

Guillermo Arbe
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

César Liendo
cesar.liendo@scotiabank.com.pe

Mario Guerrero
mario.guerrero@scotiabank.com.pe

Pablo Nano
pablo.nano@scotiabank.com.pe

Rafael Romero
rafael.romero@scotiabank.com.pe

EL 2009: SOL Y SOMBRAS DE LA ECONOMÍA PERUANA

Proyecciones Macroeconómicas 2008 - 2009

En Estudios Económicos de Scotiabank Perú hemos revisado en forma amplia nuestras proyecciones para la economía peruana. El énfasis ha sido el 2009. El cuadro siguiente es un resumen de nuestras proyecciones actualizadas.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS

	2006	2007	2008 ^{1/}	2009 ^{1/}
PBI (Var. %)	7.6	8.9	8.9	7.0
Agropecuario	7.4	5.0	3.8	3.3
Pesca	2.4	12.7	1.7	1.9
Minería e Hidrocarburos	1.4	-1.0	7.4	5.9
Manufactura	7.4	10.6	9.7	7.5
Construcción	14.8	13.6	16.6	14.6
Comercio	11.1	10.6	10.9	7.1
Electricidad y Agua	6.9	8.4	9.0	8.4
Servicios	7.0	9.1	9.2	7.2
PBI per capita (US\$)	3,349	3,865	4,392	4,861
VAB Sectores Primarios (Var.%)	4.5	2.8	5.5	4.2
VAB Sectores No Primarios (Var. %)	8.5	10.3	10.4	8.0
Demanda Interna (Var. %)	10.1	11.6	11.2	8.5
Consumo Privado	6.2	8.3	8.2	6.4
Inversión bruta fija privada	20.1	23.2	25.2	17.4
Inflación anual (%)	1.10	3.90	6.80	6.80
TC promedio (S/.xUS\$)	3.28	3.13	2.82	2.62
TC fin de periodo (S/.xUS\$)	3.20	2.98	2.65	2.60
Balanza Comercial (US\$ millones)	8,934	8,356	5,976	2,915
Exportaciones de bienes	23,800	27,956	34,864	38,108
Importaciones de bienes	14,866	-19,599	28,889	-35,193
Flujo de RIN del BCRP (US\$ Millones)	2,753	10,130	10,231	4,333
Ahorro interno (% del PBI)	22.9	24.4	24.7	25.5
Ahorro privado (% del PBI)	18.0	18.3	18.2	19.4
Superavit fiscal (% del PBI)	2.1	3.1	2.2	0.6

^{1/} Proyecciones.

Fuente: BCR y Estudios Económicos Scotiabank. Elab: Estudios Económicos -Scotiabank

Los cambios más resaltantes son dos: hemos elevado nuestra proyección de PBI para el 2008 de 7.7% a 8.9%, y hemos incrementado nuestras expectativas de inflación a 6.8% tanto para el 2008 como para el 2009.

El siguiente cuadro resume los principales cambios:

PRINCIPALES CAMBIOS EN LAS PROYECCIONES

	2008		2009	
	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PBI (Var. %)	7.7	8.9	7.0	7.0
Inflación (%)	4.0	6.8	4.0	6.8
Superavit Fiscal (% del PBI)	1.6	2.2	1.2	0.6
Balanza Comercial (US\$ Millones)	5,900	5,976	2,333	2,915
Tipo de Cambio (S/. por US\$)	2.65	2.65	2.60	2.60

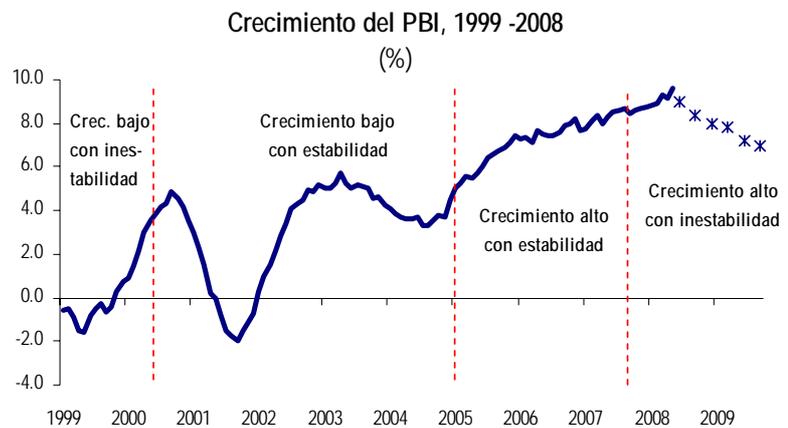
Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

Estos cambios reflejan que la economía peruana está sujeta a dos fuerzas contrarias, cada una de ellas de una potencia mucho mayor a lo esperado: un círculo virtuoso interno y la turbulencia internacional. Hasta el momento, en términos de crecimiento, está primando la fortaleza del círculo virtuoso interno, mientras que los eventos internacionales se están sintiendo por el lado de inflación, inestabilidad de precios claves (incluyendo *commodities*, tipo de cambio y tasas de interés) y desorden en general en los mercados de capitales y cambiario.

