



# **REPORTE DE INFLACIÓN**

---

*Marzo 2010*

---

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2010-2011**

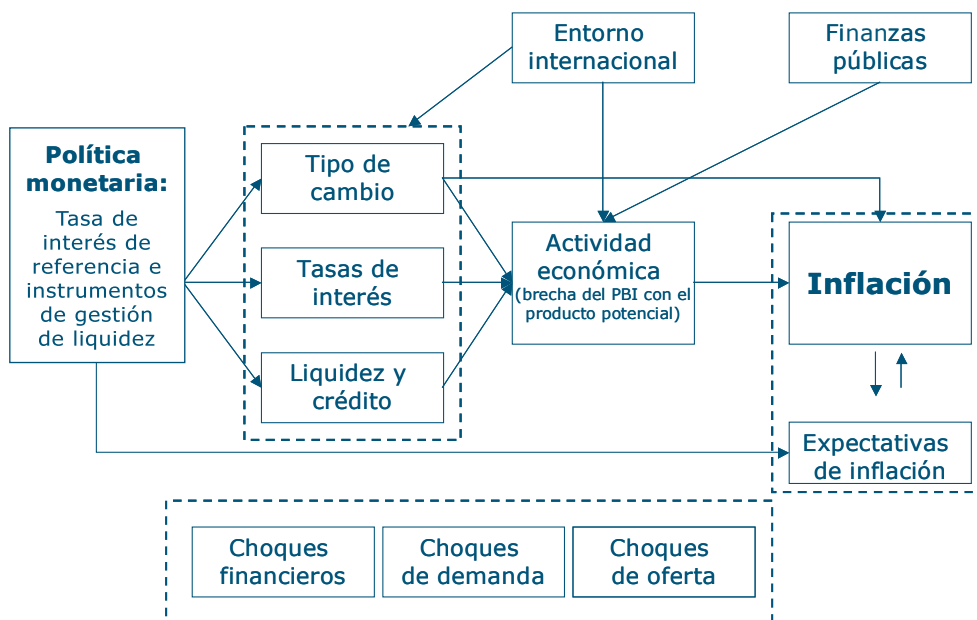


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2010-2011

*Marzo 2010*



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

Hecho el Depósito Legal en la  
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2010-2011

*Marzo 2010*

### CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo .....	5
Resumen .....	6
I. Escenario internacional .....	9
II. Balanza de pagos .....	32
III. Actividad económica .....	39
IV. Finanzas públicas .....	59
V. Política monetaria .....	71
VI. Inflación .....	90
VII. Balance de riesgos .....	103

### RECUADROS

1. Proyectos de Inversión .....	53
2. Perspectiva del abastecimiento eléctrico 2010 - 2030.....	56
3. Medidas recientes de política monetaria: Enero - Marzo 2010 .....	84
4. Nuevos límites a la posición de cambio de los bancos .....	86
5. Pensiones en nuevos soles: ampliando las alternativas de los pensionistas .....	88
6. Fondo para la estabilización de los precios de los combustibles derivados del petróleo .....	99
7. Cambio del año base del índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana .....	100

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a diciembre de 2009 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero y a febrero de 2010 de las cuentas monetarias, inflación, tipo de cambio y mercados financieros.

## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- Para el logro de este objetivo, el Banco ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). La meta de inflación del Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y constituye un compromiso permanente del BCRP con la estabilidad monetaria.
- El BCRP evalúa el cumplimiento de la meta inflacionaria de manera continua, es decir, tomando en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo la correspondiente a la del mes de diciembre de cada año. Ante cualquier desviación inflacionaria, el Banco Central adopta las acciones necesarias para retornar a la meta, para lo cual toma en cuenta que la política monetaria afecta a la economía con un rezago y que existen choques de oferta sobre los precios que están fuera del control de la política monetaria.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, razón por la cual esta tasa se determina con base en estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas. Adicionalmente, el Banco Central maneja otros instrumentos de política monetaria con los que puede afectar de manera más directa los volúmenes de liquidez y crédito como es el caso de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público en este Reporte de Inflación con la finalidad de lograr la comprensión sobre la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- Este Reporte presenta la evolución de los principales hechos económicos durante el año 2009 y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para los años 2010 y 2011.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en junio de 2010.





## Resumen

- i. El Banco Central ha continuado con su posición flexible de política monetaria manteniendo la tasa de referencia en niveles mínimos históricos (1,25 por ciento) desde el mes de agosto y utilizando las operaciones de inyección de liquidez y reducción de plazo de sus títulos para reforzar el impulso expansivo de la política monetaria.

Estas acciones de política monetaria han permitido alcanzar también mínimos históricos de las tasas de interés del sistema financiero. Como consecuencia el crédito ha continuado creciendo de manera importante, en particular desde el mes de octubre.

Asimismo, con la finalidad de reducir la volatilidad cambiaria y prevenir efectos no deseados en la posición financiera de los agentes económicos, el Banco Central ha realizado entre enero y febrero de este año intervenciones en el mercado de cambios hasta por US\$ 1 385 millones, esterilizando luego estas operaciones mediante la colocación de Certificados de Depósito (CDBCRP) a plazos cortos preservando de esta manera una posición expansiva de la política monetaria.

Como se indica en el Comunicado de Política Monetaria de marzo y teniendo en cuenta la naturaleza preventiva de las acciones de política monetaria, el Banco Central se mantendrá atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para adoptar ajustes oportunos en la posición de política monetaria que garanticen la ubicación de la inflación en el rango meta.

- ii. Tal como se señaló en el Reporte de Inflación de diciembre, la actividad económica de 2009 estuvo caracterizada por la corrección de inventarios y el reperfilamiento de proyectos de inversión privada, que llevaron a que el producto creciera en el año 0,9 por ciento en términos reales. A partir del segundo semestre del año, las señales de recuperación se fueron haciendo más evidentes alcanzando ya en el último trimestre un nivel de producto, medido en términos desestacionalizados, superior al observado al inicio de la crisis, convirtiéndose en uno de los ciclos económicos de más corta duración de los últimos 30 años, tanto en la fase de caída como en la fase de recuperación (4 trimestres en total).

Consistente con estos desarrollos, se mantienen las proyecciones previstas en el Reporte de Inflación de diciembre para los años 2010 y 2011 con una tasa de 5,5 por ciento de crecimiento para cada año.

