mundial, mientras que es segundo en espárragos en conserva, solo por detrás de China. Cabe mencionar que el mercado presenta una segmentación clara: la exportación de espárragos frescos se dirige principalmente a Estados Unidos (67%), mientras que la de espárragos en conserva tiene como principales destinos a España y Francia (60%).

Al igual que en el caso de la alcachofa, el éxito del espárrago responde, principalmente, a los altos rendimientos que se registran en nuestro país (más de 10 TM/ha), más del doble que el promedio mundial. Este rendimiento es posible gracias a las condiciones climáticas y la calidad de los suelos, los que además permiten producir espárragos durante todo el año en los valles de Ica y La Libertad, que en su conjunto concentran más del 90% de la producción nacional.



### III. Perspectivas

A nivel mundial, el sector agrícola tradicional es altamente protegido y subsidiado, sobre todo, en países desarrollados. Por ello, los productos identificados como sensibles en acuerdos comerciales corresponden en su mayoría a la actividad agrícola tradicionalmente realizada en todos los países (p.ej: arroz, maíz, algodón, etc). En este sentido, la experiencia muestra que los acuerdos comerciales como los que actualmente se negocian tendrán un importante rol en los próximos años si los patrones de producción agrícola peruana destinada a la exportación se reorientan hacia cultivos de mayor potencialidad y rentabilidad en el marco de la competencia con países del hemisferio norte. Por ejemplo, luego de la firma del TLC con EE.UU., Chile multiplicó por 3,5 sus agro-exportaciones en 10 años y por 4,5 en 14 años, escenario que podría repetirse en caso se concrete el acceso permanente y libre de aranceles a dicho mercado, de que todo si se considera que entre 2002 y 2007 las agroexportaciones a EEUU se habrían triplicado.

La actividad agro-exportadora cuenta con condiciones de partida sumamente atractivas para un nuevo boom de inversiones destinadas a él. En este contexto, las perspectivas del sector son muy atractivas si adicionalmente se considera que el mercado mundial ha mostrado un creciente interés en los últimos años por los productos agrícolas no tradicionales que Perú exporta, en línea con nuevos hábitos de consumo más saludables y orientados hacia productos de mayor valor agregado.

Para poder obtener beneficios del entorno internacional favorable para esta actividad se requiere un trabajo conjunto del sector privado y público. En esta agenda de trabajo destacan los siguientes aspectos:

- i) La continuidad en la agenda de apertura comercial internacional que actualmente se viene desarrollando.
- ii) Lograr superar algunas barreras fitosanitarias que todavía se mantienen en la actualidad, replicando las experiencias recientemente exitosas como el lograr el acceso de cítricos peruanos a Estados Unidos. Así, se espera que en los próximos dos años se logre el ingreso de la palta al mercado estadounidense, de mangos al mercado japonés y de cítricos a China.
- iii) Potenciar los programas de reconversión desde cultivos tradicionales hacia los de agroexportación en zonas como Arequipa, Tumbes y Lambayeque, destacando el proyecto del Minag para que en el año 2008, un total de 8000 Ha. de arroz sean reconvertidas a cultivos para la agroexportación a un costo de US\$ 35 millones.

Si bien en la actualidad, el país enfrenta condiciones de infraestructura poco favorables para el desarrollo de la actividad agrícola, lo cual se refleja en el deficiente estado de la infraestructura vial, portuaria y aeroportuaria, se espera esta situación comience a revertirse paulatinamente desde el año 2008 como consecuencia de la adjudicación de la concesión de aeropuertos regionales por los próximos 25 años con inversiones superiores a los US\$ 100 millones, las mejores facilidades de acceso en carreteras (reparación, concesiones y construcción de nuevas vías), la mayor escala de operación del programa Sierra Exportadora, que paulatinamente comenzaría a alcanzar volúmenes exportables más importantes y, finalmente, la modernización de facilidades en el servicio de transporte de carga internacional por vía marítima y aérea.

En este entorno favorable para los próximos años, existen condicionantes estructurales que limitan el potencial de crecimiento del sector en el largo plazo. Estos aspectos requieren ser priorizados en el debate sobre cómo aprovechar mejor el nuevo TLC con Estados Unidos y obtener de él beneficios adicionales por sobre la actual situación de preferencias brindadas por el ATPDEA, para lo cual se requiere generar incentivos para la inversión de largo plazo en este sector. Entre los factores a ser abordados destacan: i) la aprobación de la ley de aguas y tierras (referencia para proyectos de inversión de largo plazo), ii) la escasa disponibilidad de tierras que potenciales inversionistas dispongan de una escala adecuada de nuevos proyectos, iii) reticencia para la reconversión de cultivos tradicionales, iv) falta de investigación y desarrollo genético, v) mejora en la tecnología de riego y vi) la aprobación y puesta en marcha de obras destinadas a mitigar la escasez de recursos hídricos en ciertas zonas del país.

