

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2008



Entorno Global: Incertidumbre financiera, volatilidad y tensiones de liquidez

Economía se mantiene relativamente sólida, pese a desaceleración mundial

Inflación anual iniciaría gradual convergencia hacia la meta del BCRP

Banco Central enfrenta un entorno más incierto, por lo que adoptaría una actitud más cautelosa

Nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas: el caso peruano



# Índice

Fecha de Cierre: 14 de noviembre de 2008

<b>Editorial</b>	3
<b>Resumen ejecutivo</b>	4
<b>I. Entorno global</b>	6
<b>II. Entorno macroeconómico</b>	
Economía se ha mantenido relativamente sólida, pese a desaceleración mundial	9
Recuadro. Hacia la reducción de la pobreza	12
Inflación se aceleró en los últimos meses, pero iniciaría convergencia a la meta del BCR en el corto plazo	14
<b>III. Política monetaria y cambiaria</b>	
Banco Central enfrenta un entorno más incierto, por lo que adoptaría una actitud más cautelosa	15
El sol se encontraría bajo presión en los próximos meses	16
La política monetaria tiene capacidad de respuesta	16
<b>IV. Entorno financiero</b>	
No se registran mayores tensiones de liquidez en el mercado monetario	17
La expansión del crédito al sector privado se moderaría en los próximos meses	17
Recuadro. Canales de posible contagio de la crisis financiera internacional	18
<b>V. Artículo</b>	
Nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas: el caso peruano	19
<b>VI. Proyecciones</b>	22

## Han elaborado esta publicación:

Hugo Perea Flores  
Francisco Grippa Zárate  
Jasmina Bjeletic Saavedra  
María Cecilia Deza Delgado  
Javier Dorich Doig  
Rosario Sánchez Hidalgo  
Johanna Tejada Villavicencio

hperea@grupobbva.com.pe  
fgrippa@grupobbva.com.pe  
jbjeletic@grupobbva.com.pe  
mdeza@grupobbva.com.pe  
jdorich@grupobbva.com.pe  
rdpsanchez@grupobbva.com.pe  
jtejadav@afphorizonte.com.pe



## Perú: capacidad de respuesta frente a la crisis

A medida que la crisis financiera se profundiza, sus impactos sobre la actividad económica global son cada vez más sensibles, particularmente en las economías más desarrolladas. En este entorno global menos favorable, las economías emergentes, que venían resistiendo bastante bien, también empiezan a mostrar signos de desaceleración.

¿Cómo nos viene afectando la crisis? Por el lado financiero, la mayor aversión al riesgo global ha elevado los spreads para los bonos soberanos peruanos y para las líneas de crédito que consigue la banca local en el exterior, lo que ha inducido un incremento de las tasas domésticas que moderará la expansión del producto. Adicionalmente, en la medida que los mercados de financiamiento externo se mantengan poco activos y las tensiones de liquidez persistan, se espera que el flujo de inversión extranjera directa disminuya. Finalmente, el incremento en la percepción de riesgo ha inducido un proceso de liquidación de activos denominados en moneda local, presionando al alza el tipo de cambio. Esto ha llevado al Banco Central a vender dólares en el mercado cambiario para contener una mayor debilidad del sol.

Por el lado de los términos de intercambio, los menores precios de los commodities que el Perú exporta, como cobre, está generando que diversas empresas mineras anuncien la postergación de diversos proyectos. Además, los menores márgenes de utilidad que obtendrán estas empresas implicarán una caída en la recaudación tributaria. Finalmente, por el lado de la demanda externa, su debilidad está afectando a los sectores que elaboran productos de exportación con mayor valor agregado, como textiles y confecciones, sectores que son intensivos en mano de obra.

En este contexto, los indicadores adelantados para octubre y noviembre de producción manufacturera, empleo y de generación de energía sugieren que registraremos una desaceleración en la última parte del año, moderando el ritmo de expansión desde un 9,5% a uno alrededor del 7%.

¿Cuál es la capacidad de respuesta frente a la crisis y de qué depende? Dos elementos son cruciales para responder esta pregunta: (i) el punto de partida o condiciones iniciales, y (ii) la duración de la crisis. Con relación al primer punto, los indicadores de vulnerabilidad externa revelan que no hay presiones de corto plazo ni problemas de liquidez en moneda extranjera, debido en buena parte al alto nivel de reservas internacionales que acumuló el Banco Central durante los últimos años. A ello se agrega una favorable posición fiscal que da espacio para implementar políticas que apuntalen el crecimiento en caso de ser necesario y, por el lado monetario, la creación de diversos instrumentos para asegurar la normal provisión de liquidez. Finalmente, la solidez de la banca peruana, debido a sus adecuados niveles de capitalización y provisiones y baja morosidad, disminuye el riesgo de que los impactos reales se vean amplificadas por el canal financiero.

Sobre el segundo factor, si la crisis es de corta duración, digamos cuatro trimestres, el fisco podría implementar una política fiscal expansiva para mantener un ritmo de crecimiento, posiblemente superior al 6%. Pero si ésta resulta prolongada, el uso de los recursos fiscales y de las reservas internacionales deberá dosificarse para cubrir un periodo más largo. Algunos factores, como el proceso de desapalancamiento de la banca en países desarrollados, la necesidad de mayores inyecciones de capital en donde conseguirlo se torna complicado por el contexto de aversión al riesgo y el aún incipiente ajuste inmobiliario, sugieren que aún queda un buen tramo por recorrer.

Una lección importante que nos está dejando esta crisis es la necesidad de prepararse durante las épocas de bonanza para atenuar la fase de desaceleración subsecuente. La abundancia de liquidez de la primera parte de esta década infló los precios de los activos inmobiliarios y financieros, pero también los precios de los commodities. En esta ocasión, a diferencia de otras, se aprovecharon los excedentes generados para mejorar las finanzas públicas y acumular reservas, elementos que hoy nos otorgarán algún espacio de maniobra.

Si bien el entorno actual de incertidumbre y poca visibilidad sobre la magnitud de lo que vendrá exige prudencia, también demanda acciones oportunas. Esperamos que las autoridades económicas activen medidas de contingencia con la anticipación necesaria para que tengan los impactos deseados.

## Resumen ejecutivo

Desde la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en Estados Unidos a mediados de setiembre último, la aversión al riesgo se ha elevado en todo el mundo. En este contexto, se ha incrementado la preferencia por activos líquidos, lo que se ha reflejado en significativas tensiones de liquidez.

Al tiempo que las tensiones de liquidez se han acentuado, los precios de activos inmobiliarios continúan deteriorándose. Ambos factores han profundizado la crisis bancaria, impactando con más fuerza sobre los bancos con mayor exposición a estos activos, y han generado una propagación de la misma desde Estados Unidos a Europa. Así, bancos de ambas zonas económicas han venido reportando cada vez mayores pérdidas, lo que sumado a las tensiones de liquidez han derivado en un endurecimiento de las condiciones crediticias. Con ello, la actividad económica real se ha visto negativamente afectada: tanto Estados Unidos como Europa se encuentran ya en recesión.

Para enfrentar este complicado panorama, los Gobiernos y bancos centrales de las principales economías han venido implementando medidas. Entre estas medidas se encuentran la inyección de enormes cantidades de fondos líquidos en los mercados financieros con el fin de aliviar las tensiones de liquidez, el anuncio de programas basados en avales e inyecciones de capital, la elevación en algunos casos del monto de depósitos bancarios que se encuentran asegurados, y la agresiva reducción de las tasas de interés de política. Sin embargo, aunque estas medidas han moderado el pronunciado deterioro en las condiciones de los mercados, los problemas persisten.

Por ello, se espera que las principales economías desarrolladas experimenten una contracción económica en 2009. En el caso de Estados Unidos, en particular, el endurecimiento de las condiciones crediticias y el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios tendrán un impacto a la baja sobre el consumo y la inversión, lo que significará un incremento del desempleo y menores ingresos para las familias, retroalimentando la disminución de la demanda. Por el lado externo, el dólar se apreciaría debido a la preferencia de los inversionistas por activos percibidos como de menor riesgo y a que la Fed cuenta con menos espacio que otros bancos centrales para ampliar el estímulo monetario; con ello las exportaciones de este país se verían mermadas.

Las economías emergentes no han sido ajenas a estos desarrollos. Por un lado, la desaceleración del crecimiento económico mundial y la liquidación de posiciones especulativas han presionado a la baja los precios de las materias primas, registrándose caídas de precios en algunos casos superiores a 60% respecto a los niveles máximos alcanzados a mediados de 2008. Por otro lado, la mayor aversión al riesgo y la percepción de que estos países son más riesgosos han implicado la liquidación de posiciones en estas economías, causando pérdidas bursátiles, alzas en las tasas de rendimiento de los activos locales y elevaciones de los tipos de cambio. En este contexto, las economías europeas orientales han sido las más afectadas.

La economía peruana, sin embargo, se ha mantenido relativamente sólida hasta el tercer trimestre, expandiéndose alrededor de 10% en ese período. Esto se ha debido básicamente al dinamismo de los sectores no transables, entre los que destacan Construcción, Comercio, Servicios y Manufactura, y está asociado con el elevado optimismo de empresarios y consumidores y con la mayor facilidad para acceder a financiamiento, lo que ha favorecido la inversión, la generación de empleo, el aumento de los ingresos de las familias y un mayor consumo.

Aunque el panorama ha sido hasta ahora favorable, es poco probable que Perú continúe con ese ritmo de expansión; la crisis financiera internacional tendrá un impacto a la baja sobre el mismo. Estos efectos ya se han venido sintiendo e incluyen el alza del riesgo-país, las liquidaciones de posiciones en activos en moneda local (de renta fija y variable) y la depreciación del sol, y las menores facilidades para acceder a financiamiento externo. También se vienen observando alzas en las tasas de interés, lo que tendería a desincentivar el consumo y la inversión; las condiciones en el mercado de capitales tampoco son las mejores para que las empresas busquen allí los fondos que requieren, por lo que las emisiones de títulos prácticamente se han detenido.

En los próximos meses es posible que el despliegue de la crisis internacional intensifique sus impactos locales. Así, la caída de los términos de intercambio y la menor demanda externa desacelerarían las exportaciones, deteriorando las cuentas externas y el empleo en los sectores transables. Asimismo, podrían darse algunas postergaciones de proyectos de inversión, adicionales a las que ya se han empezado a dar (en particular en el sector minero, dada la fuerte caída en los precios de los metales y al encarecimiento de las fuentes de financiamiento externo).

Por otro lado, es posible que en la medida de que se empiecen a sentir localmente los impactos de la crisis externa disminuya el aún elevado optimismo de empresarios y consumidores. Si a esto se añaden las menores facilidades crediticias, se debilitarían los factores que han venido favoreciendo la expansión de los sectores productivos de bienes no transables, lo que desaceleraría a la economía.

En este contexto, será importante el espacio con el que cuentan las autoridades económicas para implementar medidas que moderen los impactos negativos originados por la crisis internacional. Por el lado fiscal, el Ministerio de Economía y Finanzas ha expresado su intención de implementar medidas con el fin de apuntalar la actividad económica en 2009 y evitar una desaceleración pronunciada. El mayor gasto fiscal estaría dirigido principalmente a inversión en infraestructura (lo que amortiguaría la desaceleración del sector Construcción), sin descuidar los programas sociales. Más aún, para lograr su propósito, el fisco podría emplear los recursos acumulados en el Fondo de Estabilización Fiscal (alrededor de 2,7% del PIB al cierre de 2008) o, incluso, emplear los demás fondos que mantiene depositados en el sistema bancario; en último caso, podría hacer uso de las líneas de crédito contingentes que le han sido extendidas por organismos multilaterales como el FMI y el BM, entre otros.

Por el lado monetario, desde setiembre el Banco Central ha venido flexibilizando sus requerimientos de encaje y ampliando sus instrumentos monetarios, buscando proveer los fondos líquidos requeridos y que la banca continúe atendiendo con normalidad la demanda de crédito. Asimismo, a pesar de que la tasa de inflación se ha venido acelerando en los últimos meses, el BCR ha preferido mantener sin cambios el nivel de la tasa de interés de referencia (la reducción de los precios internacionales de las materias primas empezaría en las próximas semanas a trasladarse a los precios de venta de bienes finales). Esto le estaría proporcionando una posición más confortable para actuar por esa vía si los impactos locales de la crisis internacional se intensifican. Finalmente, ha venido empleando las reservas internacionales para suavizar las presiones cambiarias al alza; el nivel de reservas con el que cuenta le permitirá continuar haciéndolo en los próximos meses si estas presiones recrudecen.