- iii. En gran medida, el ciclo de recuperación que se viene observando en la economía mundial ha sido una respuesta al impulso causado por las políticas monetarias y fiscales en el mundo. Superado el periodo del ciclo de desaceleración de la

economía mundial, la atención se dirige ahora sobre la manera más eficiente de realizar un retiro gradual de los programas de estímulo, ya que en algunas economías se habría comenzado a elevar las expectativas de inflación. En ese contexto, algunos bancos centrales comenzaron por desactivar algunas de las medidas cuantitativas y elevar encajes, mientras que otros empezaron a elevar sus tasas de interés de política hacia posiciones menos flexibles de política monetaria.

Tomando en cuenta la evolución reciente del PBI mundial, para 2010 y 2011, se prevé un crecimiento más rápido de lo anticipado en el Reporte de diciembre de 2009. Así se espera que la economía mundial crezca 3,5 y 4,0 por ciento durante los próximos 2 años (frente a 3,3 y 3,8 por ciento para 2010 y 2011, respectivamente, previsto en el anterior Reporte).

- iv. El déficit fiscal registrado en 2009 equivalente a 1,9 por ciento del producto es consistente con un impulso fiscal mayor al previsto en el Reporte de Inflación de diciembre (1,1 en el ejecutado respecto al 0,6 por ciento previamente estimado). En el horizonte de proyección se prevé que se continuará ejecutando el Programa de Estímulo Fiscal y que gradualmente se irá convergiendo a una posición que implique un impulso fiscal más neutral. Por ello, se mantiene el déficit previsto en el Reporte anterior de 1,6 por ciento para este año y se reduce la proyección de déficit fiscal para el año 2011 de 1,2 a 1,0 por ciento del producto.
- v. En línea con lo que se había previsto en los Reportes de Inflación anteriores, la tasa de inflación durante 2009 se ubicó transitoriamente por debajo del rango meta en un contexto de reducción de expectativas de inflación y de reversión de choques de oferta en los precios de alimentos. Así la inflación acumulada en el año fue de 0,25 por ciento y de 0,8 por ciento al mes de febrero. Las tasas de inflación observadas durante los dos primeros meses del año reflejan las alzas de precios producidas en las tarifas de energía eléctrica y en el rubro de alimentos, este último asociado principalmente a factores estacionales.

Se prevé que la tasa de inflación irá convergiendo gradualmente hacia el rango meta, proyección que es consistente con una brecha producto que se va cerrando a lo largo del horizonte de proyección junto con expectativas inflacionarias en línea con la meta de inflación.

- vi. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son:
  - **Recuperación más lenta de la economía mundial** junto con un **menor crecimiento en los términos de intercambio**. Al igual que el Reporte de Inflación de diciembre, el escenario base considera que la actividad económica mundial continuaría dando signos de recuperación a lo largo de 2010. No obstante, existe la posibilidad de que esta recuperación sea más lenta debido al retiro de los estímulos monetarios y fiscales en economías industrializadas y a



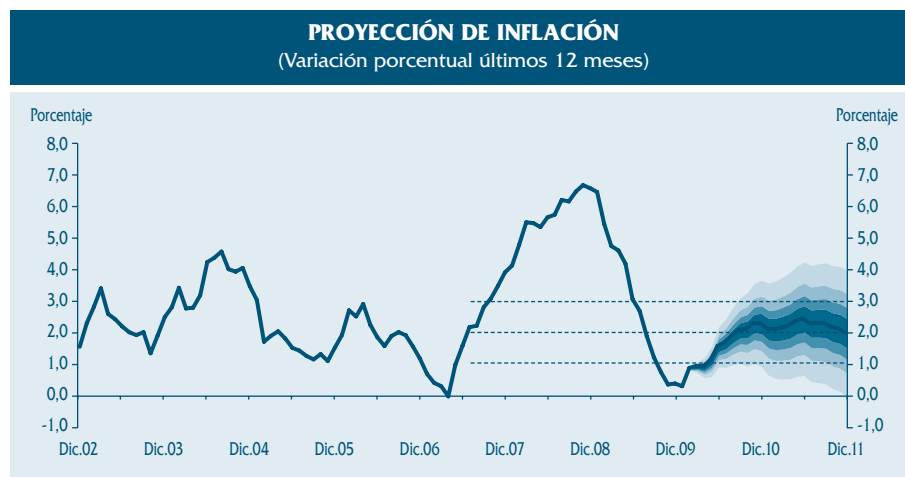


la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunas economías europeas. Asimismo, una menor demanda mundial por *commodities* podría tener implicancias sobre el precio de las exportaciones primarias y una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

De materializarse estos riesgos, la política monetaria mantendría la posición de estímulo monetario por un mayor tiempo.

- **Mayor dinamismo en la economía doméstica.** El escenario de proyección considera un entorno de recuperación de la actividad doméstica sostenida principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado y el gasto público se elevan significativamente, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
- **Incremento en el precio de los alimentos.** La ocurrencia de determinadas condiciones climáticas anómalas podría afectar la producción interna y los precios de ciertos alimentos y, a través de ellos, extenderse a otros productos de la canasta de consumo. Asimismo, un alza de precios internacionales de alimentos por un incremento de la demanda mundial mayor a la esperada podría tener un impacto en los precios domésticos.

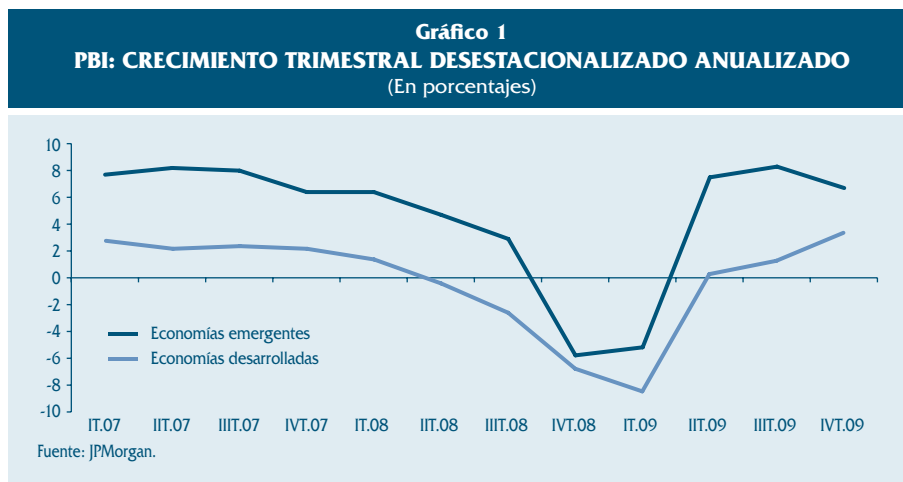
En el caso de producirse un aumento en los precios, se requeriría una respuesta de política monetaria, sólo si afectara las expectativas de inflación.