La nueva etapa económica: crecimiento e inestabilidad de precios

La economía peruana está entrando a una etapa nueva en su ciclo de auge. En los años del 2002 a 2004 el Perú tuvo un crecimiento económico bajo, pero con estabilidad de precios. En el periodo 2005 - 2007 se vivió un periodo de crecimiento alto con estabilidad de precios. Desde mediados del 2007 el país ha entrado en un periodo de crecimiento alto pero con volatilidad de precios e inflación. Esta situación continuará durante el 2008-2009.

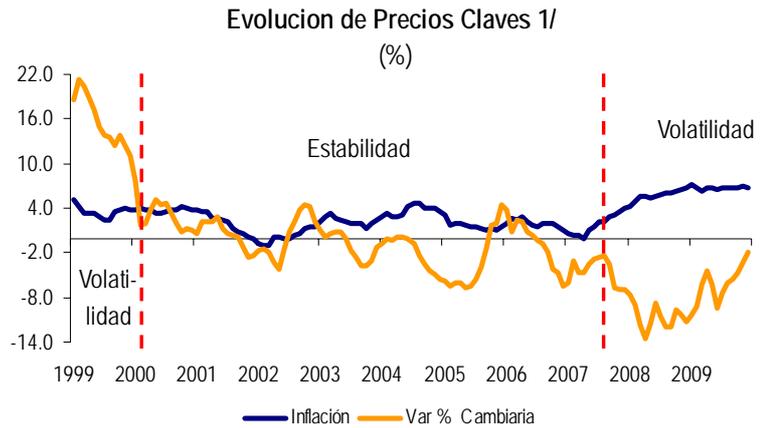
El periodo en que ha habido estabilidad de precios en el Perú ha sido bastante largo: del 2000 al 2007. Enfrentar una situación de inestabilidad de precios es el reto más importante que enfrenta el país en los próximos dos años. Esta inestabilidad es a nivel de todos los precios claves de la economía: *commodities* de exportación (metales), precios de importación (*commodities* agrícolas, combustibles, insumos), inflación interna, tasas de interés y tipo de cambio.



1/ Promedio móvil doce meses. Proyección a partir de junio 2008.

Fuente: BCR, Estudios Económicos Scotiabank.

Elab: Estudios Económicos - Scotiabank



1/ Proyección a partir de agosto del 2008.

Fuente: BCR, Estudios Económicos Scotiabank. Elab: Estudios Económicos - Scotiabank

La inestabilidad de precios experimentada hasta ahora no ha sido de una magnitud como para descarrilar el crecimiento. En el futuro, es probable que la inestabilidad empeore y afecte a ciertos sectores, pero sin frenar excesivamente el crecimiento del país, que continuará relativamente alto. Esto se debe a que el círculo virtuoso y la inversión en el Perú son sumamente potentes.

El círculo virtuoso ha sido tan sorprendentemente potente que desde el 2005 el crecimiento del PBI ha venido superando sistemáticamente a las proyecciones del mercado y del gobierno. Algo parecido ha pasado en el primer semestre del 2008, en que la economía habría crecido a tasas ligeramente superiores a 10%. Dada la realidad de este crecimiento, estamos elevando significativamente nuestra proyección de crecimiento para el 2008 de 7.7% a 8.9%.

Para el 2009, estamos manteniendo nuestra proyección en 7.0%. Por un lado, el país entrará al 2009 enfrentando una situación interna mucho más acelerada que lo que inicialmente pensamos. Pero, por el otro, la situación internacional también se ha tornado mucho más crítica. El primer factor, y la magnitud de crecimiento y perspectivas de las inversiones en particular, aseguran un crecimiento robusto a pesar de lo complicado de la situación internacional. Sin embargo, la situación internacional tan crítica debe tener algún impacto en la economía real del Perú.