Tomando esto en consideración, se proyecta que la actividad económica se desacelere a alrededor de 5% en 2009 (8,9% en 2008). Esta expansión sería notable, dado el complicado entorno internacional en que se daría. En esta proyección se asume que habría una política fiscal expansiva en ese año. Sin embargo, a pesar del mayor gasto público, el resultado fiscal no se tornaría negativo (aunque se reduciría significativamente desde el 2,5% del PIB en 2008), lo que permitirá guardar los recursos ahorrados para eventualmente emplearlos en 2010 si la crisis se prolonga por más tiempo. Asimismo, se asume que el Banco Central ampliaría el estímulo monetario a través de reducciones de su tasa de interés de referencia y de flexibilizaciones en los requerimientos de encaje. Adicionalmente, el BCR continuaría empleando las reservas internacionales para suavizar la trayectoria al alza del tipo de cambio.



# I. Entorno global

## La volatilidad extrema de los mercados responde a que persisten las tensiones de liquidez y la incertidumbre financiera y económica global

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) – más conocido como el plan Paulson – con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudescer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del Tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb. y 233 pb., respectivamente. Sin embargo, sus valores máximos en los EE. UU. (464 pbs.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del Overnight Index Swap a 3 meses (OIS) – que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados – en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria, no sólo en EE.UU., sino también en otros países europeos.

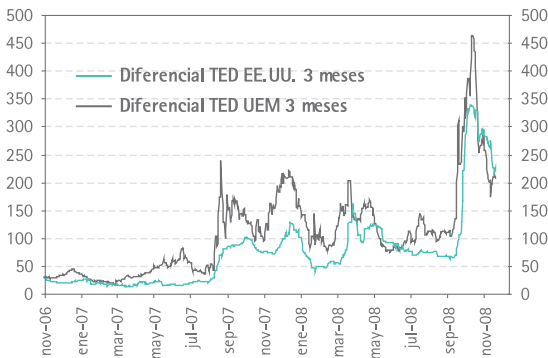
Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17% de Chile hasta el 76% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria, explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

## Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$ 300 mil millones, y aumentado en más de \$ 500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés "full allotment") con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

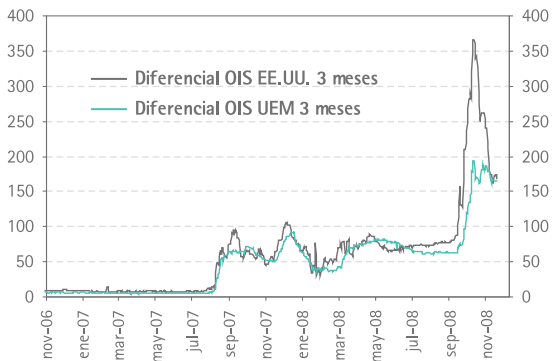
Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificada por el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

### EE.UU. vs. UEM: Indicador de tensiones de liquidez (Diferencial Letras del Tesoro – Euribor 3 meses, en pbs.)



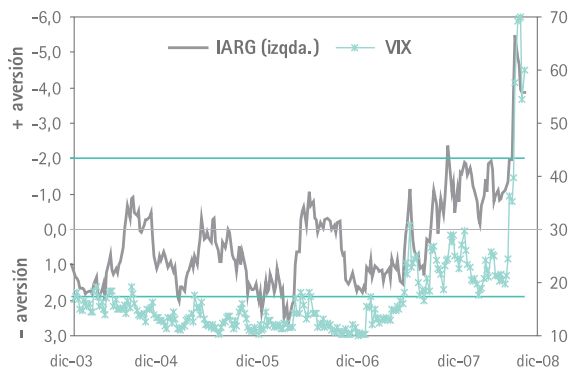
Fuente: BBVA y Bloomberg  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### EE.UU. vs. UEM: Indicador de tensiones de liquidez interbancaria (Diferencial Libor – OIS 3 meses, en pbs.)



Fuente: BBVA y Bloomberg  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### EE.UU. vs. UEM: Índice de aversión al riesgo global BBVA - IARG 64 activos: emergentes (US\$) y desarrollados (moneda local)



Fuente: BBVA  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental



A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50pb. de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, sólo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento.

## Crecimiento, inflación y tasas de interés bajos, dólar apreciándose

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán, pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento. En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU. se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

En este marco de referencia hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a mediano y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido significarán una fuerte disminución en el ingreso disponible de países en desarrollo con exportaciones e ingresos fiscales muy concentrados en algunos de ellos. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el "boom", lo que les permite enfrentar con mejor pie la actual caída de precios.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico.

### MERCADOS BURSÁTILES

		2008
EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

Fuente: Bloomberg

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

En este sentido, el BCE y la FED recortaron 50pb. hasta el 3,25% y 1%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno a 3,70% y finalizarán el año próximas a 3,40%. Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a 7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen – enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados – será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

## II. Entorno Macroeconómico

### Economía se mantiene relativamente sólida, pese a desaceleración mundial

En los primeros nueve meses del año, la actividad económica se expandió 10,1%, destacando los sectores Construcción, Comercio, Servicios y Manufactura. El sólido avance de la economía peruana se dio en un contexto de elevado optimismo por parte de consumidores y empresarios y de mayor facilidad de acceso al financiamiento, lo que se ha traducido en mayor inversión, mayor empleo (y de mejor calidad), mayores ingresos para las familias y, así, mayor consumo.

### Actividad tendería a moderarse en próximos trimestres

Sin embargo, en línea con el actual panorama internacional y con el que se espera para los próximos trimestres, las tasas de crecimiento del PIB tenderían a moderarse en lo que queda de 2008 y en el año 2009. En general, ello estaría asociado con:

- la profundización de la crisis financiera internacional y la magnitud y rapidez de su propagación hacia el sector real. Esto implicaría una mayor reducción de los términos de intercambio, la disminución de la demanda externa, y un menor flujo de inversión extranjera directa respecto a los niveles de años anteriores;
- una moderación en las tasas de crecimiento del crédito bancario al sector privado. En un entorno en el que las facilidades para acceder al financiamiento externo se han reducido, el costo del mismo se elevaría, lo que sería trasladado al demandante de crédito; y
- una moderación del aún elevado optimismo de los agentes económicos, en particular de los empresarios.

En este contexto, la economía crecería en 2008 alrededor de 9%, dado el impulso que hasta el momento ha mantenido. Los impactos de la crisis empezarían a sentirse con más fuerza en 2009, año en el que se registraría una desaceleración en el ritmo de expansión de la economía, el que estimamos en alrededor de 5%.

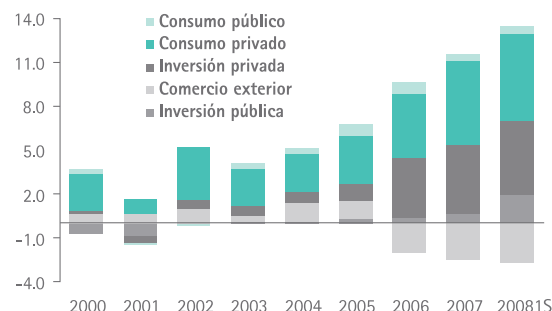
### Construcción: principal impulso de la actividad económica

El menor crecimiento de la economía se produciría principalmente en los sectores productivos que dependen en mayor medida de la demanda externa. Por ello, se espera que en 2009 los sectores que impulsen a la economía sean, como viene ocurriendo en 2008, los más ligados a la demanda doméstica, entre los que destacaría Construcción. Si bien es cierto que este sector registraría una importante desaceleración en 2009, se estima que ésta se modere con la política fiscal contracíclica que se implementaría en el mismo año, tanto a través de una mayor inversión en infraestructura como del impulso de proyectos habitacionales para los sectores de menos recursos. A esto se añade que, aunque es factible que las tasas de interés de los préstamos hipotecarios se mantengan elevadas, es posible que haya cierta compensación a través de menores costos de materiales de construcción, con lo que el aumento de precios de los inmuebles se moderaría.

### Inversión se mantendría como el motor de la economía

Por el lado de la demanda, en 2009 el consumo privado mostraría desaceleración en relación con el dinamismo de trimestres anteriores, creciendo por debajo de la tasa a la que se ha venido expandiendo la capacidad productiva de la economía (estimada entre 7% - 7,5%). Ello estaría vinculado con (i) una disminución en el ritmo de expansión del empleo, (ii) un endurecimiento de las condiciones crediticias, y (iii) un menor optimismo de las familias.

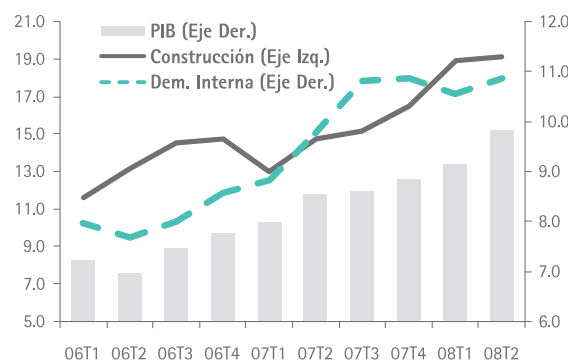
### Contribución al crecimiento: demanda agregada (puntos porcentuales)



Fuente: BCRP

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### Construcción, demanda interna y PIB (var. % interanual - promedio móvil 4 trimestres)



Fuente: BCRP

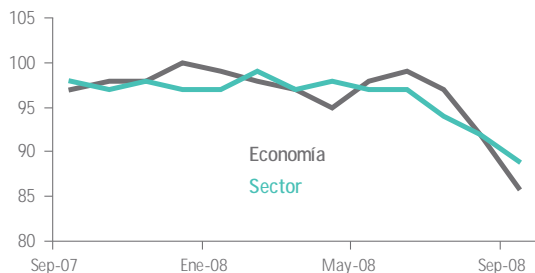
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### Demanda agregada real: últimos datos trimestrales

(var. % interanual)	III-07	IV-07	I-08	II-08
Consumo total	7,4	8,6	8,2	8,6
Privado	8,0	9,0	8,3	9,0
Público	3,1	6,3	7,1	5,5
Formación Bruta de Capital Fijo	27,9	23,1	22,9	35,8
Privada	29,5	20,9	19,0	32,6
Pública	18,3	31,7	67,1	59,9
<b>Demanda Interna</b>	<b>13,4</b>	<b>11,7</b>	<b>11,2</b>	<b>13,8</b>
Exportaciones de Bienes y Servicios	10,0	6,1	13,0	11,5
Importaciones de Bienes y Servicios	33,0	14,9	20,0	26,8
<b>PBI</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>10,9</b>

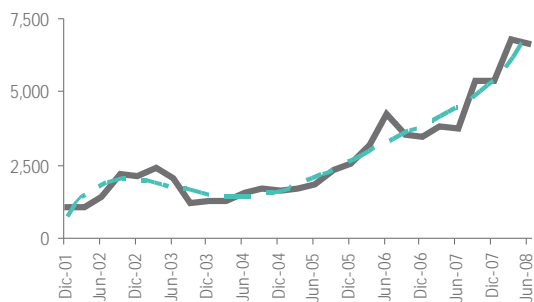
### Expectativas empresariales para los siguientes meses

(% que espera que la situación sea igual o mejor)



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### Inversión Extranjera Directa (Suma móvil doce meses - millones de US\$)



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Por el lado de la inversión privada, su crecimiento durante 2008 ha sido significativo y se espera que al finalizar el año haya avanzado en 23%. Para 2009 se espera una expansión menor a la de los últimos años. En general, el complicado panorama internacional influiría sobre el optimismo de los empresarios, el que se moderaría, y sobre las condiciones crediticias, las que serían menos favorables. En el caso particular de los flujos proyectados de Inversión Extranjera Directa (IED), que representan alrededor de 25% de la inversión privada, en 2009 serían menores pues se mantendría elevada la percepción de riesgo en las economías emergentes y sus fuentes de financiamiento, externas en parte importante, estarían restringidas. El impacto a la baja podría ser menos pronunciado, sin embargo, si se toma en cuenta que alrededor de 80% de la IED es financiada internamente a través de la reinversión de utilidades.