# I. Escenario Internacional

1. La evolución de la economía mundial, durante el cuarto trimestre de 2009, continuó mostrando una recuperación, luego de haberse registrado una caída importante en el primer trimestre de dicho año. Esta reversión de las condiciones recesivas responde al impulso significativo creado por las políticas fiscales y monetarias expansivas, a lo que se unió la recuperación de inventarios de productos terminados e insumos. Esta evolución de la actividad productiva internacional ha sido más importante en las economías en desarrollo, entre las que destaca China, economías que en general se encontraron menos expuestas a la crisis financiera de las hipotecas *subprime*.



2. La recuperación de la economía mundial ha llevado a la revisión al alza en las proyecciones de crecimiento del PBI de las economías desarrolladas y en desarrollo para el presente y el próximo año. Se proyecta que el PBI mundial crezca 3,5 por ciento en 2010, tasa mayor a la proyección presentada en el Reporte de Inflación de diciembre. En particular, se ha incrementado la proyección de crecimiento del PBI de los Estados Unidos, de 2,6 a 3,1 por ciento en 2010. Cabe destacar que el crecimiento de la producción de los principales socios comerciales del Perú también ha sido revisado al alza, de 3,0 a 3,3 por ciento.
3. Algunos indicadores que confirman la recuperación de la actividad productiva mundial son el crecimiento de las exportaciones mundiales en términos de volumen y precios y, en igual sentido, la encuesta de las gerencias de compras en economías desarrolladas de los sectores manufactura y servicios (índices PMIs) que se ha ubicado en la zona de expansión al cuarto trimestre de 2009.





**CUADRO 1  
CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	2008	2009	2010		2011	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
1. EUA	0,4	-2,4	2,6	3,1	2,9	2,9
2. Eurozona	0,6	-4,0	0,9	0,9	1,5	1,6
3. Japón	-1,2	-5,2	1,5	1,5	1,6	1,9
4. Reino Unido	0,5	-5,0	1,2	1,2	1,9	2,2
5. Canadá	0,4	-2,5	2,1	2,4	3,3	3,4
6. Otras economías desarrolladas	1,7	-1,1	2,9	3,3	3,5	3,4
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>
1. África	5,2	1,9	4,0	4,0	5,2	5,3
2. Europa Central y del Este	3,1	-4,1	1,7	1,7	3,8	3,9
3. Comunidad de Estados independientes	5,5	-6,8	2,4	2,9	3,9	4,0
Rusia	5,6	-7,9	1,8	3,2	3,4	3,6
4. Asia en desarrollo	7,6	6,5	7,3	7,6	7,3	7,7
China	9,0	8,7	9,0	9,2	9,0	9,2
India	7,5	6,0	6,0	6,5	6,0	6,5
5. Medio Este	5,3	2,2	4,2	4,2	4,6	4,8
6. América Latina y Caribe	4,2	-1,8	3,3	3,5	3,7	3,7
Brasil	5,1	-0,2	4,5	4,8	3,5	3,5
<b>Economía Mundial</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>
Nota:						
<b>BRICs 1/</b>	<b>7,7</b>	<b>4,5</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>
<b>Socios Comerciales 2/</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>

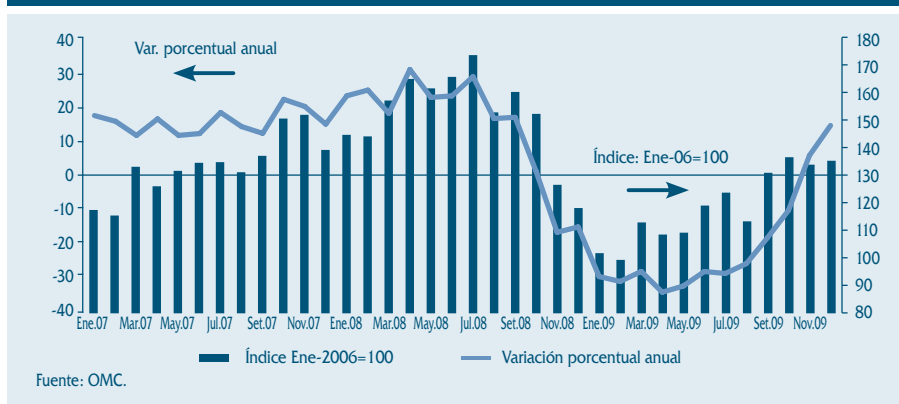
1/ Brasil, Rusia, India y China.

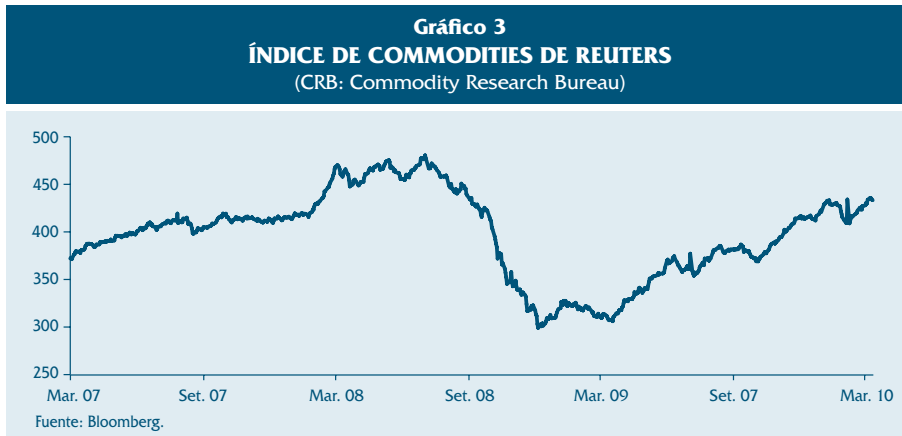
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.

RI Dic.09: Reporte de Inflación de diciembre de 2009.