Este choque de dos fuerzas contrarias tan potentes es una situación novedosa para el país. Nuestro estimado de 7.0% incorpora el supuesto de un entorno internacional mucho más difícil en el 2009 que en el 2008. De no ser por este entorno mundial tan difícil, el PBI del Perú podría crecer más cerca de 8% en el 2009. Nuestra proyección de 7.0% es conservador, y representa un mayor riesgo de error al alza que a la baja.

El túnel al final de la luz: el entorno internacional

En el 2009 el Perú enfrentará una situación internacional mucho más grave que lo que parece. Será el escenario internacional más difícil desde los años 70, en el mejor de los casos.

EEUU tiene una historia larga y documentada de dar un soporte excepcional a la economía en años electorales, para luego corregir en los años siguientes. Existe un riesgo muy alto de que en EEUU se estén embalsando los problemas económicos hasta fin de año cuando termina el mandato de la administración Bush.

Son cuatro los problemas que enfrenta la economía mundial: (i) inflación creciente; (ii) desaceleración de la actividad económica; (iii) turbulencia financiera y pérdida de riqueza; y, (iv) desequilibrios macroeconómicos. Es difícil encontrar un paralelo en la historia mundial reciente

en que hayan coexistido estos cuatro factores. Por ejemplo, en la estanflación de los años 70, no existía una situación de turbulencia financiera como la actual.

Los riesgos de tanto desajuste mundial incluyen:

- Desaceleración significativa de la economía mundial.
- Precios altos del petróleo y de *commodities* agrícolas claves. Este factor tendría un mayor impacto en las economías emergentes, incluyendo la peruana, que la propia crisis financiera de EEUU.
- Inflación mundial creciente a nivel de insumos industriales.
- Descenso en los precios de los metales industriales (cobre, zinc, plomo).
- Aumento del costo del capital (tasas de interés).
- Debilitamiento mundial del dólar.

La situación en EEUU actualmente es tal que, o sigue inyectando grandes cantidades de liquidez al mundo, lo cual generará inflación o burbujas nuevas o ambas cosas, o empieza a aplicar una política monetaria restrictiva, lo cual precipitaría una recesión más profunda. Lo cierto es que la principal amenaza económica del Perú no se debe a políticas inadecuadas propias, sino a políticas inadecuadas de EEUU.

Motores de crecimiento de la demanda

El cuadro siguiente desagrega los componentes de la demanda. En el 2009, nuevamente, y por varios años consecutivos, todos los componentes crecerán en forma robusta.

DEMANDA GLOBAL (Var. % real)

	2007	2008 ^{1/}	2009 ^{1/}
Demanda global	10.6	10.6	8.1
Demanda interna	11.6	11.0	8.5
Consumo privado	8.3	8.2	6.4
Consumo público	4.8	6.2	6.2
Inversión privada 2/	23.2	25.2	17.4
Inversión pública 2/	19.7	30.4	25.0
Exportaciones	5.4	7.8	6.5
PBI	8.9	8.9	7.0

^{1/} Proyecciones.

^{2/} Inversión bruta fija interna.

Fuente: BCR y Estudios Económicos Scotiabank. Elab: Estudios Económicos -Scotiabank

La inversión seguirá siendo el sostén principal de la economía en el 2009. Los planes y proyectos de inversión, probables, anunciados o en proceso son tantos y tan significativos que aseguran un crecimiento de la economía en su conjunto a pesar del contexto internacional. En particular, están programados una serie de megaproyectos que difícilmente serán afectados por el entorno internacional.

Adicionalmente, la inversión pública contribuirá a mantener robusto el crecimiento del país, a pesar de que representaría sólo el 4.6% del PBI del 2008 (3.1% del PBI del 2007). Dada la abundancia de recursos fiscales que existe, la inversión pública continuará fuerte en el 2009. Este gasto no es afectado, en el corto plazo, por *shocks* externos, especialmente ahora que los gobiernos regionales y locales tienen un peso mayor. Debido al alto gasto esperado a nivel de gobiernos regionales y locales, la inversión pública crecerá con fuerza aún cuando se recortara la inversión del gobierno central, como parte de una política anti-inflacionaria.

Este crecimiento de la inversión pública y los megaproyectos privados y público-privados, que son relativamente independientes de los riesgos externos, ayuda a poner cierto piso al crecimiento agregado del PBI aún en el caso de un deterioro de la economía mundial mayor a lo

esperado. Es ésta una situación que nunca antes había existido en el Perú.