El crecimiento de la inversión privada estaría asociado, por ejemplo, con los proyectos mineros y de hidrocarburos que ya están en marcha y que presentan bajos costos de producción, por lo que serían rentables a pesar de la caída de las cotizaciones internacionales de los productos que se extraerían. De esta forma, se esperan inversiones en tareas de exploración y preparaciones para la fase extractiva en proyectos mineros como Toromocho, Antapaccay, Río Blanco, Tía María, entre otros, y en proyectos de hidrocarburos como Camisea II, Lote 67 y Lote Z1.

Es importante mencionar que en este sector se han hecho algunos anuncios de postergaciones en la ejecución de proyectos. Sin embargo, éstos últimos se encontrarían principalmente en fases incipientes y no habrían entrado en operación sino hasta dentro de tres o cuatro años, por lo que no habría impactos significativos a la baja sobre la producción proyectada para el corto plazo ni sobre la inversión. Por otro lado, no se puede descartar que algunas otras inversiones se vayan tornando no rentables en la medida de que se den mayores dificultades para acceder a financiamiento o que las caídas de las cotizaciones internacionales de las materias primas sean más pronunciadas aún. Por ello, estos proyectos podrían postergarse o paralizarse, en particular los que pertenecen a empresas junior u otros en los que simplemente se esperaría a que la incertidumbre sobre el entorno global se disipe un poco.

En cuanto a los demás sectores, se esperan importantes inversiones en infraestructura, como telecomunicaciones y energía. En este último caso destacan las de generación, que ampliarían la potencia efectiva del parque energético peruano en más de 10%. En el sector comercio también continuarían las inversiones, buscando incrementar la aún baja penetración en los mercados. En el sector inmobiliario se espera que se ejecuten proyectos residenciales, de oficinas y centros comerciales, atractivos considerando la demanda insatisfecha, los que serían inaugurados en los próximos dos años. Es importante destacar que en estos otros sectores no se han dado mayores anuncios de postergación de inversiones.

Dado este panorama, la inversión privada cerraría el año 2009 con un crecimiento de alrededor de 6%.

### Demanda agregada real: datos anuales

(var. % interanual)	2006	2007	2008(e)	2009(e)
Consumo total	6,5	7,9	7,7	4,8
Privado	6,2	8,3	8,1	5,0
Público	8,7	4,8	4,5	3,5
Formación Bruta de Capital Fijo	18,9	22,7	25,5	8,2
Privada	20,1	23,2	23,0	5,9
Pública	12,7	19,7	40,0	20,0
<b>Demanda Interna</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>7,0</b>
Exportaciones de Bienes y Servicios	1,2	5,4	11,4	2,0
Importaciones de Bienes y Servicios	12,6	18,8	25,0	11,0
<b>PBI</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>5,0</b>

## La posición fiscal sería expansiva para apuntalar el crecimiento de la economía, a pesar de lo cual no se incurriría en déficit

Al cierre de 2008 se espera que el resultado económico anual del Sector Público No Financiero sea positivo (alrededor de 2,5% del PIB), con lo que se mantendría la tendencia iniciada en 2006. Se espera que en 2009 el balance fiscal sea menor, alcanzando 0,1% del PIB.

El resultado de 2009 se daría en un contexto en el que (i) los ingresos fiscales se moderarían, asociado con las menores cotizaciones de las materias primas exportadas y con el menor dinamismo de la demanda doméstica; y (ii) el Estado expandiría el gasto público, principalmente inversión en infraestructura y programas sociales, para apuntalar la economía ante la desaceleración económica mundial.

Dado que el resultado fiscal para 2009 se proyecta positivo y que, adicionalmente, se cuenta con fuentes de financiamiento ya aseguradas, será posible en ese año que el Estado cumpla con la amortización de la deuda pública sin tener que recurrir a sus fondos ahorrados. Así, la política fiscal expansiva que se implementaría en 2009 no implicaría tener que emplear los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF, por alrededor de US\$ 3 mil millones al cierre de 2008, equivalente a 2,7% del PIB). Con ello, el fisco continuaría disponiendo de fondos que podrían utilizarse en la eventualidad de que 2010 también sea un año complicado.

## Moderación en las cuentas externas

En los últimos trimestres, las cuentas externas han venido revirtiendo la tendencia positiva observada en los últimos años. Este comportamiento ha estado relacionado con el mayor dinamismo de las importaciones, dada la expansión de la demanda doméstica, frente al de las exportaciones. Así, para 2008 se espera que la cuenta corriente de la balanza de pagos sea negativa, resultado que se encontraría en un nivel sostenible en la medida que sería financiado con el influjo de capitales privados dirigidos principalmente a proyectos de inversión de largo plazo.

Para 2009, y en línea con la desaceleración mundial prevista, lo que generaría una moderación de la demanda externa y menores términos de intercambio, se espera que el resultado de la cuenta corriente se deteriore un poco más.

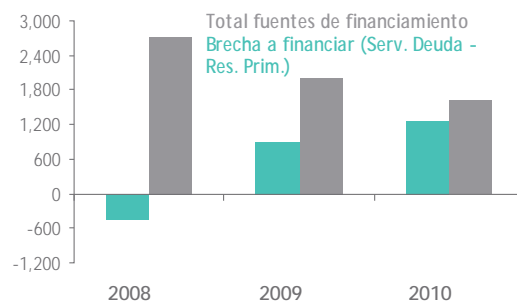
## Riesgos para la actividad económica

El principal riesgo al que se enfrenta la economía en los próximos trimestres es una mayor profundización de la crisis financiera internacional y su propagación a zonas económicas hasta donde todavía no había llegado con fuerza, como es el caso de América del Sur. Con ello, el efecto a la baja sobre la demanda externa sería mayor; algo similar ocurriría con los precios de las materias primas exportadas y con las facilidades de financiamiento. En este eventual escenario, el impacto a la baja sobre la inversión y el empleo sería mayor, y así, sobre el consumo privado.

Para moderar los impactos negativos sobre la economía, el Estado podría implementar una política fiscal aún más expansiva, para lo que podría emplear en última instancia parte de los fondos que mantiene depositados en el sistema bancario, que incluyen los recursos del FEF, y que en total ascienden a alrededor de US\$ 15 mil millones. Adicionalmente podría recurrir a las líneas de contingencia que organismos multilaterales como el FMI, el Banco Mundial o la CAF han puesto a su disposición.

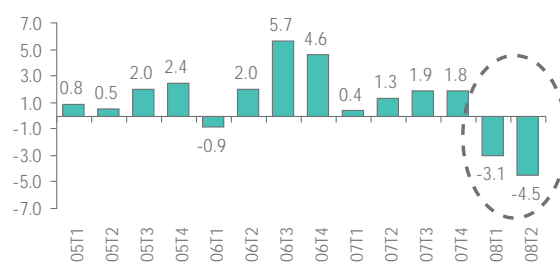
Un segundo riesgo es que los efectos de la crisis internacional sean más prolongados, lo que podría implicar una moderación en el estímulo fiscal en 2009 para poder impulsar la economía también en 2010.

## Brecha a financiar\* y fuentes de financiamiento internas y externas: 2008/10 (Millones de US\$)



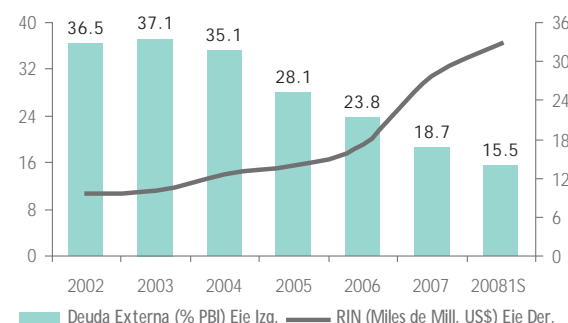
(\* Signo negativo indica acumulación de recursos  
Fuente: MEF y Estimaciones del SEE BBVA Banco Continental  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

## Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

## RIN y Deuda pública externa



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental



## Recuadro. Hacia la reducción de la pobreza

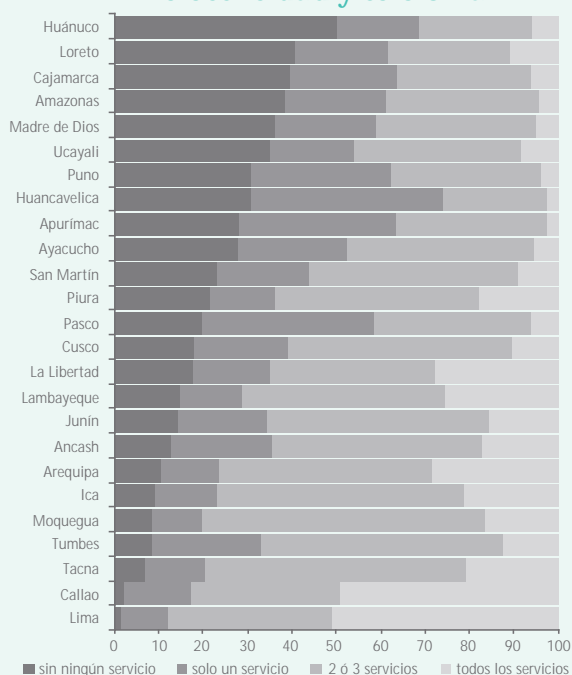
De acuerdo con el INEI, la pobreza estructural en Perú se ha reducido significativamente en los últimos años<sup>1</sup>. Así, entre 2004 y 2007 se ha logrado disminuir el nivel de pobreza de 48,6% de la población a 39,3%. Este resultado es consistente con el crecimiento económico del país en los últimos años, el mismo que ha favorecido el aumento del empleo formal y las transferencias del sector público, incrementándose así el ingreso y mejorando las condiciones de vida de los hogares.

Sin embargo, a pesar del buen desempeño en términos agregados, el proceso actual de disminución de la pobreza presenta ciertas falencias, entre las que destacan: i) las limitantes estructurales para reducir la pobreza, medido en términos de la infraestructura a la que se tiene acceso; ii) la desigualdad geográfica en el ritmo de reducción la pobreza y iii) las debilidades que continúan enfrentando los programas sociales de alivio de la pobreza.

En primer lugar, es importante precisar que la pobreza no sólo puede ser medida en términos de un ingreso referencial o de la cobertura de un nivel de consumo; entre otras metodologías, también puede ser evaluada en función al acceso a servicios básicos de calidad y de las oportunidades que tiene una población.

Así, por ejemplo, la construcción de una carretera cercana a zonas rurales implica no sólo el acceso a nuevos mercados y mejores precios para la zona sino también el acceso a servicios básicos como salud, educación, energía y telecomunicaciones. De este modo, mejora el nivel de vida de dicha población y se incrementan sus oportunidades de desarrollo, lo que tiende a reducir la pobreza.

### Acceso a servicios de agua, alcantarillado, electricidad y telefonía



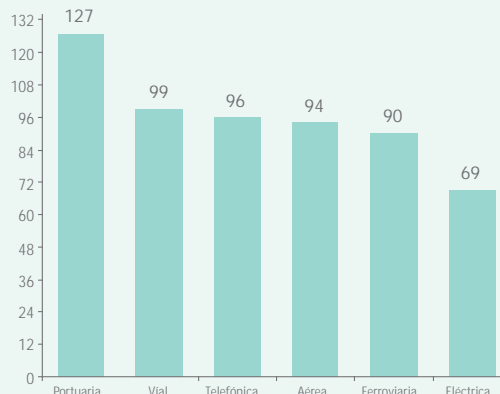
Fuente: INEI, ENAHO 2007

En esta línea, en Perú se observa que aún subsiste un limitado acceso a los servicios básicos. Según datos de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO), el rezago a nivel departamental es significativo. Así, por ejemplo, en Huánuco el 50% de la población no tiene acceso a ningún servicio; en Huancavelica sólo el 43% tendría acceso a algún servicio; en Moquegua y Tacna sólo el 64% y 59%, respectivamente, tiene acceso a dos o más servicios básicos; y -fuera de Lima (51%) y Callao (49%)- menos de un tercio de la población accede a todos los servicios.

De esta manera, la infraestructura en el país se encuentra todavía bastante lejos de lo ideal; de acuerdo con estadísticas del World

Economic Forum (WEF), Perú se ubica en las últimas posiciones en el ranking de calidad de infraestructura a nivel mundial en casi todas las ramas (la infraestructura eléctrica se sitúa algo mejor que lo demás).