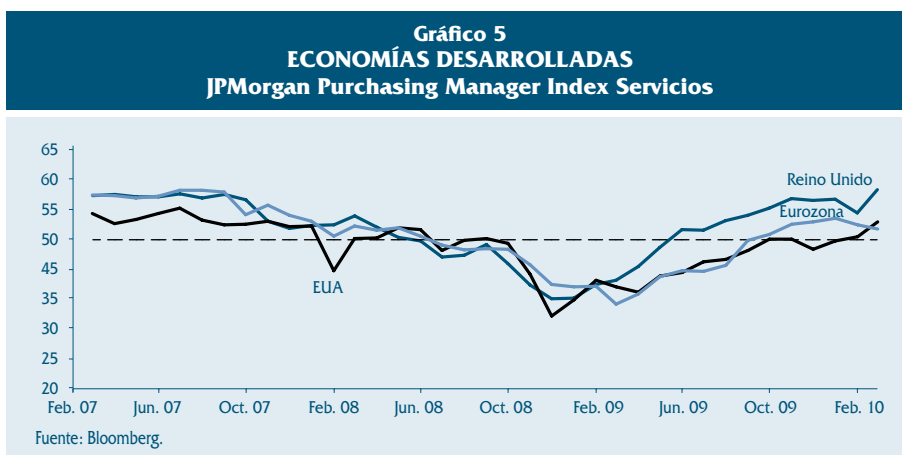
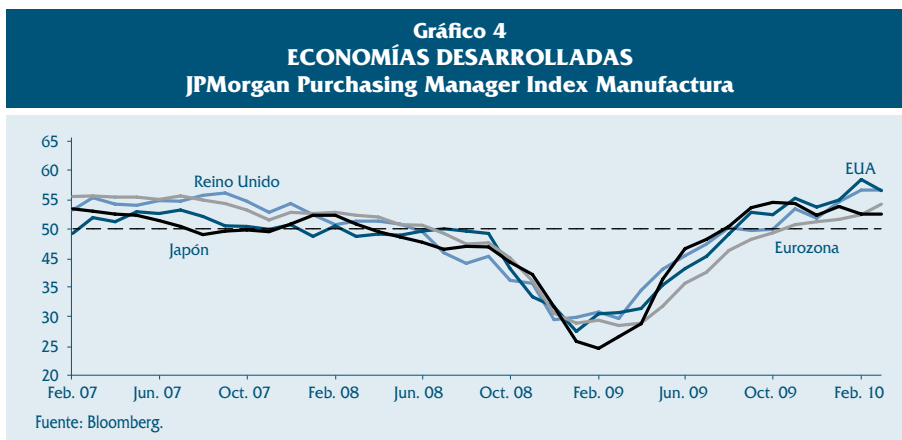
RI Mar.10: Reporte de Inflación de marzo de 2010.

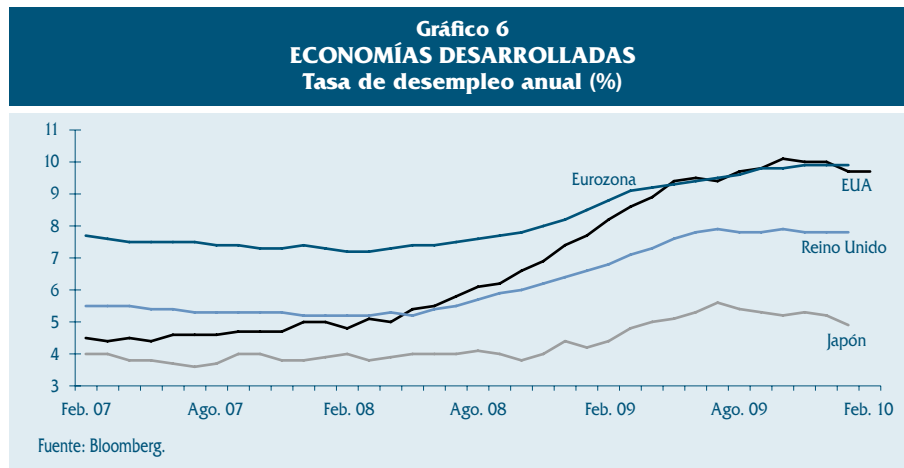
**Gráfico 2  
EXPORTACIONES MUNDIALES**  
(Variación porcentual anual e Índice base enero 2006=100)



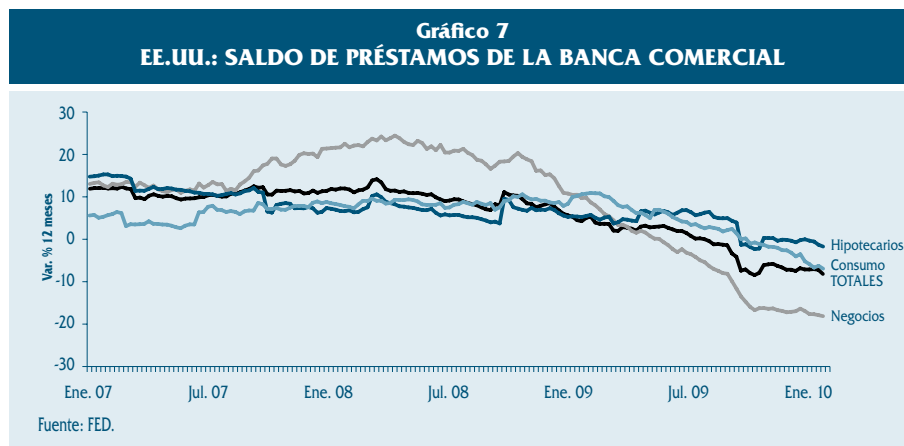


4. La recuperación de las economías desarrolladas se asocia al impacto de las políticas macroeconómicas expansivas, a la reposición de inventarios, en especial en Estados Unidos, y al aumento de las exportaciones. En contraste, el consumo privado continuó deprimido debido a la debilidad del empleo, a la continua restricción crediticia y a la tendencia al alza del ahorro privado.





- El impacto negativo de la crisis financiera en las carteras de crédito y en la base de capital de entidades financieras en economías desarrolladas ha implicado una pobre evolución del crédito bancario, en particular del crédito empresarial y del crédito de consumo. En el caso de los Estados Unidos, el crédito empresarial y el de consumo cayeron en 16,4 y 3,5 por ciento, respectivamente, en 2009.



- La reversión de las condiciones recesivas en la economía mundial se ha debido a una importante expansión del gasto público y al sostenimiento de políticas monetarias expansivas en términos de tasas de interés e inyección de liquidez directa a los mercados financieros. La posición fiscal expansiva se ha traducido en déficit fiscales elevados y en consecuencia en un alza importante en el nivel de la deuda pública en muchos países. La solvencia fiscal, definida como la capacidad para servir la deuda pública en las condiciones vigentes, se encuentra amenazada en los casos en los que, al inicio de la crisis, ya se tenía una deuda elevada y en los que se tengan dificultades para reducir el déficit fiscal.