### Rendimiento de principales cultivos agrícolas destinados a la exportación: Kg/ Ha. (2005)

Mango		Espárragos	
Perú	20,615	Perú	10,054
Brasil	12,500	Brasil	6,000
Pakistán	11,049	Pakistán	5,347
Ecuador	10,095	Ecuador	5,044
México	8,646	México	4,535
China	8,471	China	4,533
India	6,750	India	4,501
Tailandia	6,316	Tailandia	4,299
Mundo	9,023	Mundo	4,461

Caña de azúcar		Café	
Perú	122,414	Vietnam	1,542
Guatemala	95,598	Colombia	1,219
Colombia	92,920	Brasil	937
Australia	91,062	Guatemala	884
Brasil	72,847	India	838
México	70,614	Perú	721
EE UU	66,634	Uganda	705
China	66,216	Indonesia	539
Mundo	58,005	Mundo	676

Uva		Palta	
EE UU	16,881	Brasil	13,462
Sudáfrica	13,800	Israel	11,207
Perú	13,717	Colombia	10,876
Chile	12,640	México	10,153
China	12,573	Perú	9,273
México	11,611	España	7,955
Italia	11,573	EE UU	7,698
Grecia	9,449	Chile	6,520
Mundo	8,068	Mundo	7,389

Fuente: FAO.

Elaboración: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental.

## Contexto Internacional

	PBI real (%)				Inflación (% promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3.1	2.9	2.1	1.7	3.4	3.2	2.8	2.7
UEM	1.6	2.9	2.7	1.8	2.2	2.2	2.1	2.4
Japón	1.9	2.2	1.9	1.5	-0.3	0.1	0.0	0.4
China	10.4	11.1	11.4	9.9	1.8	1.5	4.8	3.8

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	31/12/2006	Set-07	Dic-07	Dic-08	31/12/2006	Set-07	Dic-07	Dic-08
EE.UU.	5.25	4.75	4.25	3.25				
UEM (\$/€)	3.50	4.00	4.00	3.75	1.32	1.35	1.47	1.40
Japón (yenes/\$)	0.25	0.50	0.50	0.75	117.00	123.00	112.00	105
China (cny/\$)	6.12	7.47	8.01	8.28	7.81	7.30	6.90	6.7

## América Latina

	PBI real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9.2	8.5	8.2	7.5	12.3	9.8	8.4	11.0
Brasil	2.9	3.7	5.2	4.6	5.7	3.1	4.5	4.5
Chile	5.7	4.0	5.2	4.7	3.7	2.6	7.8	4.3
Colombia	4.7	6.8	7.0	5.4	4.9	4.5	5.7	4.5
México	2.8	4.8	3.1	2.7	3.3	4.1	3.8	3.6
Perú	6.7	7.6	8.3	7.0	1.5	1.1	3.9	2.6
Venezuela	10.3	10.3	8.4	5.7	14.4	17.0	22.5	21.6
LATAM <sup>1</sup>	4.5	5.4	5.4	5.0	6.0	5.1	6.2	5.9
LATAM Ex-México	5.2	5.6	6.4	5.4	6.9	5.4	7.0	6.7

	Saldo sector público (% PBI)				Saldo cuenta corriente (% PBI)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1.8	1.8	1.5	2.1	3.1	3.8	2.6	0.7
Brasil	-3.1	-2.3	-2.3	-2.5	1.8	1.6	0.6	-0.5
Chile <sup>2</sup>	4.5	7.7	8.9	5.0	1.0	3.6	3.4	-0.3
Colombia	0.0	-0.8	-0.9	-1.0	-1.5	-2.1	-3.9	-4.5
México	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.7	-0.2	-0.8	-1.1
Perú	-0.3	2.1	2.9	1.2	1.4	2.8	1.4	-0.6
Venezuela <sup>2</sup>	1.6	0.0	-1.5	0.5	17.7	15.0	11.4	8.7
LATAM <sup>1</sup>	-0.7	-0.5	-0.4	-0.5	2.0	2.3	1.2	0.1
LATAM Ex-México	-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	3.4	3.5	2.0	0.5

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de interés (% fin de período)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3.01	3.06	3.14	3.23	6.4	8.9	12.20	12.7
Brasil	2.28	2.15	1.78	1.75	18.00	13.25	11.25	10.75
Chile	514	528	499	485	4.50	5.25	6.00	6.00
Colombia	2279	2261	2014	2215	6.3	6.8	9.00	9.5
México	10.69	10.88	10.86	10.85	8.0	7.0	7.44	7.5
Perú	3.43	3.21	2.98	2.90	3.25	4.50	5.00	5.75
Venezuela	2150	2150	2150	2.15	11.7	10.3	12.00	12.9





**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 15 San Isidro, T: 211-2015

www.bbvaibancocontinental.com

**Dirección Electrónica:** <http://serviciodeestudios.bbva.com>

**Servicio de Estudios Económicos**

**Director:**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe:**

**Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo**

**España: Julián Cubero**

**Análisis Sectorial: Ana Rubio**

**Europa: Miguel Jiménez**

**Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido**

**Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez**

**Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero**

**Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo**

**Argentina: Ernesto Gaba**

**Chile: Miguel Cardoso**

**Colombia: Juana Tellez**

**Perú: Hugo Perea**

**Venezuela: Alejandro Puente**

**China: Ya-Lan Liu**

**Norteamérica: Jorge Sicilia**

**Estados Unidos: Nathaniel Karp**

**México: Adolfo Albo**

**Tendencias Globales: Joaquín Vial**

**Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta**

**otras publicaciones**



Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios Económicos del BBVA Banco Continental por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.