### Calidad de la infraestructura (ranking respecto de 134 países)



Fuente: World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2008-2009

A nivel de América Latina, según los indicadores del WEF, Perú es el segundo, de 12 países, con el mayor déficit de infraestructura: el primero es Bolivia y el último es Chile. Sin embargo, también se debe indicar que Perú es considerado el cuarto destino más atractivo en la región para invertir en infraestructura (después de Chile, Brasil y Colombia), lo cual representa una oportunidad para la reducción de las brechas de infraestructura y, con ello, también para la reducción de los niveles de pobreza y desigualdad en el país.<sup>2</sup>

En segundo lugar, se observa que la velocidad de reducción de la pobreza no ha sido homogénea en términos geográficos. En este sentido, el grueso de la disminución se ha dado en áreas urbanas, así como en los departamentos de la Costa, por lo que los niveles de pobreza en las áreas rurales de la Sierra y Selva son todavía elevados (73% y 55%, respectivamente). De igual modo, mientras que en la Costa la incidencia de pobres extremos representa el 2% de la población, en la Selva representa 18% y en la Sierra 29%. Esta situación podría estar relacionada con el hecho que las actividades económicas que más han crecido en los últimos años y que son más intensivas en mano de obra están ubicadas en la Costa (agroindustria, por ejemplo), generando más empleo e incrementando el ingreso de las familias.

### Incidencia de la pobreza según ámbitos geográficos (porcentaje del total de población)

		2004	2007	Reducción
<b>Total</b>		48.6	39.3	9.3
<b>Área</b>	Urbana	37.1	25.7	11.4
	Rural	69.8	64.6	5.2
<b>Región natural</b>	Costa	35.1	22.6	12.5
	Sierra	64.7	60.1	4.6
	Selva	57.7	48.4	9.3
<b>Dominios geográficos</b>	Costa urbana	37.1	25.1	12
	Costa rural	51.2	38.1	13.1
	Sierra urbana	44.8	36.3	8.5
	Sierra rural	75.8	73.3	2.5
	Selva urbana	50.4	40.3	10.1
	Selva rural	63.8	55.3	8.5
	Lima Metropolitana	30.9	18.5	12.4

Fuente: INEI - ENAHO: 2004, 2007

En tercer lugar, se debe considerar que parte de la reducción de la pobreza responde al efecto redistributivo de los programas sociales. Sin embargo, el gasto en programas de lucha contra la pobreza es poco significativo, especialmente considerando la magnitud del problema.

En este sentido, el gasto en programas sociales representa alrededor de 8,5% del PBI, que se distribuye en educación (3% del PBI), salud (1,5%) y protección social (4%). Este último rubro se descompone en obligaciones previsionales y programas de alivio de la pobreza. Dado que cerca del 85% se destina al pago de pensiones, lo destinado a programas de lucha contra la pobreza llega a ser menos de 1% del PBI<sup>3</sup>.

Más aún, parte de estos fondos se pierden debido a fallas de focalización, de intervenciones desarticuladas y de carencia de adecuados sistemas de monitoreo y evaluación. Así, de acuerdo con la ENAHO, el nivel de filtración en los comedores populares (atención a beneficiarios que no son pobres) asciende a 45% de la población objetivo, mientras que el nivel de subcobertura (población objetivo que no es beneficiaria) asciende a 98%.

### Errores en la focalización de programas sociales (a nivel nacional)

Filtraciones (%)	
Seguro integral de salud	29.4
Vaso de leche	41.6
Comedores populares	45.1
Desayunos y almuerzos escolares	31.3
Subcobertura de pobres (%)	
Seguro integral de salud	66.3
Vaso de leche	73.8
Comedores populares	97.7
Desayunos y almuerzos escolares	54.9

Fuente: INEI, ENAHO 2007

Por ello, se hace necesario potenciar estos programas, tanto en términos de fondos como en eficiencia. En este sentido, el Estado se ha trazado como meta para 2011, entre otras cosas, lograr el funcionamiento coordinado de los programas sociales y diseñar un adecuado proceso de descentralización, así como cubrir las brechas de subcobertura en salud, educación y nutrición. Para alcanzar esta meta, existen ya algunas iniciativas, entre las que destaca la organización del sistema de políticas sociales en función a tres ejes: (i) el desarrollo de capacidades humanas (educación, salud, nutrición, saneamiento e identidad), (ii) la generación de oportunidades económicas (empleo, infraestructura básica) y (iii) la protección social. Asimismo, también se están realizando esfuerzos para fortalecer los sistemas de seguimiento y evaluación, entre los que se cuentan el Sistema de Focalización de Hogares (SISFOH), el Presupuesto por Resultados y las iniciativas para elaborar el Registro Único de Beneficiarios de los programas sociales.

En suma, son destacables los avances observados en los últimos años en términos de reducción de la pobreza. Si la economía mantuviera el sostenido crecimiento que ha venido exhibiendo en los últimos años, la pobreza podría reducirse significativamente. Así, estimaciones realizadas con cifras a 2007 indicaban que si la economía crecía durante los próximos años a un ritmo de alrededor de 7,5% anual, la pobreza en el año 2011 podría descender hasta el 30% de la población, con lo que se cumpliría la meta propuesta por el Gobierno. Sin embargo, el actual panorama internacional plantea nuevos retos para alcanzar dicha meta. Para lograrla es de suma importancia corregir las fallas y reforzar los programas sociales de tal manera que se pueda asegurar que las ganancias hasta ahora obtenidas en la reducción de la pobreza sean permanentes y que puedan alcanzar también a las poblaciones de la Sierra y Selva del país.

<sup>1</sup> Se define como pobreza a la condición en la que los miembros de un hogar tienen un nivel de bienestar inferior a un mínimo socialmente aceptado. Esto puede definirse según la satisfacción de necesidades básicas (pobreza estructural), la capacidad adquisitiva (pobreza monetaria) o la propia apreciación (pobreza subjetiva).

<sup>2</sup> Esta aparente contradicción, de registrar un alto déficit de infraestructura y ser uno de los destinos de inversión más atractivos, está relacionada con los avances que el país ha logrado en otros campos y que favorecen a la inversión privada.

<sup>3</sup> La red de intervenciones sociales puede agruparse en programas orientados a: i) la asistencia alimentaria, ii) los fondos sociales, iii) el empleo temporal, y iv) las transferencias condicionadas.

Johanna Tejada  
jtejadav@afphorizonte.com.pe



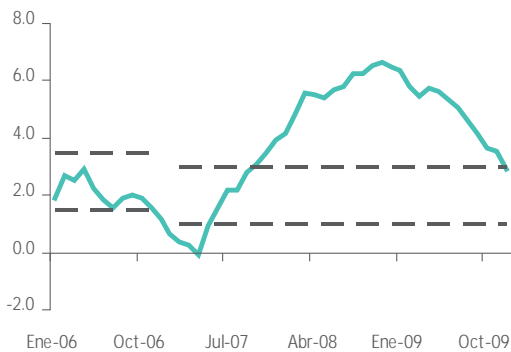
## IPC General (var. % 12 meses)

Grupos de Consumo	Ponderación	Oct. 08	12 meses
1. Alimentos y Bebidas	47.5	0.52	9.45
<i>Dentro del Hogar</i>	35.5	0.46	9.84
<i>Fuera del Hogar</i>	12.0	0.71	8.25
2. Vestido y Calzado	7.5	0.31	3.29
3. Alquiler de la Viv., Comb. y Elec.	8.8	2.06	2.95
<i>Combustibles (uso doméstico)</i>	2.5	0.97	5.40
4. Muebles y Enseres	4.9	0.76	3.50
5. Cuid. y Conserv. de Salud	2.9	0.49	2.81
6. Transportes y Comunic.	12.4	0.53	5.99
<i>Combustibles (uso vehicular)</i>	1.5	0.04	6.54
7. Enseñanza y Cultura	8.8	0.05	2.98
8. Otros Bienes y Servicios	7.0	0.40	3.31
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>100.0</b>	<b>0.61</b>	<b>6.54</b>
<i>Memo: Combustibles</i>	<i>3.9</i>	<i>0.62</i>	<i>5.83</i>

Fuente: INEI

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

## Proyección de inflación: 2008/9 (var. % interanual)



Fuente: INEI

Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

## Inflación

### Inflación se aceleró en los últimos meses

Al cierre del mes de octubre, la tasa de inflación en términos interanuales se ubicó en 6,5%, con lo que se mantiene por encima de la meta de inflación del Banco Central (2%, +/- 1pp). Esta tasa se ha acelerado en los últimos meses, luego de un período de relativa estabilidad entre abril y junio.

La dinámica de la inflación se ha mantenido principalmente vinculada al incremento de precios de los bienes dentro del grupo Alimentos y Bebidas (9,5% a/a), cuya incidencia en la inflación total es 70% (4,5 pp.). Entre los alimentos que registran una mayor variación en sus precios destacan:

- productos alimenticios elaborados con insumos importados, los que se han visto afectados por el mayor precio internacional de los cereales (trigo, maíz y soya). En este grupo se ubican pan y fideos (fabricados con trigo), aceite y margarina (fabricados con soya), carnes de pollo, res y cerdo (animales alimentados con maíz y soya). La participación de estos productos alimenticios elaborados con insumos importados es de 18% dentro del IPC y sus precios se incrementaron en 12% en términos interanuales.
- productos agrícolas en general (frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos), cuyos precios se incrementaron debido a los mayores costos en fertilizantes y transporte (por el incremento del precio internacional del petróleo). Adicionalmente, se registró disminuciones en la producción de ciertos bienes agrícolas (ej. limón) debido a que los agricultores vienen sustituyendo cultivos hacia alternativas más rentables, en particular hacia productos destinados a la exportación (espárrago, alcachofa, páprika, mango, entre otros). La participación de los bienes agrícolas es de 8% en el IPC y sus precios se incrementaron en 9% en términos interanuales.

En este contexto, las expectativas de inflación de corto y medio plazo se encuentran desviadas del rango meta.

### Perspectivas para 2008 y 2009: convergencia a la meta de inflación

La proyección de inflación para 2008 es 6,5% y habría una convergencia gradual hacia la meta de inflación durante 2009. Este escenario asume que:

- el efecto inflacionario de las alzas de precios de los insumos alimenticios importados (trigo, maíz y soya) y de los combustibles (afectados por la cotización internacional del petróleo) tendería a disiparse o incluso revertirse parcialmente debido al reciente ajuste en los precios de estos productos. De esta manera, en promedio, los precios de estos productos, que representan 16% de la canasta de consumo, retrocederían 2%; mientras que el resto de la canasta (incluyendo el componente subyacente) avanzaría 3,8% debido a que las expectativas de inflación se ajustarían de manera muy gradual a la baja y a que, dada la relativamente alta inflación de 2008, podrían haber algunas presiones en la renegociación salarial de 2009
- la actividad económica se desaceleraría en 2009. De esta manera, una eventual presión inflacionaria por el lado de la demanda es menos probable.

Finalmente, cabe señalar que la proyección de inflación para 2009 tiene un sesgo a la baja, lo que se explica por el deterioro del sistema financiero y de la actividad económica a nivel internacional; ello podría tener efectos a la baja sobre los términos de intercambio y la demanda externa, y, eventualmente, sobre el consumo y la inversión (demanda doméstica). En este escenario, las expectativas de inflación tenderían a ajustarse más rápidamente hacia niveles dentro del rango meta del Banco Central.

## Precios: últimos datos mensuales

(var. % interanual)	Jul-08	Ago-08	Sep-08	Oct-08
Índice de Precios al Consumidor-IPC	5,79	6,27	6,22	6,54
Índice de Productos Transables	6,02	6,02	5,95	5,94
Índice de Productos No Transables	5,61	6,45	6,41	6,95
Índice Subyacente	4,84	5,10	5,27	5,50
Índice de Precios al Consumidor – Importado*	9,04	8,52	5,24	n.d.
Índice de Precios al por Mayor-IPM	9,17	9,98	10,65	10,87
Índice de Precios-Maquinaria y Equipo	-3,1	-2,8	-0,51	3,79
Índice de Precios-Materiales de Construcción	18,2	16,5	16,70	14,43

\* La inflación importada considera los bienes cuyos precios están asociados a insumos importados (trigo, maíz, soya, petróleo). Comprende principalmente alimentos y combustibles.