Las especulaciones sobre la solvencia fiscal de algunas economías, como Grecia, han provocado este año una ola de volatilidad en diversas variables financieras y un relativo pesimismo sobre la recuperación económica en algunos países de la zona del Euro. A la fecha de preparación del presente Reporte de Inflación, existe incertidumbre sobre la resolución del programa de financiamiento de la deuda pública de Grecia y del programa de ajuste fiscal en dicho país.

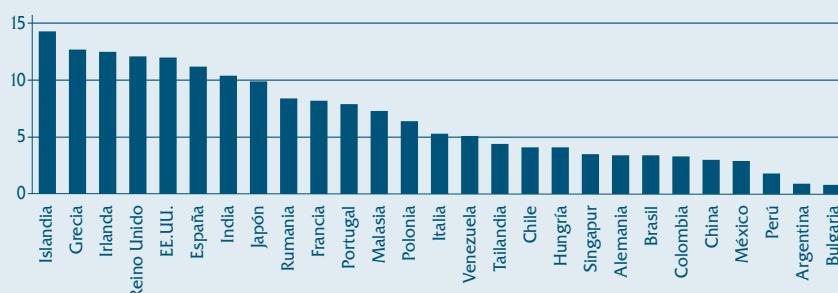
El financiamiento fiscal, en un entorno de retiro del estímulo monetario en las economías más afectadas por la crisis *subprime*, se constituye en una fuente de riesgo a la recuperación de la actividad productiva mundial debido a la reanudación de la aversión al riesgo y la consecuente volatilidad en los mercados financieros internacionales. Este riesgo podría ser atenuado con la gestión coordinada de las políticas macroeconómicas de las economías desarrolladas.

**CUADRO 2**  
**INDICADORES MACROFINANCIEROS DE GRECIA, IRLANDA, PORTUGAL Y ESPAÑA EN EL AÑO 2009**

	Grecia	Irlanda	Portugal	España	Perú
1. Crecimiento del PBI (var%)	-2,0	-7,2	-2,7	-3,6	0,9
2. Tasa de desempleo (%)	9,5	11,6	9,5	18,0	8,4
3. Déficit fiscal / PBI	-12,7	-12,5	-7,9	-11,2	-1,9
4. Deuda Pública / PBI	113	66	77	54	27
5. Cuenta Corriente de Balanza de Pagos/PBI	-8,8	-3,1	-10,2	-5,4	0,2
6. Margen de deuda (Credit Default Swap en pbs)	283,4	158,0	91,7	113,5	123,6
7. Calificación de deuda a marzo 2010					
- Moody's	A2	Aa1	Aa2	Aaa	Baa3
- S&P	BBB+	AA	A+	AA+	BBB-
- Fitch	BBB+	AA-	AA-	AAA	BBB-

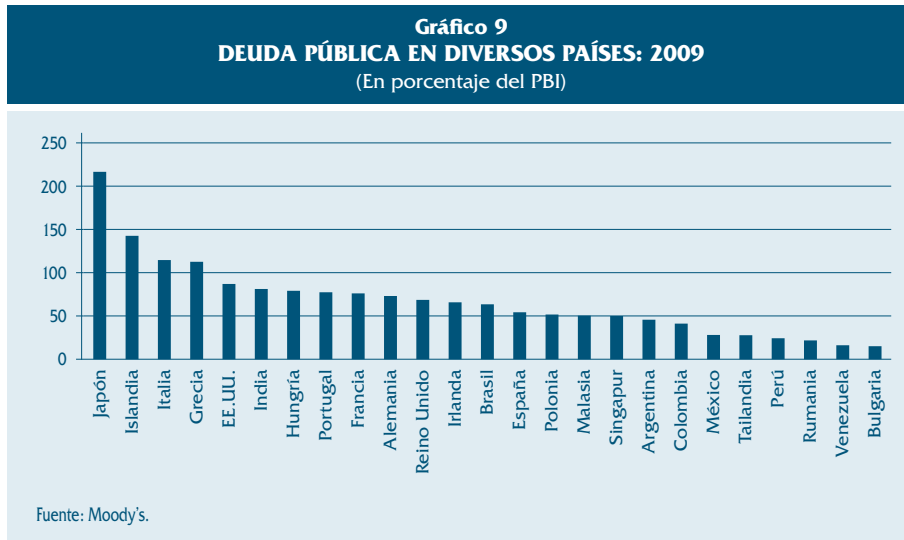
Fuente: Bloomberg y Moody's.

**Gráfico 8**  
**DÉFICIT FISCAL EN DIVERSOS PAÍSES: 2009**  
(En porcentaje del PBI)



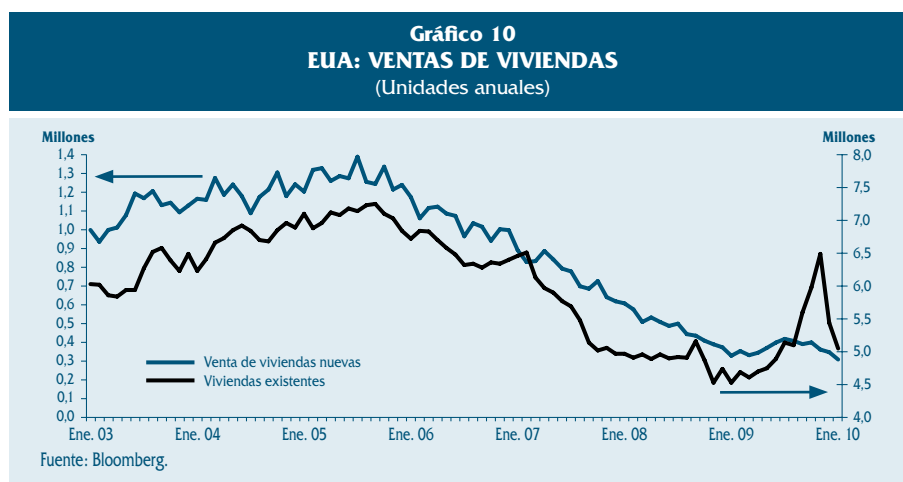
Fuente: Moody's.





7. En el caso de **Estados Unidos** la economía mostró un crecimiento de 5,6 por ciento en el cuarto trimestre, con lo cual acumuló dos trimestres sucesivos de expansión. Los datos mostraron una mejora en la inversión privada, las exportaciones y un incremento en los inventarios, aunque la contribución del consumo privado sigue siendo reducida.