Otro elemento llamativo de la economía en los últimos dos años ha sido la magnitud del incremento del consumo privado. Para el 2009 estamos siendo particularmente cautos en este punto, puesto que los riesgos de la inestabilidad de precios son mayores para los consumidores. Si bien el empleo y el ingreso (nominal) por hogares están creciendo en forma significativa, al mismo tiempo los hogares enfrentarán una situación de inflación alta, mayores costos financieros personales y una posible desaceleración en la penetración crediticia.

Los riesgos que enfrenta el crecimiento

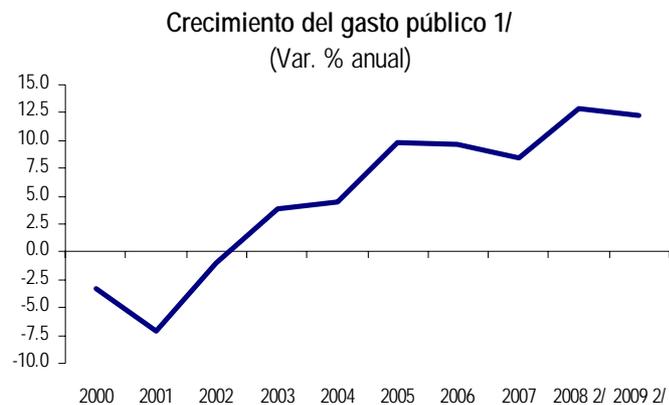
La desaceleración económica mundial aún no ha impactado a la economía real peruana, en parte porque esta desaceleración aún no se da en toda la envergadura esperada. Conforme se profundice la desaceleración, el riesgo de un impacto será mayor.

Es probable, además, que el BCR continúe implementando una política monetaria restrictiva, con el consiguiente aumento en las tasas de interés de mercado. El impacto aún no se siente con fuerza en los planes de inversión de las empresas ni de consumo de los hogares. Que lo haga en el futuro dependerá de la magnitud de subidas posteriores.

Finalmente, una serie de empresas están enfrentando un incremento importante en sus costos de insumos importados. En forma más general, la volatilidad de precios finales, precios de insumos, tipo de cambio y, potencialmente, de tasas de interés, están empezando a afectar los resultados empresariales.

El dilema del sector público: gastar o no gastar

El gasto fiscal viene creciendo con fuerza y es difícil desacelerarlo, dada la abundancia de recursos, la multiplicidad de necesidades y demandas sociales y la mejora en la capacidad de ejecución del gasto de los gobiernos regionales y locales.



1/ Comprende consumo e inversión pública.

2/ Proyección.

Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

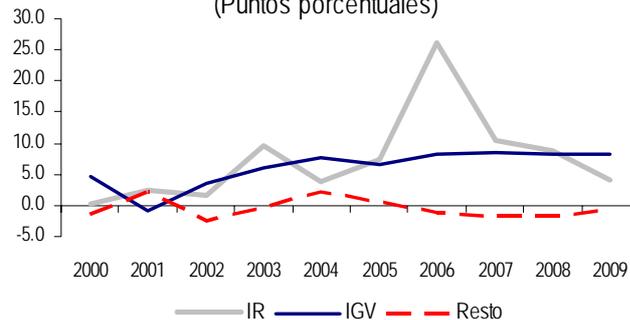
La recaudación fiscal también crece en forma robusta. Sin embargo, proyectamos que en el 2009 crezca menos que el gasto (y que en los últimos años) por varias razones. En primer lugar, el crecimiento del PBI desacelera de 8.9% a 7.0%, lo cual debe afectar la recaudación por tributos internos. En segundo lugar, la reducción de precios de metales reducirá el impuesto a la renta aportado por la minería. Finalmente, el incremento en costos afectará los márgenes de las empresas. Esto será compensado por mayores volúmenes de negocios y aumentos en productividad, pero no en el mismo grado que en años anteriores.

Como resultado, proyectamos que el superávit fiscal se reduzca de 3.1% en el 2007 a 2.2% en el 2008 y 0.6% en el 2009. El riesgo de error es ligeramente al alza, dependiendo de qué tan agresivo y exitoso es el MEF en reducir el gasto. Nuestro supuesto es que no mucho.

El 2009 será un año fiscal estructuralmente diferente a años anteriores. Por muchos años, la minería era el principal factor de incremento en los impuestos.

En el 2009, será el crecimiento del IGV lo principal en el crecimiento de la recaudación. Además, si bien la minería será el sector de mayor contribución al fisco, su participación en el incremento de la recaudación probablemente sea el más bajo en años.