### III. Política monetaria y cambiaria

#### Banco Central enfrenta un entorno más incierto, por lo que adoptaría una actitud más cautelosa

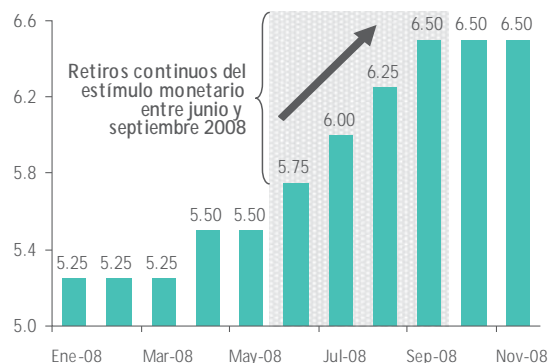
Durante el año, el Banco Central (BCR) ha venido retirando el estímulo monetario, tanto a través de elevaciones de la tasa de interés de referencia como de aumentos de las tasas de encaje en soles y dólares. Esto se dio en un contexto en que la tasa de inflación interanual ha venido registrando una tendencia creciente, principalmente asociada a persistentes alzas en los precios de alimentos, lo que la ha ubicado en lo que va de 2008 por encima de la meta de inflación (2%, +/- 1pp). Dado el carácter básicamente importado o de oferta del aumento de la inflación, las medidas del BCR se podrían entender como preventivas, buscando evitar que la creciente tendencia inflacionaria se transmita a las expectativas de inflación o que los incrementos de precios de alimentos se propaguen a los demás precios de la economía.

A pesar de estas medidas preventivas, el constante aumento de la inflación ha tenido un impacto al alza sobre las expectativas de inflación, inclusive sobre las de medio plazo (2010), y éstas se ubican por encima de la meta del BCR. Asimismo, se han venido dando incrementos de precios en grupos de bienes no ligados a alimentos: los precios de los bienes de cinco de los ocho grupos de consumo que conforman el IPC (alrededor de 80% del mismo) se elevaron en términos interanuales (a octubre) en más de 3,0%. A esto se añade que las tasas de interés reales no registran mayores aumentos y que el consumo privado y la demanda doméstica mantienen en lo que va del año una sostenida expansión. En este contexto, habría espacio para que el Banco Central continúe reduciendo el estímulo monetario.

El Banco Central, sin embargo, ha mantenido su tasa de interés de política en 6,50% desde setiembre a la fecha y ha flexibilizado los requerimientos de encaje. Al parecer, se estaría tomando en cuenta, por un lado, que el principal factor que generó la aceleración de la inflación en 2008 se estaría disipando: los precios internacionales de los insumos alimenticios y del petróleo han descendido y se espera que, dado este poco favorable entorno internacional, no registren mayores alzas en 2009; esta disminución de los precios internacionales de las materias primas debería empezar a trasladarse a los precios de venta de bienes finales en las próximas semanas. Con ello, las expectativas de inflación tenderían a descender, mitigando la generalización en los aumentos de precios. Por otro lado, existe el riesgo de que el panorama internacional se deteriore aún más, incrementándose los impactos negativos sobre los mercados y actividad económica locales. Este contexto sugiere la adopción de una actitud más cautelosa.

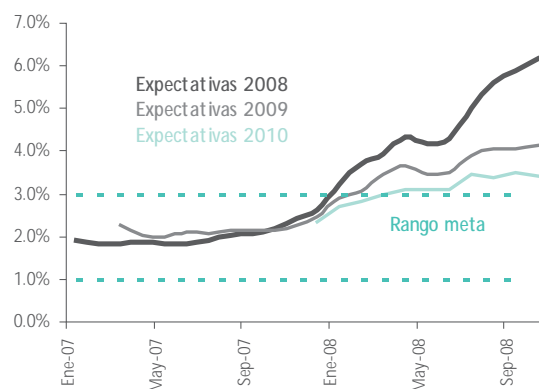
De esta manera, en las últimas reuniones el BCR ha venido balanceando las mayores presiones inflacionarias con el riesgo cada vez más elevado que representa el entorno internacional. Así, una restricción monetaria podría dejar al Banco Central en una posición menos cómoda para hacer frente a una eventual mayor desaceleración de la economía en 2009. En este sentido, y en la medida de que la inflación ceda, es probable que se realice en 2009 cierta flexibilización en la posición monetaria, en línea con lo que sugiere la Nota Informativa del Programa Monetario de noviembre. Esta flexibilización se efectuaría a través de una reducción de la tasa de interés de referencia o de menores requerimientos de encaje.

#### Tasa de interés de referencia del Banco Central: 2008 (en %)



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

#### Expectativas de inflación de corto y medio plazo (Var. % 12 meses)

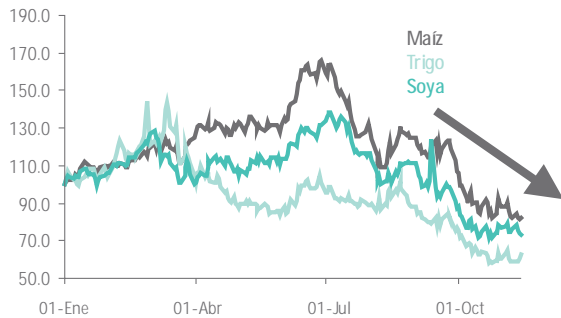


Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

#### Moneda y crédito bancario: últimos datos mensuales

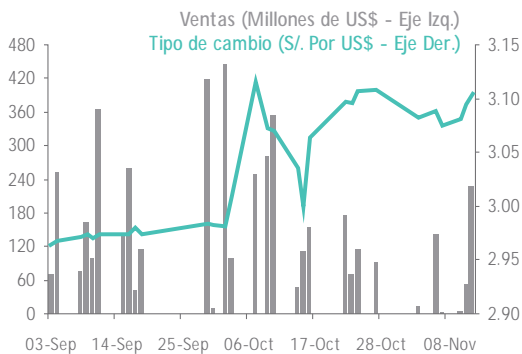
(Var. % interanual)	Jul-08	Ago-08	Set-08	Oct-08
Tipo de Cambio Interbancario Venta (Promedio, S/. por \$)	2,850	2,896	2,968	3,082
Emisión Primaria (Fin de Período)	42,9	39,3	37,8	36,8
Liquidez Total	28,6	32,3	32,1	-
Liquidez ME / Liquidez Total (%)	38,4	38,8	42,8	-
Reservas internacionales (m.M. \$)	34,843	34,917	34,701	31,933
Tasa de Interés Interbancaria en MN (%)	5,9	6,2	6,4	6,6
Tasa de Interés Interbancaria en ME (%)	2,5	4,9	2,6	3,2
Crédito al Sector Privado en MN	41,1	44,3	39,7	-
Crédito al Sector Privado en ME	30,1	30,4	27,9	-
Tasa de Morosidad (%)	1,22	1,21	1,19	-

**Precios internacionales de commodities agrícolas (Índice 01/01/08= 100)**



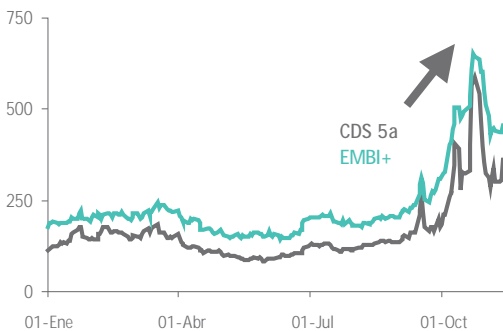
Fuente: Bloomberg  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Tipo de cambio diario e intervenciones cambiarias del Banco Central: sept. /nov. 08**



Fuente: BCRP y Bloomberg  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Perú: EMBI+ y CDS a 5 años – Año 2008 (puntos básicos)**



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**El sol se encontraría bajo presión en los próximos meses**

Desde abril, el tipo de cambio ha registrado una tendencia al alza. Esta tendencia reflejó al principio los efectos de las medidas que adoptó el Banco Central en la primera parte de 2008 para dificultar el ingreso de capitales de corto plazo e incentivar su salida; luego ha reflejado principalmente la mayor aversión al riesgo de los inversionistas.

La mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales está asociada con la profundización de la crisis financiera en Estados Unidos y la propagación de la misma al sector real y a otras zonas económicas del mundo. Ello ha motivado que, por un lado, se incremente la preferencia por activos percibidos como de menor riesgo y mayor liquidez, y, por otro, que la percepción de riesgo de las economías emergentes se eleve. La consecuente menor demanda de activos en soles se ha traducido en presiones al alza sobre el tipo de cambio, las que en el mercado forward de dólares han significado el aumento de operaciones de ventas netas forward (desde el punto de vista de la banca), así como de vencimientos de compras netas de non-delivery forwards.

En esta coyuntura internacional menos favorable, el Banco Central ha intervenido en el mercado cambiario para moderar las fluctuaciones en el mismo. Así, desde setiembre se ha observado un significativo incremento del riesgo-país y presiones al alza sobre el tipo de cambio, por lo que el BCR vendió US\$ 5,3 mil millones (entre fines de junio y principios de julio vendió US\$ 0,3 mil millones, mientras que entre enero y abril compró US\$ 8,7 mil millones).

Dada la incertidumbre sobre el desarrollo de la crisis internacional, es muy probable que en el corto plazo el tipo de cambio se muestre volátil, entorno en el que el BCR continuaría interviniendo en el mercado cambiario para moderar fluctuaciones significativas. Así, el tipo de cambio cerraría el año 2008 en S/. 3,10, similar a sus niveles actuales. Para 2009, en línea con i) una mayor profundización y despliegue de la crisis financiera (que mantendría la percepción de mayor riesgo hacia las economías emergentes) y ii) el deterioro de la cuenta corriente, asociado a la caída de los términos de intercambio y a la menor demanda externa, se espera una depreciación del sol similar a la registrada en el periodo septiembre-noviembre de 2008 (5%, aproximadamente), en un contexto en el que el BCR seguiría interviniendo en el mercado para mitigar fluctuaciones cambiarias bruscas. De este modo, se espera que el tipo de cambio al cierre de 2009 se sitúe alrededor de S/. 3,25 por dólar.

**La política monetaria tiene capacidad de respuesta**

Una profundización y mayor despliegue de la crisis internacional podría impactar sobre Perú, entre otras vías, a través de:

- (i) una mayor liquidación de posiciones en activos de renta fija y variable en soles, lo que tendría un impacto al alza sobre el tipo de cambio;
- (ii) un aumento más significativo del costo de las líneas de crédito del exterior de corto plazo (los bancos tienen US\$ 2,4 mil millones en este tipo de adeudados) o un eventual recorte de algunas de ellas, lo que ocasionaría una menor disponibilidad de dólares y afectaría negativamente al financiamiento del crédito; y
- (ii) la caída de los términos de intercambio y la demanda externa, lo que impactaría a la baja sobre la inversión, el empleo y la recaudación fiscal.

Por un lado, una eventual depreciación abrupta y significativa del sol podría dañar los balances de los agentes económicos, considerando que la dolarización financiera, aunque se ha reducido, es todavía importante. El BCR cuenta con reservas suficientes (US\$ 31 mil millones o 120% de los depósitos totales del sector privado en las sociedades de depósito) para moderar estas fluctuaciones del tipo de cambio, a lo que se añade que podría emitir certificados de depósito reajustables al tipo de cambio, como lo ha venido haciendo. Por otro lado, el Banco Central puede proveer de fondos líquidos a la banca mediante la compra de títulos emitidos por el propio BCR (los bancos cuentan con el equivalente a más de US\$ 3 mil millones), realizar operaciones repo con los mismos a plazos mayores (los ha ampliado hasta un año), o reducir la tasa de encaje (los bancos mantienen depositados en el BCR más de US\$ 5 mil millones). En esta última línea van los anuncios realizados en las últimas semanas sobre la exoneración del requerimiento de encaje a los adeudados de largo plazo y la flexibilización de los requerimientos de encaje en soles y dólares. Con ello se busca asegurar a la banca, más cautelosa en la coyuntura actual, de que dispondrá de los fondos que requiera para atender normalmente la demanda de créditos. Finalmente, ante una desaceleración pronunciada de la actividad económica, se podría reducir la tasa de interés de referencia (la FED también reduciría su tasa de política en 2009, por lo que no se registrarían mayores efectos cambiarios por este canal) o las tasas de encaje en soles y dólares.