Los indicadores de ventas de viviendas, existentes y nuevas, mostraron caídas significativas en los meses de diciembre de 2009 y enero de 2010 (de 16,2 y 3,9 en diciembre y de 7,2 y 11,2 en enero, respectivamente); al igual que los precios de los inmuebles (caídas de los precios de 2 y 0,6 por ciento en diciembre de 2009 y en enero de 2010, respectivamente).





En lo que va de 2010 otros indicadores han mostrado una evidencia mixta. Por un lado, los reportes de empleo de febrero (la reducción de la tasa de desempleo desde su nivel más alto de 10,1 en octubre 2009 a 9,7 por ciento en febrero) y de la actividad de servicios (en zona de expansión por tres meses consecutivos) superaron las expectativas del mercado.

En línea con estos desarrollos, se estima que la economía crezca 3,1 por ciento en 2010, proyección que asume, además, una gradual normalización en las condiciones crediticias y una estabilización en el mercado laboral, aunque con tasas de desempleo aún altas.

8. En el caso de la **Eurozona** la mayoría de economías tuvieron una recuperación en el tercer y cuarto trimestre, aunque a tasas menores que en Estados Unidos. Por el lado del gasto, la exportación ha sido el componente más dinámico, en particular en el caso de Alemania y Francia, mientras que, por el lado sectorial, la actividad industrial se ha recuperado.





La proyección de crecimiento para 2010 se ubica en 0,9 por ciento, luego de haberse contraído 4,0 por ciento en 2009. Sin embargo, esta proyección no refleja una evolución uniforme. Por un lado se espera tasas de crecimiento positivas en las economías europeas más grandes, como Alemania y Francia, mientras que en las economías periféricas, en particular aquéllas afectadas recientemente por la incertidumbre sobre su sostenibilidad fiscal, se registrarían tasas de crecimiento cercanas a cero e incluso negativas en 2010.

9. La economía de **Japón** ha venido mostrando una recuperación. El PBI del cuarto trimestre presentó un crecimiento anualizado de 4,5 por ciento, impulsado por el dinamismo del sector exportador. Asimismo, las perspectivas de crecimiento de la demanda interna se han visto favorecidas por la evolución mejor a lo esperada del consumo y de la inversión. El consumo se ha fortalecido por los incentivos tributarios al consumo de bienes duraderos y por la normalización de las condiciones en el mercado laboral (la tasa de desempleo en febrero fue de 4,9 por ciento, una de las más bajas entre las economías desarrolladas).
10. Las **economías emergentes** han mostrado, en promedio, una evolución favorable a partir del segundo semestre de 2009, la que ha continuado en lo que va de este año. Se estima que las economías emergentes crecieron 2 por ciento en 2009, 4 puntos por debajo de lo observado en 2008, y que se recuperarían en 2010 creciendo a una tasa de 5,3 por ciento.

**CUADRO 3**  
**PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL**  
(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)

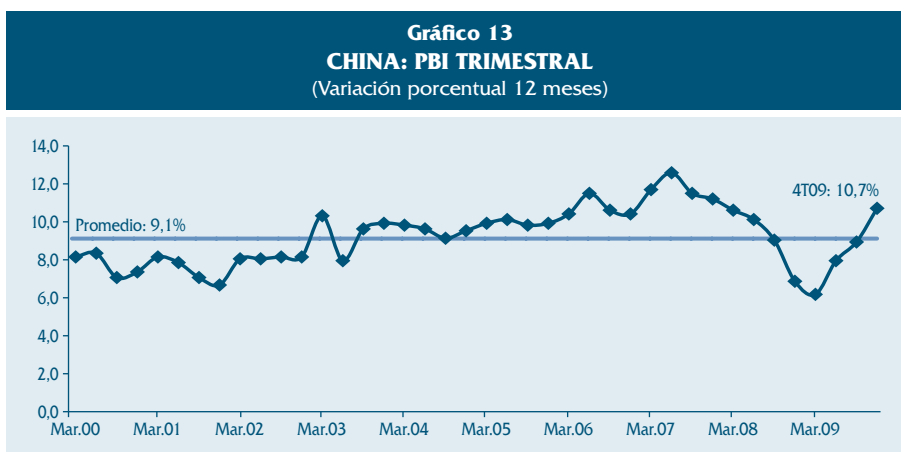
	2008	2009			
	IV	I	II	III	IV
<b>Asia Emergente</b>					
China	6,8	6,1	7,9	8,9	10,7
Corea	-3,4	-4,2	-2,2	0,9	6,0
India	5,8	5,8	6,1	7,9	6,0
<b>América Latina</b>					
Brasil	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3
Chile	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1
Colombia	-1,0	-0,5	-0,3	-0,2	2,5
México	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3
Perú	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4
<b>EMEA*</b>					
Israel	1,3	0,7	0,0	-0,3	2,4
Rusia	1,2	-9,8	-10,9	-8,9	-,-
República Checa	-0,1	-3,9	-5,2	-5,0	-2,8
Sudáfrica	1,9	-0,7	-2,7	-2,2	-1,4

\*Europa Emergente, Medio Oriente y África.  
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

11. Dentro de las principales economías emergentes, **China** continuó creciendo a tasas elevadas. En el cuarto trimestre de 2009 China registró un crecimiento de

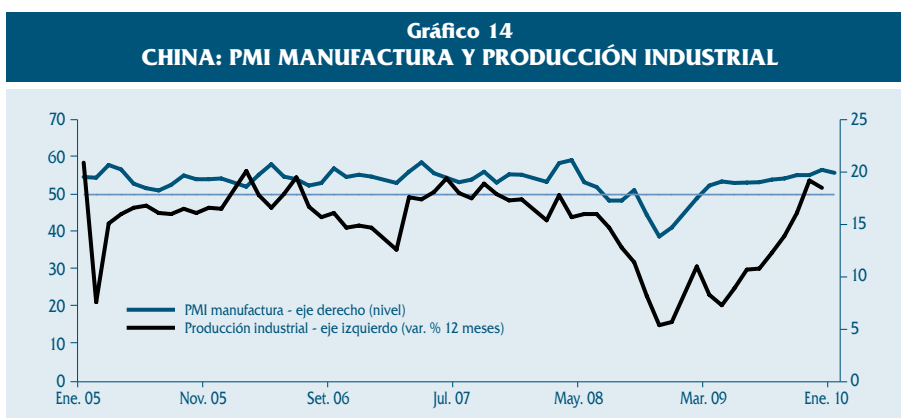


10,7 por ciento respecto al cuarto trimestre de 2008, con lo que su crecimiento anual alcanzó 8,7 por ciento. Ello se explica por el dinamismo de la inversión –tanto pública como privada– así como por la recuperación del sector exportador.