Contribución al crecimiento de los ingresos tributarios del Gob. Central 1/
(Puntos porcentuales)



1/ 2008 es estimado. 2009 es proyectado.

Fuente: MEF, Estudios Económicos - Scotiabank

En general, la recaudación tributaria se está “democratizando”. Esto es saludable en la medida que signifique una dependencia relativamente menor en la minería y una incidencia, más bien, cada vez mayor del crecimiento de la demanda interna a través del IGV. La fortaleza de la demanda interna implica un aumento robusto en la recaudación por IGV al menos hasta el 2009.

Sin embargo, este cambio estructural en la recaudación también implica un riesgo. Una caída en los precios de los metales reducirá el canon minero que reciben los gobiernos regionales y locales. Esto probablemente ocurra en el 2010 ó 2011. El impacto será desigual entre gobiernos subnacionales, puesto que precios de los metales preciosos tienen mejores fundamentos que los industriales (cobre, zinc, plomo, estaño) y porque en el 2011 empiezan a entrar en producción algunos proyectos mineros nuevos.

En cuanto al gasto fiscal, será un reto para el MEF desacelerarlo y mantener, al mismo tiempo, las metas de desarrollo y reducción de pobreza. El superávit fiscal que proyectamos para el 2008 y que caerá pero seguirá siendo positivo en el 2009 refleja más el crecimiento de la recaudación tributaria que una habilidad del gobierno de desacelerar el gasto.

El Sector Externo: más robusto de lo que parece

La balanza de pagos refleja una dicotomía propia. Mientras que la balanza comercial y la cuenta corriente se deterioran, esto viene siendo compensado por una entrada significativa de capitales en la cuenta financiera. El resultado final a nivel de balanza de pagos seguirá siendo positivo en términos de generar una entrada neta de divisas.

La balanza comercial se reduce significativamente en el 2009, porque asumimos precios más bajos para los metales industriales, precios más altos de los hidrocarburos y *commodities* agrícolas importados y un incremento en el volumen de importación propio del crecimiento de la demanda interna.

La cuenta corriente se ha vuelto negativa. En el caso peruano, sin embargo, la cuenta corriente no debe percibirse como un indicador de la salud externa,

puesto que no refleja un flujo efectivo de divisas al exterior. La cuenta corriente incluye todas las utilidades generadas por empresas extranjeras en el Perú, hayan sido éstas remesadas al exterior o no. Por ejemplo, durante el 1T08 las utilidades generadas por empresas extranjeras ascendieron a US\$2,394 millones. Esto figura en la cuenta corriente. Sin embargo, el flujo efectivo de divisas al exterior (el envío de dividendos) fue de sólo US\$686 millones. Si se corrige la cuenta corriente para excluir las utilidades generadas no remitidas al exterior, aún estaría en superávit. En general, la cuenta corriente, tal como se calcula, sobredimensiona la salida de divisas del país.

El balance de la cuenta financiera ha sido impresionantemente superavitaria. El crecimiento del Perú seguirá siendo un factor que atraiga capitales del exterior en el 2009. Nuestras proyecciones al respecto son cautas en vista de la turbulencia internacional. La mayor incertidumbre internacional podría eventualmente afectar las decisiones de inversión de parte de empresas del exterior que podrían tener interés en países emergentes como el Perú. Es, en particular, difícil que se repita el ingreso de capitales de corto plazo que hubo en el 2007 y 2008.

BALANZA DE PAGOS

(US\$ millones)

	2007	2008 ^{1/}	2009 ^{1/}
CUENTA CORRIENTE	1,505	-2,460	-4,417
Balanza Comercial	8,356	5,976	2,915
Exportaciones	27,956	34,864	38,108
Importaciones	-19,599	-28,889	-35,193
Servicios	-928	-1,096	-1,247
Renta de Factores	-8,418	-10,141	-9,085
Transferencias	2,495	2,800	3,000
CUENTA FINANCIERA	8,558	12,691	8,750
Sector Privado	9,002	10,991	9,650
Sector Público	-2,473	-1,937	-700
Capitales de corto plazo	2,030	3,637	-200
Flujo de RIN	10,130	10,231	4,333
RIN	27,689	37,920	42,253

^{1/} Proyecciones.