## IV. Entorno Financiero

### No se registran mayores tensiones de liquidez en el mercado monetario

La caída de LB a mediados de setiembre generó que a inicios de octubre, con el nuevo período de encaje, la banca, en un contexto de alta incertidumbre, buscará cumplir anticipadamente con sus requerimientos. En este sentido, se observaron ciertas tensiones de liquidez que se reflejaron en tasas de interés interbancarias en soles y dólares por encima de sus niveles usuales. Así, por ejemplo, el spread entre la tasa de interés interbancaria en soles y la de referencia del BCR llegó a alcanzar los 56 pbs. a mediados de octubre, en tanto que por algunos días se registraron spreads de 77 pbs. entre las tasas de interés interbancaria en dólares y Libor overnight. Estas tensiones también se reflejaron en las tasas de interés de corto plazo (90 días) para clientes preferenciales.

Sin embargo, en la segunda quincena de dicho mes, cuando los requerimientos se cumplieron, las tensiones se disiparon. Esto se ha reflejado en el descenso de las tasas de interés interbancarias y luego en las corporativas, tanto en moneda local como extranjera. En el caso particular de moneda extranjera, la banca se encuentra líquida y ello se refleja en el incremento de sus depósitos voluntarios en el BCR (US\$ 0,7 mil millones en setiembre y US\$ 2 mil millones en octubre, como promedio diario). En esto han influido las ventas de dólares que el BCR realizó en setiembre y octubre por un total de US\$ 4,7 mil millones. En el caso de moneda local, las tensiones fueron un poco más prolongadas debido a que, aunque la banca se mantiene líquida en agregado, se han registrado ciertas tensiones puntuales en instituciones que se encuentran con posiciones largas en activos en dólares y cortas en activos en soles (o que no disponían de los títulos-valores necesarios para acceder a las operaciones repo del BCR). En este contexto, el Banco Central creó un nuevo instrumento, la repo con moneda extranjera, lo que ha favorecido la distensión en el mercado monetario. A ello también ha contribuido la ampliación hasta un año del plazo de las repo con títulos-valores (antes de setiembre el plazo máximo era de tres meses). Actualmente, la tasa de interés interbancaria en soles se ubica en el nivel de referencia (6,5%), en tanto que en dólares se encuentra alrededor de 0,9%.

### La expansión del crédito al sector privado se moderaría en los próximos meses

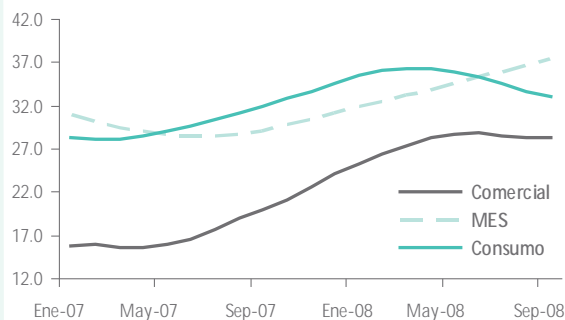
El crédito al sector privado viene creciendo de manera significativa, sobre todo en moneda local, con lo que la desdolarización del mismo continúa. Así, los créditos directos del sistema bancario registraron una variación interanual de 30% a setiembre de 2008 (41% en soles y 29% en dólares), impulsadas por el hasta ahora favorable contexto económico (mayores niveles de empleo, de ingresos, y de consumo e inversión), tanto a nivel de hogares como de empresas. Este fuerte crecimiento del crédito se registra en todas sus modalidades, siendo aquellas con mayores niveles de rentabilidad y de riesgo (microcrédito y consumo) las que registran variaciones más altas (48 por ciento y 35 por ciento, respectivamente), a pesar de las alzas que las tasas de interés han registrado en algunas modalidades como producto del retiro del estímulo monetario por parte del Banco Central a lo largo del año.

Sin embargo, en el actual contexto, es poco probable que el crédito pueda continuar en los próximos trimestres con el ritmo de expansión hasta ahora registrado. Por ello, se espera que este crecimiento se modere un poco. Por el lado de la demanda, esto se encuentra en línea con la desaceleración que habría en la tasa de crecimiento del consumo privado y de la demanda doméstica en general; por el lado de la oferta, la desaceleración del crédito obedecería a los mayores costos de fondeo de los bancos, asociados con una mayor percepción de riesgo hacia países emergentes (producto de la crisis financiera internacional), y a que la banca podría ser más cautelosa para realizar colocaciones, en particular a los sectores más expuestos a los efectos de la crisis internacional.

### Mercados: últimos datos mensuales

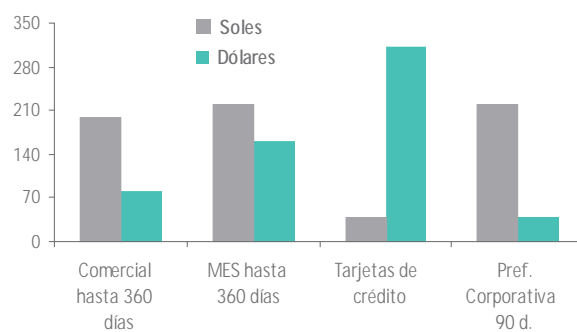
	Jul-08	Ago-08	Set-08	Oct-08
Índice General de la BVL (variación %)	-15,5	-3,5	-15,3	-37,3
Índice Selectivo de la BVL (variación %)	-16,7	0,5	-15,9	-39,7
Capitalización bursátil (millones de US\$)	107,123	83,331	73,937	50,501
Bonos del sector privado (saldo millones de US\$)	6,117	5,908	5,957	-
Bonos del sector privado (colocación mill. de US\$)	114	74	101	-
Bonos del sector privado (redención mill. de US\$)	33	140	25	-
Bonos del sector público (saldo millones de S/.)	22,627	22,652	22,652	-
SPP-Valor del fondo (millones de US\$)	20,373	19,433	17,760	14,422
SPP-número de afiliados (millones de personas)	4,23	4,24	4,26	4,28

### Crecimiento de los créditos\* comerciales, a microempresas y para consumo: (var. % interanual, promedio móvil doce meses)



\* Incluye créditos de la banca y de las empresas financieras  
Fuente: SBS  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### Incremento de las tasas de interés activas: (en puntos base, variación dic. 07 - ago 08)



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

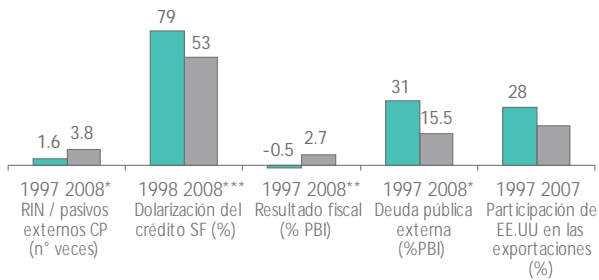


## Situación Perú

Francisco Grippa  
fgrippa@grupobbva.com.pe

Rosario Sánchez  
rpsanchez@grupobbva.com.pe

### Indicadores de vulnerabilidad de la economía peruana

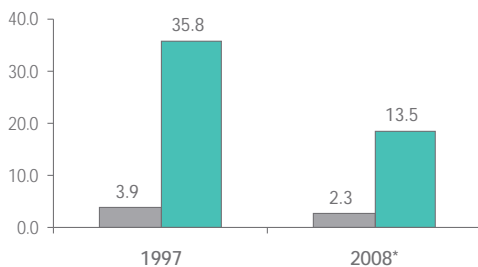


\* Últimos datos disponibles  
\*\* Promedio últimos 4 trimestres  
\*\*\* A octubre

Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

### Pasivos externos de corto plazo del sistema bancario

■ En miles de millones de dólares  
■ Como % del crédito en dólares



\* A octubre

Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

## Recuadro. Canales de posible contagio de la crisis financiera internacional

El entorno internacional ha sufrido un marcado deterioro debido a la profundización de la crisis financiera en Estados Unidos y a una desaceleración más pronunciada de la actividad económica en Europa. En este contexto, la probabilidad de observar impactos más sensibles sobre las economías emergentes, se ha elevado.

En el caso de Perú, el posible contagio se podría expresar de las siguientes formas:

(i) un mayor pesimismo sobre las fortalezas de las economías emergentes, reflejado en un mayor riesgo país. En este contexto, se podría observar una menor entrada de capitales debido a mayores restricciones en el acceso a líneas de crédito del exterior, así como una mayor liquidación de posiciones en activos en soles (de renta fija y variable) por parte de inversionistas institucionales. Así, podrían registrarse mayores presiones al alza sobre el tipo de cambio. Además, el incremento en la percepción de riesgo podría disminuir los flujos de inversión extranjera directa.

(ii) si los precios internacionales de los minerales que Perú exporta disminuyen de manera significativa, el impacto negativo sobre la posición financiera y de caja de las corporaciones mineras sería mayor, así como sobre las utilidades de las mismas. En esta situación, se podría postergar la ejecución de nuevos proyectos y registrarse una desaceleración de la inversión privada. Por el lado del sector público, cabe esperar una mayor desaceleración en la recaudación fiscal.

(iii) los efectos reales de la crisis internacional reducirían la demanda externa. Ello afectaría a las empresas que dirigen sus bienes hacia los mercados más expuestos a la crisis, como la industria textilera, para la que Estados Unidos representa 45% del total exportado. El impacto a la baja sobre el empleo, y así sobre los ingresos y el consumo privado, dependerá de la magnitud en la que disminuya la demanda externa.

(iv) disminución de la confianza de los consumidores y de los empresarios. En un entorno menos favorable, es posible que los agentes económicos reduzcan su optimismo, lo que podría llevar a desacelerar la expansión del consumo, de la inversión y del empleo.

### La economía peruana es ahora menos vulnerable a crisis externas

La economía peruana enfrenta este turbulento panorama internacional en una posición confortable respecto a anteriores crisis. Así, por ejemplo, se cuenta con:

(i) un nivel importante de Reservas Internacionales Netas, las que cubren el 120% de los depósitos totales en las sociedades de depósito y más de tres veces los pasivos externos de corto plazo de la economía (sectores público y privado). Estas reservas podrían ser utilizadas para moderar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, lo que atenúa los impactos negativos de la dolarización financiera;

(ii) activos líquidos por parte de la banca que alcanzan para cubrir la totalidad de sus pasivos externos de corto plazo (los que incluyen las líneas de crédito con el exterior de corto plazo). Adicionalmente a estar líquida, la banca se muestra rentable y solvente, con un apalancamiento manejable y bajos niveles de morosidad;

(iii) instrumentos de política monetaria que permiten al BCR proveer la liquidez que la banca requiera, los que incluyen la compra transitoria o permanentemente de parte de los activos de los que la banca dispone (CDBCRP, CDBCRP-NR, moneda extranjera). Adicionalmente, el Banco Central podría flexibilizar los requerimientos de encaje (mantiene alrededor de US\$ 5 mil millones como encaje en dólares);

(iv) una sólida posición fiscal. El resultado del sector público ha sido positivo en los últimos años y se espera que así se mantenga, lo que ha permitido una disminución de la deuda pública (como % del PIB), en la que es mayor la participación de la deuda en soles y a tasa fija. Adicionalmente, el fisco cuenta con el FEF y con un monto importante de depósitos en el sistema bancario que le otorgan una posición cómoda para estimular la economía en la eventualidad de que el escenario se torne aún más complicado;

(v) exportaciones más diversificadas por país de destino, dependiendo cada vez menos de las áreas que sufrirían más por la crisis internacional (EE. UU. y Europa). Con ello, se reduce el impacto a la baja que podría darse sobre la demanda externa;

Por lo tanto, aun cuando el deterioro del ya poco favorable escenario internacional afectaría a la economía peruana, ésta se encuentra en una buena posición para enfrentar las consecuencias del mismo. Para lograrlo será importante también que los mensajes de los diversos actores económicos sean creíbles, pero evitando que el clima se torne pesimista.

## Nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas: el caso peruano

En el actual contexto de turbulencia financiera, una de las variables más importantes para reducir los impactos y la propagación de un shock financiero externo es el nivel de liquidez internacional de la que dispone un país: las reservas internacionales (RIN). Estas sirven también para asegurar la estabilidad de la moneda nacional y evitar fuertes depreciaciones en el tipo de cambio, lo que es más relevante en Perú si se considera la alta dolarización financiera del país. Finalmente, son un indicador para las clasificadoras de riesgo internacionales al momento de clasificar la deuda soberana de un país (Illanes, 2004).