El elevado crecimiento ha generado preocupaciones de sobrecalentamiento de la economía. Existe el riesgo de que, en un contexto de acelerado crecimiento del crédito (el crédito al sector privado creció 32 por ciento en 2009), se podría generar una burbuja de precios en el sector inmobiliario o bursátil, así como presiones sobre los precios.

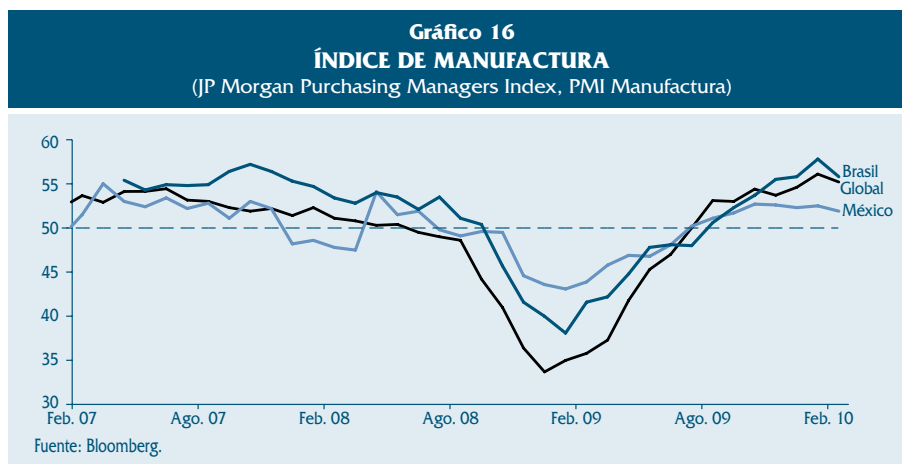
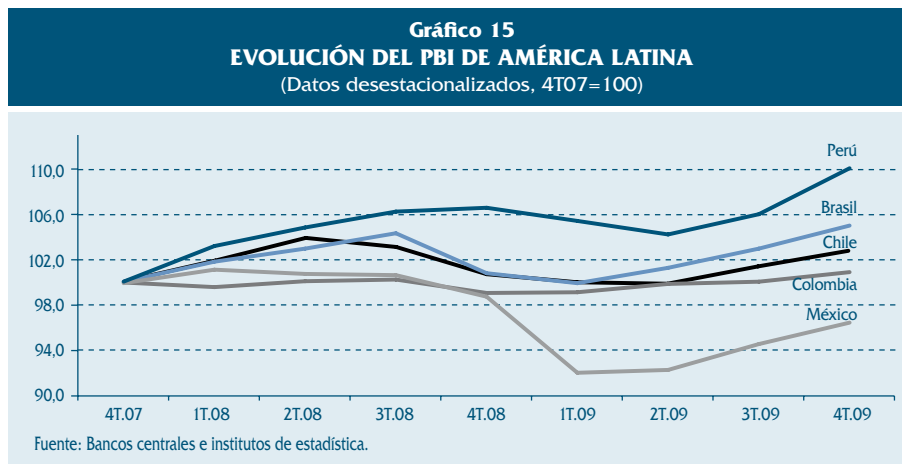
En lo que va de 2010, tanto el Banco Central de China como las autoridades reguladoras del sistema financiero tomaron diversas medidas para controlar la liquidez; el Banco Central aumentó el encaje bancario en dos oportunidades y el regulador del sistema bancario anunció cuotas de crédito mensual y endureció las condiciones crediticias. Estas medidas han coincidido con una disminución de los índices del sector industrial y PMI de manufactura en enero y febrero. El sector exportador, por el contrario, mantiene su dinamismo: en el mes de febrero, las exportaciones registraron la mayor expansión mensual en cinco años. Se estima que la economía crecería 9,2 por ciento en 2010.





12. Las economías de **América Latina** cerraron el año 2009 con resultados mixtos. Según datos ejecutados, países como Perú y Argentina registraron tasas de crecimiento positivas mientras que Chile y Brasil mostraron caídas moderadas en su nivel de actividad. Por su parte, el PBI de México disminuyó 6,5 por ciento debido a su exposición a Estados Unidos y los efectos negativos de la gripe AH1N1, particularmente en el primer semestre del año.

Para 2010, las perspectivas, en general, son favorables gracias al dinamismo esperado de la demanda externa y la reversión del efecto inventarios. Por el momento, indicadores de producción industrial, capacidad utilizada y ventas minoristas están mostrando una recuperación aunque todavía diferenciada a nivel de países. De igual manera, la evolución de la inflación anual se ha estabilizado y en algunos casos, como el de Brasil, está revirtiendo la tendencia a la baja del año previo, lo cual sumado al dinamismo de la demanda, están generando mayores expectativas de inflación para fin de año. En este contexto, en febrero, el Banco Central de Brasil elevó los requerimientos de encaje para retirar el exceso de liquidez en el mercado.

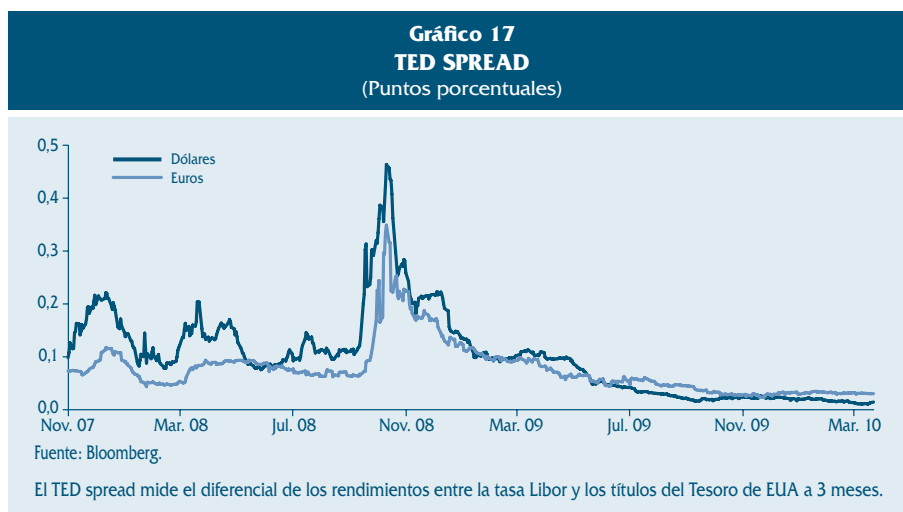


## Mercados Financieros

13. En lo que va del año, los mercados financieros internacionales han continuado, en términos generales, con la evolución favorable observada en los últimos trimestres. Ello refleja una reducción de la aversión al riesgo, la recuperación de la confianza de los inversionistas y las mejores perspectivas de crecimiento, luego de la fuerte recesión mundial que afectó en mayor medida a las economías desarrolladas.