Fuente: BCR y Estudios Económicos Scotiabank. Elab: Estudios Económicos -Scotiabank

Finalmente, así como el deterioro de la cuenta corriente está sobredimensionado al contabilizar utilidades no remesadas de empresas extranjeras, el superávit de la cuenta financiera también está sobredimensionado, dado que estas utilidades no remesadas se contabilizan como una entrada de capital sin que refleje un flujo efectivo de divisas.

Como comentario final, el panorama futuro de la balanza de pagos, y para la balanza comercial en particular, sigue siendo bueno a pesar del riesgo de una caída en el precio de los metales industriales y el crecimiento de las importaciones. Si bien no hay proyectos mineros significativos entrando en el 2010, al menos no con seguridad, sí hay varios importantes entrando en el 2011-2012, incluyendo la ampliación de Cajamarquilla, los proyectos Tía María y Toromocho, entre otros, así como el proyecto de exportación de Camisea (a fines del 2010). Por tanto, es posible que el superávit comercial nunca llegue a desaparecer del todo, o lo haga por un periodo muy breve, antes de entrar en superávit nuevamente en el 2011.

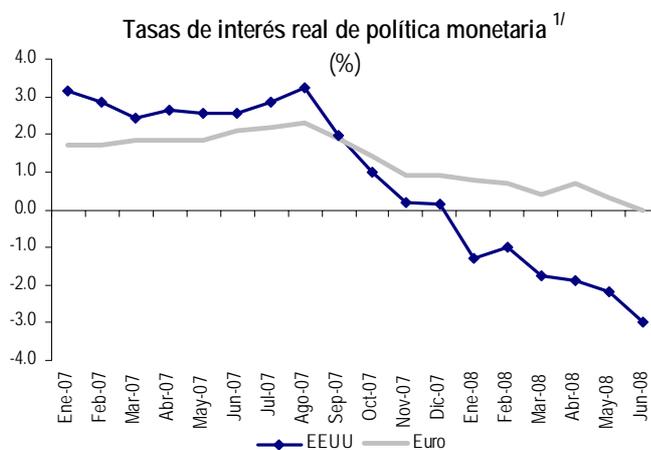
Las sombras de la economía: volatilidad de precios

Hemos elevado significativamente nuestro estimado de inflación de 4.8% a 6.8%, tanto para el 2008 como para el 2009. El riesgo del error es al alza. El mundo ha entrado a un claro proceso inflacionario. La inflación continuará siendo un problema mundial y para el Perú mientras las

principales economías del mundo mantengan políticas monetarias expansivas.

El problema principal sigue siendo la política monetaria de EEUU. La tasa de interés de referencia real de EEUU es fuertemente negativa (-3.0%). Al mismo tiempo, la Reserva Federal, FED, está inyectando una cantidad impresionante de liquidez al sistema en su intento por evitar una situación de insolvencia generalizada del sistema financiero. Es difícil identificar algún momento de política monetaria en EEUU más expansiva que la actual. Al mismo tiempo, otros bancos, incluyendo el Banco Central Europeo, también mantienen una combinación de tasas de interés reales bajas e inyección de liquidez, en sintonía con la política de la FED. El resultado es que la inflación mundial probablemente se mantenga alta en el futuro a pesar de la desaceleración mundial.

La política monetaria de la mayoría de los países es menos restrictiva que lo que la nueva realidad inflacionaria mundial requiere. Muchos bancos centrales del mundo tardaron en percibir la inflación como algo no temporal, sino permanente. Actualmente, la mayoría de países ya empezaron a subir sus tasas de interés de referencia. Sin embargo, las tasas en términos reales, siguen siendo, hoy, más bajas que cuando empezó el periodo inflacionario.



^{1/} Se descuenta con la inflación realizada en cada periodo. Se asume expectativas adaptativas.
Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

La desaceleración de la economía mundial probablemente reduzca el ritmo del incremento en los precios de los combustibles y *commodities* agrícolas. Sin embargo, el crecimiento mundial, y de los países emergentes en particular, sigue estando por encima de sus niveles históricos, lo cual limitará el grado y la sostenibilidad de correcciones en los *commodities* que el Perú importa. Adicionalmente, es difícil que se produzca un freno sostenido en la inflación de *commodities* mientras persista la situación de política monetaria expansiva en EEUU y de sobreabundancia de liquidez a nivel mundial.

En todo caso, la inflación importada ha trascendido el impacto de precios de combustibles y *commodities* agrícolas y, actualmente, las empresas enfrentan incrementos más generalizados en los insumos importados. Este factor está generando una, aún leve, inflación reptante de segunda vuelta.