Ahora, pese a los evidentes beneficios de mantener reservas internacionales, también existe un costo de oportunidad por mantenerlas, debido a que la acumulación de RIN puede implicar la necesidad de esterilizar los fondos inyectados para ello (emisión de Certificados de Depósito - CDBCRP), operación que conlleva un costo financiero. Otra alternativa es utilizar la diferencia entre la tasa de interés de la deuda externa y el rendimiento de las reservas internacionales.

De esta manera, dado que mantener reservas internacionales presenta beneficios y costos, debe existir un nivel óptimo de RIN que maximice los beneficios netos de mantener reservas internacionales. En este sentido, este artículo busca encontrar el nivel óptimo de reservas internacionales, aplicando diferentes metodologías al caso peruano, así como proponer alternativas para el uso de los posibles excedentes.

### Antecedentes

En el caso peruano, se produjo una rápida acumulación de reservas internacionales en los últimos años, debido, principalmente, a la mejora de los términos de intercambio tras el rally de los precios de los metales entre los años 2002 y 2007. De esta manera, las RIN se triplicaron en los últimos 3 años, llegando a US\$ 35 mil millones en junio de 2008. Desde entonces, y en el contexto actual de turbulencia financiera mundial, las RIN se han reducido un 13 por ciento, y se ubican en US\$ 31 mil millones a noviembre de 2008 (ver Gráfico 1), nivel similar al de enero del mismo año.

### Metodología y resultados

Para hallar el nivel óptimo de reservas internacionales, se aplicaron dos metodologías. La primera, es un modelo tradicional de demanda de reservas desarrollado por Ramachandran (2003) y por Silva y Domingos (2004) que considera la importancia de las reservas para hacer frente a una crisis en la balanza de pagos. Para contrastar los resultados de la metodología señalada se utilizará el modelo desarrollado por Goncalves (2007) que se basa específicamente en la importancia de las reservas para hacer frente a una paralización del crédito externo (sudden stop). Este modelo incorpora la dolarización como variable relevante para estimar el nivel adecuado de reservas. La estimación realizada corresponde al periodo comprendido entre enero de 1999 y abril de 2008.

### Modelo tradicional de demanda de reservas

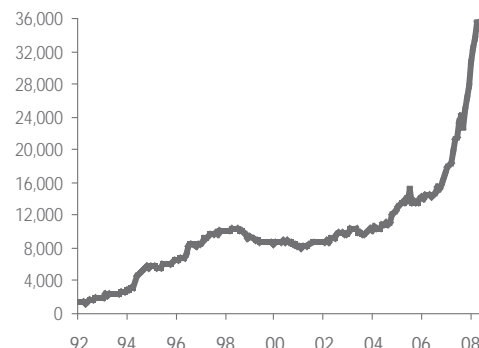
El primer modelo desarrollado es un modelo de demanda tradicional con datos de series de tiempo. El modelo se basa en la ecuación básica de demanda planteada por Frenkel y Jovanovic que se muestra a continuación:

$$\ln R_t = b_0 + b_1 \ln \sigma + b_2 \ln r$$

Según este modelo, el nivel óptimo depende positivamente de las fluctuaciones en las transacciones externas. Esto se debe a que las reservas son un valor de amortiguación que sirven para frenar estas fluctuaciones y, por lo tanto, se espera que el nivel óptimo dependa positivamente de ellas. Por otro lado, se espera que las reservas tengan una relación negativa con el costo alternativo de mantenerlas ( $r$ ). La medida de volatilidad se construyó en base a las estadísticas oficiales de compra y venta de moneda extranjera por parte del Banco Central de Reserva. De acuerdo al trabajo de Ramachandran y el de Silva y Domingos, se empleó una especificación GARCH para modelar la varianza de la serie.

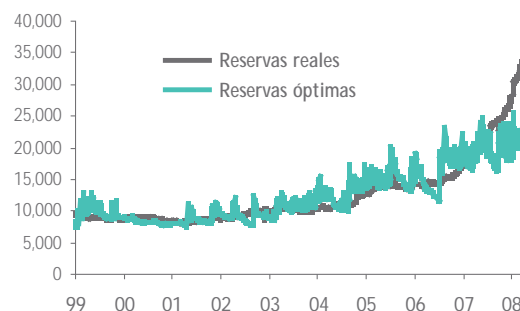
Por otro lado, como variable del costo de mantener reservas se usó el spread entre la deuda soberana y los bonos del tesoro norteamericano medido en el índice EMBI Perú. Se empleó esta variable debido a que las reservas se invierten en activos de muy bajo riesgo, mientras que el país paga intereses elevados en sus deudas, lo cual resulta costoso.

**Gráfico 1: Reservas Internacionales Netas (RIN - US\$ millones)**



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Gráfico 2: RIN efectivas vs. RIN óptimas (US\$ millones – modelo tradicional)**



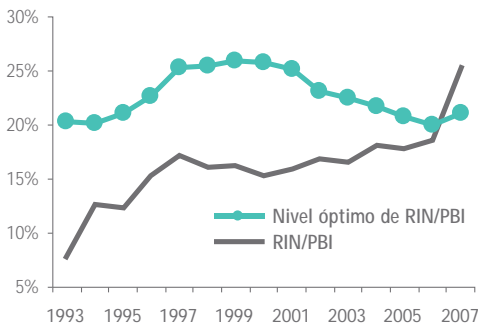
Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Cuadro 1: Variables y parámetros utilizados en modelo sudden stops**

Variables	Símbolo	Relación con el requerimiento de reservas
Deuda Pública de corto plazo en Moneda Extranjera/ PBI	$\lambda_G$	+
Deuda Privada de corto plazo en Moneda Extranjera/ PBI	$\lambda_P$	+
Total de depósitos en Moneda extranjera/ PBI	$\lambda_D$	+
Activos líquidos de los bancos como part. de los depósitos en moneda extranjera	$\alpha^c$	-
Cobertura a los depósitos en moneda extranjera	$C$	+
Parámetros Fijos	Símbolo	Relación con el requerimiento de reservas
Pérdida acumulada del producto	$\gamma$	+
Probabilidad de un sudden stop	$\pi$	+
Prima por mantener reservas	$\delta$	-
Tasa libre de riesgo	$r$	+
Aversión al riesgo	$\sigma$	-
Depreciación del tipo de cambio real	$\Delta q$	+
Tasa de crecimiento de largo plazo del PBI	$g$	-

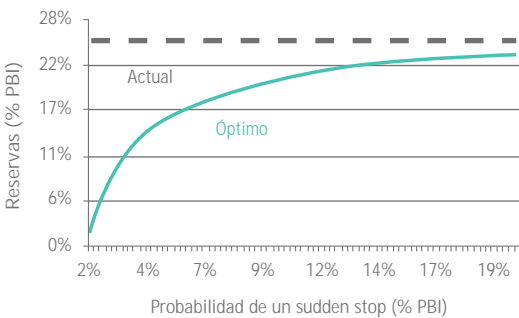
Fuente: Goncalves (2007)

**Gráfico 3: RIN efectivas vs. RIN óptimas (% del PBI – modelo sudden stops)**



Fuente: BCRP  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Gráfico 4: Sensibilidad de las Reservas ante variaciones en probabilidad de sudden stop**



Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Luego de obtener las variables del modelo, basándonos en lo planteado por Frenkel y Jovanovic se estimó la ecuación de demanda y los resultados son los siguientes:

$$\ln R_t = 9.94_{(162.26)} + 0.4 \ln \sigma_{(41.64)} - 0.15 \ln r_{(-17.35)} \quad R^2 = 0.81 \quad F = 5289.81$$

Como se puede observar, se obtienen los signos esperados y ambas variables resultan significativas. Asimismo, de acuerdo con el modelo la volatilidad tiene un efecto más fuerte, mientras que el costo mantiene también un efecto significativo, pero menor. Según los resultados, a partir de junio del 2007 hasta abril del 2008, el nivel de reservas observado se encontraba por encima del nivel óptimo (ver Gráfico 2).

**Modelo sudden stops para economías dolarizadas**

Este modelo se enfoca en el rol de las reservas como un seguro para enfrentar crisis bancarias y en la balanza de pagos. De acuerdo con Goncalves (2007), la fórmula derivada del nivel óptimo de reservas balancea los beneficios de la suavización del consumo con los costos de mantener reservas. El nivel óptimo depende de manera positiva de la magnitud de los retiros de depósitos, de la deuda en moneda extranjera de corto plazo tanto privada como pública, del costo de la caída del producto y de la probabilidad de que ocurra una crisis. Asimismo, se requiere de mayores niveles de reservas cuando la caída en el consumo y la probabilidad de la misma aumentan y cuando se deprecie la moneda. Finalmente, es una función decreciente del costo de mantener reservas. El resumen de las variables, así como los parámetros considerados para obtener el nivel óptimo de reservas, se muestra en el Cuadro 1.

Los parámetros fueron calibrados siguiendo algunos supuestos estándar obtenidos de la literatura. En primer lugar, la pérdida acumulada del producto en un período de crisis se fijó en 15%, de acuerdo al cálculo de Jeanne y Ranciere (2006) para una economía emergente y al fijado por Rodríguez (2007) en un trabajo del Banco Central de Reserva del Perú. La probabilidad de ocurrencia de un sudden stop se basa en lo obtenido por la estimación de un modelo probit de Jeanne y Ranciere, que arroja un resultado de 10% para un típico país emergente. La prima por mantener reservas de 1,3% y la tasa libre de riesgo de 3,8% han sido calculadas de acuerdo a la metodología aplicada por Goncalves (2007). Así, la primera es la diferencia promedio entre el retorno de los bonos del tesoro a 10 años y la tasa de la Reserva Federal en los últimos 20 años y la tasa libre de riesgo es el promedio la tasa de los T-bills a 3 meses en los últimos 10 años. El parámetro de aversión al riesgo se fijó en 2, como consenso en la literatura financiera. La depreciación del tipo de cambio real de 24% es calculada en base a la depreciación ocurrida en la crisis que afectó a la economía peruana entre los años 1997 y 1999. El cálculo de las variables se obtuvo de las estadísticas del Banco Central de Reserva.

De acuerdo con el modelo desarrollado, el nivel de reservas internacionales se ha mantenido por debajo de su nivel óptimo hasta el año 2006. De otro lado, desde mediados de 2007 hasta abril de 2008 el nivel óptimo se habría situado por debajo del nivel observado de reservas (ver Gráfico 3).

Es importante considerar, tanto en este modelo como en el anterior, que las estimaciones del nivel óptimo de RIN son consistentes con un escenario promedio. Sin embargo, actualmente se enfrenta un escenario atípico, en el que se han observado eventos (incrementos de aversión al riesgo, de volatilidad, entre otros) no vistos en los últimos años. En términos del modelo, esto implica que la probabilidad de un sudden stop podría ser mayor, con lo cual se incrementa el nivel óptimo de reservas internacionales (ver Gráfico 4).

Esto sugiere que el nivel óptimo de reservas debería estar más próximo al nivel con el que el BCR actualmente cuenta.

**Ratios de adecuación de reservas**

Adicionalmente a los modelos desarrollados, se calcularon ratios tradicionales de reservas tanto para el Perú como para una muestra de países de América Latina, a modo de comparación. Según estos indicadores, el Perú se encontraría por encima del promedio de la región.



**Reservas internacionales sobre importaciones:** A partir de 1996, las reservas cubren más de un año de importaciones cada año, alcanzándose la cifra más alta en 2007, que fue de 17 meses. Desde entonces, se ha producido cierto deterioro en dicho indicador, debido tanto al rápido crecimiento de las importaciones como por una caída en las RIN. Así, con información a octubre de 2008, las reservas cubren 14 meses de importaciones, lo que todavía constituye un nivel confortable.

En este sentido, los resultados indican que la economía peruana supera ampliamente la regla que señala que las reservas deben cubrir por lo menos tres meses de importaciones. Un análisis comparativo con países similares (Brasil, México, Chile y Colombia) señala que el ratio de reservas internacionales sobre importaciones para el caso peruano se encuentra por encima del promedio de los países a partir de 1995 (ver Gráfico 5).

**Reservas internacionales sobre M2:** Se tiene el ratio reservas como fracción de M2 que permite conocer la cobertura que tienen las reservas sobre los pasivos líquidos internos del país (ver Gráfico 6). Además, este ratio muestra el impacto potencial de una pérdida de confianza en la moneda local (dolarización del portafolio) así como el riesgo de fuga de capitales por parte de los agentes domésticos (Soto, Naudón, López y Aguirre, 2003). De acuerdo con este indicador, el Perú registra un nivel muy superior al promedio de la región.