Aún no es evidente que la demanda interna sea un factor generalizado detrás de la inflación. Sin embargo, sí existe un incremento de la demanda interna mucho mayor a la oferta en algunos rubros y sectores, en particular servicios y productos agrícolas para el consumo interno.

En los últimos años, el Perú no ha sentido el impacto de la subida del precio del petróleo gracias al Fondo de Estabilización de los Precios de Combustibles (FEPC). En adelante, dado el costo de mantener el FEPC, incrementos siguientes en el precio del petróleo tendrán que trasladarse en mayor magnitud que antes a los precios internos finales.

Tipo de cambio

No estamos variando nuestras proyecciones cambiarias. Esto no significa una validación de las mismas. Más bien, se debe a que la alta volatilidad actual del mercado cambiario no permite hacer proyecciones con algún grado de confianza. La visibilidad en el mercado cambiario ha sido muy afectada por la volatilidad generalizada de precios y la fuerte incertidumbre en los mercados mundiales, por lo que existe un margen de error muy amplio como para que una proyección sea practicable.

La volatilidad cambiaria es, en gran medida, el resultado de la sobreabundancia de liquidez a nivel internacional, y su migración de un mercado a otro en busca de rentabilidad de corto plazo. Este exceso de liquidez mundial está generando tanto desorden en los mercados cambiarios mundiales que la propia volatilidad se ha vuelto tan o más importante que la tendencia misma del tipo de cambio. Esto es cierto también a nivel del Perú.

Al mismo tiempo, se están dando cambios de percepción muy rápidos respecto de los fundamentos de los mercados. Existe una incertidumbre creciente respecto de la evolución de los metales, los fundamentos del dólar y las próximas medidas de los bancos centrales, todo lo cual afecta a los mercados cambiarios. Este entorno de incertidumbre suscita cambios frecuentes y bruscos en la dirección de los flujos de capitales que no necesariamente reflejan cambios en fundamentos.

El sol se ha debilitado en las últimas semanas, en parte debido al fortalecimiento mundial del dólar. Este fortalecimiento es, sin embargo, difícilmente sostenible puesto que los fundamentos del dólar no han mejorado sino deteriorado en el último año. Los factores del deterioro son significativos e incluyen: (i) una política monetaria de la FED fuertemente expansiva, con una tasa de interés de referencia muy negativa en términos reales (-3.0%) y con una inyección de liquidez exorbitante; (ii) el deterioro en la confianza que significa el hecho que EEUU enfrentará un déficit fiscal históricamente alto en el 2009, según estimados del propio gobierno; (iii) un deterioro significativo en los balances de la Fed debido a las medidas de salvataje a las instituciones financieras que ha implementado. Si bien los fundamentos del euro también se han deteriorado, esto no justifica un avance generalizado del dólar frente a otras monedas del mundo.

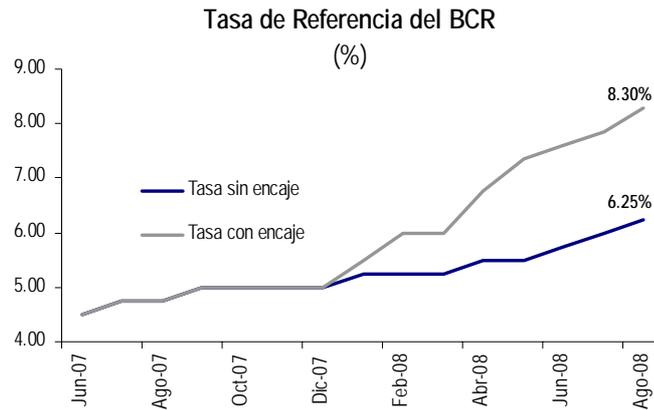
El comportamiento del BCR también es un factor difícil de predecir. El BCR ha dejado de intervenir en el mercado cambiario en los últimos meses a pesar de la gran volatilidad. No son claras las intenciones futuras del BCR al respecto.

La volatilidad cambiaria se está volviendo un factor que está afectando las finanzas de las empresas en el país. En esta coyuntura de alta volatilidad y baja visibilidad, sería conveniente que las empresas no sólo busquen la forma de protegerse ante el riesgo de determinada apreciación o depreciación cambiaria, sino también ante el riesgo que representa la volatilidad cambiaria misma, es decir, el cambio frecuente y brusco en el tipo de cambio.

Tasas de interés: un BCR más agresivo

El tono anti-inflacionario del BCR se ha vuelto recientemente más agresivo. Es probable que el BCR siga subiendo la tasa de interés de referencia, y, eventualmente, los encajes.

Si uno mira sólo la tasa de interés de referencia, la política monetaria del BCR no parece muy agresiva, pues la tasa real está en apenas 0.5%. Sin embargo, las subidas en encajes que se han dado desde febrero equivalen a dos puntos porcentuales adicionales de subida de tasa. Es decir, la política anti-inflacionaria del BCR es más agresiva que lo que aparenta.



Fuente: BCR, Estudios Económicos Scotiabank. Elab: Estudios Económicos - Scotiabank

Las tasas de interés de mercado han respondido en forma tímida a la política monetaria del BCR. Más que inducir incrementos en las tasas de interés de mercado, lo que las medidas del BCR han hecho ha sido frenar drásticamente la tendencia a la baja de varios años de estas tasas.

En parte, la reacción moderada de las tasas de mercado hasta el momento se debe a un rezago en el impacto en las medidas. Dada la agresividad creciente del BCR, es probable que la tendencia sea a un incremento paulatino en las tasas de interés. Entendemos que es ésta la intención del BCR, como forma, en última instancia, desacelerar moderadamente el crecimiento de la demanda interna del país. Este es un factor adicional de por qué esperamos una desaceleración del crecimiento del PBI a 7.0% en el 2009.

DISCLAIMER

Este reporte se basa en información de fuentes que se consideran confiables, habiéndose hecho todos los esfuerzos posibles y razonables para confirmar su exactitud, a pesar de lo cual el autor no se hace responsable por la misma. Las opiniones vertidas en este reporte, incluyendo la respectiva recomendación de inversión, se han hecho en función al criterio del autor, pudiendo estar erradas. En tal sentido, cualquier decisión de inversión que pueda tomar el lector de este reporte sobre los valores que en él se tratan, o cualquier otro, deberá basarse en su propio criterio y será de su exclusiva responsabilidad. El autor no garantiza ningún resultado sobre tal decisión de inversión. Finalmente, este reporte no es ni debe ser tomado como una cotización o solicitud para realizar operaciones.



Mercado de Capitales

Francisco Sardón de Taboada *Gerente General Adjunto* **211-6810**

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Análisis Sectorial / Regiones Política Comercial</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
César Liendo Vidal	<i>Macroeconomía General</i>	211-6000 ax. 6661
Estefany Castillo Ayllón	<i>Renta Variable / Renta Fija</i>	211-6000 ax. 6487
Juan Pablo Ramos Grimaldo	<i>Minería / Hidrocarburos / Economía Internacional</i>	211-6000 ax. 6558
Lucciano Hernandez	<i>Asistente</i>	211-6000 ax. 6851

Tesorería

Luis Felipe Flores	Gerente	211-6250
Enrique Pizarro Arista	<i>Head Trader</i>	440-6460
Gladys Huamán Camacho	<i>Mesa de Dinero e Inversiones</i>	440-9001
Mariela Van Oordt	<i>Mesa de Dinero e Inversiones</i>	211-6000 ax. 6406
María Teresa Duarte	<i>Jefe Mesa de Distribución</i>	440-6003
Manuel A. Salcedo Molina	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Erika Seminario	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Katherina Centeno	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Zoila Pardo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax. 6411
Gian Carlo Araujo	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax.6411
Catalina Sarda	<i>Dealer Mesa de Distribución</i>	211-6000 ax.6411

Trading

Alfredo Béjar	Gerente	440-4401
Fernando Suito Gonzalo	<i>Jefe Mesa de Cambios</i>	211-6000 ax. 6570
Jorge Villalta	<i>Trader de Cambios</i>	211-6000 ax. 6570
José Matilla	<i>Mesa de Trading</i>	211-6000 ax. 6570



Enrique Spihlmann Denegri	Gerente General	211-6714
Jaime Blanco Sánchez	<i>Head Trader</i>	442-9965
Julio Mavila Raaijen	<i>Trader</i>	441-2788
Juan Bruno Calle Mendez	<i>Trader</i>	440-5137
Liliana García Gonzales	<i>Jefe Comercial</i>	211-5914
Rosa Torres-Belón Cannon	<i>Broker</i>	211-5913
Felix Niño Berru	<i>Broker</i>	211-5912



Diana M. Arce Taramona	Gerente General	211-6714
Aurelio Díaz Pro	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6726
Isaac Figueroa	<i>Trader</i>	440-5506