**Reservas internacionales sobre Deuda de corto plazo:** Para tener una referencia de los resultados obtenidos, estos son contrastados con la regla de Guidotti y Greenspan, la cual establece que las reservas deberían cubrir el 100% de la deuda de corto plazo en moneda extranjera del sistema financiero. Como se puede observar en el Gráfico 7, el Perú ha registrado niveles muy superiores a los propuestos por la regla mencionada. Así, a setiembre de 2008, las Reservas Internacionales equivalen a 12 veces (1,200%) la deuda de corto plazo en moneda extranjera del sistema financiero.

### Alternativas para el manejo de reservas internacionales

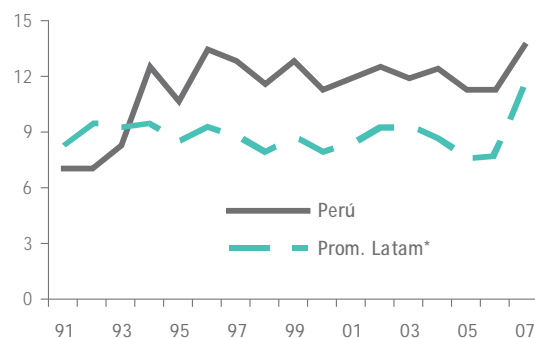
La economía peruana enfrenta este turbulento panorama internacional en Hasta mediados de 2008, diferentes economías atravesaron un rápido incremento de sus reservas internacionales, principalmente debido al incremento en los precios de las materias primas que estos países exportan (por ejemplo, petróleo en países árabes y Venezuela, o cobre en el caso de Chile y Perú). Ante esta situación, una alternativa es la de los Sovereign *wealth Funds*. Estas entidades son sociedades públicas de inversión, principalmente de países emergentes, cuyo objetivo es obtener un mayor retorno para el dinero que le otorgan las reservas de divisa extranjera provenientes de los ahorros nacionales. Estos recursos son obtenidos a través de la exportación de recursos naturales (superávit comercial) que generan ahorros presupuestales al gobierno y de los recursos provenientes de las reservas que acumulan los bancos centrales. El mayor fondo de inversión estatal es el Abu Dhabi Investment Authority (1976) con activos estimados entre US\$ 500.000 millones y US\$ 800.000 millones.

### Conclusiones

Los resultados del modelo planteado por Frenkel y Jovanovic, así como el modelo planteado por Goncalves, sugieren que el nivel óptimo de Reservas Internacionales se situó por debajo del nivel observado de reservas para el periodo comprendido entre mediados de 2007 y abril de 2008. Sin embargo, estos resultados corresponden a un escenario promedio, mientras que actualmente se atraviesa un escenario atípico, en el que se han observado eventos (incrementos de aversión al riesgo, presiones al alza sobre el tipo de cambio y tensiones de liquidez) no vistos en los últimos años. En términos del modelo, esto implica que la probabilidad de un sudden stop podría ser mayor, con lo cual se incrementa el nivel óptimo de Reservas Internacionales.

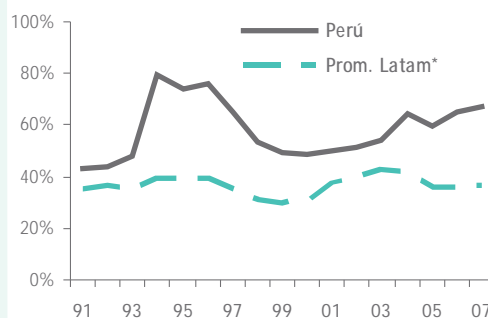
De esta manera, la evidencia sugiere que en la actualidad las Reservas Internacionales se encontrarían cerca de su nivel óptimo, especialmente en la coyuntura actual, en la que los beneficios de contar con dichas Reservas (en particular los de blindar a la economía peruana contra los efectos de la crisis financiera internacional) parecen más que compensar los costos de mantenerlas.

**Gráfico 5: RIN sobre importaciones (número de meses)**



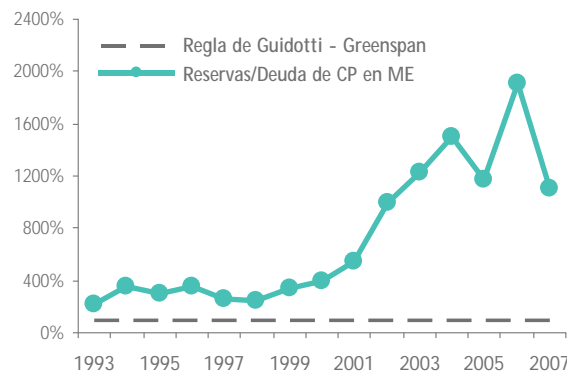
\* Promedio de Brasil, México, Colombia y Chile  
Fuente: FMI  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Gráfico 6: RIN sobre M2 (%)**



\* Promedio de Brasil, México, Colombia y Chile  
Fuente: FMI  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

**Gráfico 7: RIN sobre deuda externa de corto plazo (%)**



\* Promedio de Brasil, México, Colombia y Chile  
Fuente: FMI  
Elaboración: SEE BBVA Banco Continental

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(p)
<b>Actividad, promedio</b>				
PBI Nominal (S/. miles de millones)	305.1	341.2	384.0	418.7
PIB Nominal (USD miles de millones)	93.3	109.2	131.5	135.4
PIB Real (variación %)	7.6	9.0	8.9	5.0
<b>Precios, fin de periodo</b>				
IPC (Var.% últ. 12 meses)	1.1	3.9	6.5	2.9
<b>Sector Público</b>				
Superávit/Déficit Fiscal (% del PBI)	2.1	3.1	2.5	0.1
Deuda pública total (% del PBI)	32.7	29.2	23.1	21.8
Deuda pública externa (% del PBI)	23.6	18.4	13.8	12.7
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	23.8	28.0	32.8	33.5
Importaciones (USD miles de millones)	14.9	19.6	29.5	33.5
Balance Comercial (USD miles de millones)	8.9	8.4	3.3	0.0
Saldo Cuenta Corriente (% del PBI)	3.0	1.4	-2.1	-3.0
Tipo de cambio nominal (S/. por USD, fin periodo)	3.20	3.00	3.10	3.25
Tipo de cambio efectivo real multilateral (var.% anual) 1/	-2.3	-1.7	-	-
Deuda externa (% del PBI)	30.3	28.7	25.7	26.2
Reservas internacionales netas (USD miles de millones)	17.3	27.7	31.1	28.1
<b>Sector Financiero</b>				
Tasa de interés de referencia (política monetaria)	4.50	5.00	6.50	6.00
Crecimiento de la cartera total del Sistema Bancario (nominal)	6.2	32.8	24.0	16.0
Crecimiento de los depósitos totales del Sistema Bancario (nominal)	8.2	24.2	20.9	17.4

1/ Considera los índices de los principales 20 socios comerciales

# Contexto Internacional

## Materias Primas (Promedio)

	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	72.8	101.06	54.5	Oro (USD/troyoz.)	697.7	879	775.0
Cobre (USD/t)	7108.0	994.0	3569.0	Soja (USD/ton)	317	458	342

## PBI Real (%)

## Inflación (% , fin de año)

	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2.9	2.2	1.4	-0.8	3.2	4.1	2.2	1.2
UEM	3.0	2.7	1.0	-0.9	2.2	2.1	3.3	1.5
Japón	2.4	2.0	0.7	-0.3	0.3	0.5	1.0	0.3
China	11.6	11.9	9.5	8.1	2.8	6.5	4.5	3.0

## América Latina

Argentina	8.5	8.7	6.9	1.9	9.9	8.5	8.0	13.0
Brasil	3.7	5.4	5.2	2.5	3.1	4.5	6.3	4.8
Chile	4.3	5.1	4.3	2.3	2.6	7.8	8.9	4.8
Colombia	6.8	7.7	3.7	3.0	4.5	5.7	7.2	4.5
México	4.9	3.2	1.8	0.0	4.1	3.8	5.7	3.7
Perú	7.7	8.9	8.9	5.0	1.1	3.9	6.5	2.9
Venezuela	10.3	8.4	6.0	2.6	17.0	22.5	30.7	32.5
LATAM <sup>1</sup>	5.4	5.6	4.4	1.8	5.0	6.0	8.1	7.0
LATAM Ex-México	5.7	6.6	5.5	2.6	5.4	7.1	9.0	8.4

## Saldo sector público (% del PIB)

## Saldo cuenta corriente (% del PIB)

	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1.9	-1.2	-4.2	-3.7	-6.0	-5.2	-4.8	-4.2
UEM	-1.6	-0.7	-1.2	-2.4	0.1	0.4	-0.3	-0.1
Japón	-6.4	-6.2	-5.8	-5.1	3.9	4.8	3.3	2.8
China	-0.8	0.7	-1.4	-0.9	9.4	10.1	6.8	6.1

## América Latina

Argentina <sup>2</sup>	1.8	1.1	1.9	0.5	3.8	2.8	2.0	-0.3
Brasil	-3.0	-2.2	-1.9	-2.0	1.6	0.6	-1.8	-1.5
Chile <sup>2</sup>	7.8	8.8	5.8	2.9	4.9	4.5	-1.7	-1.9
Colombia	-0.8	-0.8	-1.0	-1.3	-2.2	-3.4	-2.0	-1.9
México	-0.1	0.0	0.0	-1.8	-0.2	-0.6	-1.3	-3.1
Perú	2.1	3.1	2.5	0.1	3.0	1.4	-2.1	-3.0
Venezuela <sup>2</sup>	2.1	4.5	0.0	-3.0	14.7	8.7	14.5	4.7
LATAM <sup>1</sup>	-0.5	0.0	-0.2	-1.4	2.1	1.0	-0.2	-1.6
LATAM Ex-México	-0.3	0.3	-0.1	-1.1	3.0	1.6	0.2	-0.9

\* Cambio metodológico a partir del 2009, al eliminar los requerimientos financieros de Pemex

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

## Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)

## Tasas de interés (% , fin de periodo)

	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5.25	4.25	0.50	0.50
UEM (\$/€)	1.32	1.46	1.30	1.15	3.50	4.00	2.50	1.50
Japón (yenes/\$)	116.4	113.1	100.7	95.6	0.24	0.06	1.20	0.30
China (cny/\$)	6.12	7.47	6.93	5.31	1.70	4.80	6.40	3.40

## América Latina

Argentina	3.06	3.14	3.30	3.90	9.80	13.52	22.00	20.00
Brasil	2.15	1.78	2.30	2.10	13.25	11.25	13.75	12.75
Chile	530	499	634	603	5.25	6.00	8.25	5.25
Colombia	2261	2014	2329	2443	7.50	9.50	9.50	8.00
México	10.88	10.86	12.58	13.00	7.00	7.50	7.75	5.50
Perú	3.20	3.00	3.10	3.25	4.50	5.00	6.50	6.00
Venezuela	2.15	2.15	2.15	4.10	10.26	11.70	19.00	22.00





**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Continental

Av. República de Panamá 3055, Piso 17 San Isidro, T: 211-2015

[www.bbvbancointinental.com](http://www.bbvbancointinental.com)

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

**Servicio de Estudios Económicos**

**Director:**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe:**

**Europa y España**

**Europa: Miguel Jiménez**

**España: Julián Cubero**

**Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo**

**Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido**

**Tendencia Globales: David Tuesta**

**Escenarios Financieros: Daniel Navia**

**Análisis Sectorial: Ana Rubio**

**Estados Unidos y México: Jorge Sicilia**

**Estados Unidos: Nathaniel Karp**

**México: Adolfo Albo**

**Economías Emergentes: Alicia García-Herrero**

**Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo**

**China: Li-Gang Liu**

**Asia ex China: Ya-Lan Liu**

**Sudamérica: Joaquín Vial**

**Argentina: Ernesto Gaba**

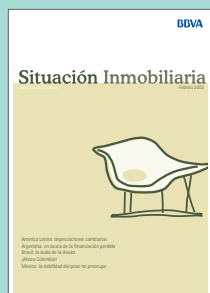
**Colombia: Juana Patricia Téllez**

**Chile: Miguel Cardoso**

**Perú: Hugo Perea**

**Venezuela: Oscar Carvalho**

**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.