El mercado de dinero ha mostrado condiciones similares a las observadas previas a la crisis. Los mercados de capitales también mostraron una evolución positiva, aunque con mayor volatilidad ante algunos eventos desfavorables. En el mercado de crédito bancario, por el contrario, la mejora es más lenta y las condiciones crediticias aún son más estrictas que las que existían antes de la crisis.

14. Los mercados de dinero continuaron con la tendencia positiva observada desde el segundo trimestre de 2009, en línea con la normalización de las condiciones de liquidez. Los indicadores más relevantes de estos mercados –como el *TED spread*– muestran niveles similares a los observados en setiembre de 2008.



15. Dada la normalización de las condiciones de liquidez en los principales mercados de dinero y la consiguiente menor demanda de fondos por parte de las instituciones financieras, los bancos centrales han seguido avanzando con la desactivación de algunas líneas extraordinarias de liquidez creadas durante la crisis (como las subastas especiales), reduciendo los plazos de las operaciones de crédito o alterando las tasas de colocación (de fija a variable), entre las principales medidas. En lo que va del año, la FED incrementó su tasa de redescuento en 25 pbs. (a 0,75 por ciento), el primer incremento desde junio de 2006, aunque ha anunciado que va a mantener la tasa de política monetaria en 0,25 por ciento por un largo período.





Cabe precisar que en lo que va del año, la mayoría de bancos centrales no modificaron las tasas de interés, en un contexto de incertidumbre en los mercados internacionales. De otro lado, Australia e India incrementaron su tasa en marzo ante la evidencia de presiones sobre precios y de fuerte recuperación económica; mientras que, por otro lado, Islandia, Hungría y Sudáfrica redujeron tasas en 50 pbs.

**CUADRO 4  
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

	Fecha					Variación (pbs.) acumulada		
	Set. 08	Set. 09	Dic. 09	Ene. 10	Mar. 10	Dic. 09	Set. 09	Set. 08
Pakistán	13,00	13,00	12,50	12,50	12,50	0	-50	-50
Islandia	15,50	12,00	10,00	9,50	9,50	-50	-250	-600
Brasil	13,75	8,75	8,75	8,75	8,75	0	0	-500
Sudáfrica	12,00	7,00	7,00	7,00	6,50	-50	-50	-550
Indonesia	9,25	6,50	6,50	6,50	6,50	0	0	-275
Turquía	16,75	7,25	6,50	6,50	6,50	0	-75	-1025
Hungría	8,50	7,50	6,25	6,00	5,75	-50	-175	-275
China	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	0	0	-189
India	9,00	4,75	4,75	4,75	5,00	25	25	-400
México	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	-375
Australia	7,00	3,00	3,75	3,75	4,00	25	100	-300
Filipinas	6,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0	0	-200
Colombia	10,00	4,00	3,50	3,50	3,50	0	-50	-650
Polonia	6,00	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-250
Eslovaquia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-175
Nueva Zelanda	7,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-500
Corea del Sur	5,25	2,00	2,00	2,00	2,00	0	0	-325
Noruega	5,75	1,25	1,75	1,75	1,75	0	50	-400
Israel	4,25	0,75	1,25	1,25	1,25	0	50	-300
Perú	6,50	1,25	1,25	1,25	1,25	0	0	-525
Tailandia	3,75	1,25	1,25	1,25	1,25	0	0	-250
Taiwán	3,50	1,25	1,25	1,25	1,25	0	0	-225
BCE	4,25	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	-325
República Checa	3,50	1,25	1,00	1,00	1,00	0	-25	-250
Chile	8,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-775
Reino Unido	5,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-450
Canadá	3,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-275
Suecia	4,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-450
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-175
Suiza	2,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-250
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-40

Fuente: Reuters y Bloomberg.

16. Con respecto a la evolución de los mercados de capitales, en los mercados de renta fija y variable, se observó una evolución favorable pero con alzas temporales y mayor volatilidad debido inicialmente a temores sobre una posible desaceleración en las economías desarrolladas y en China, y, posteriormente, a la crisis fiscal en Grecia.

Ambos factores, en especial la crisis fiscal de Grecia, generaron un ligero incremento de los *spreads* crediticios en los principales mercados de renta fija. Este pesimismo también se extendió a los mercados de renta variable, donde las principales bolsas

registraron ligeros retrocesos por el temor de los efectos sobre el crecimiento de una crisis de deuda en algunas economías de la Eurozona (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España).

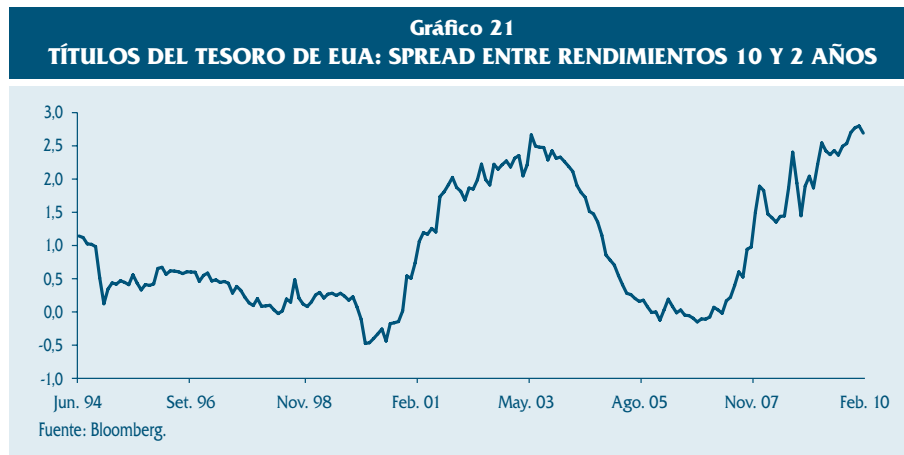
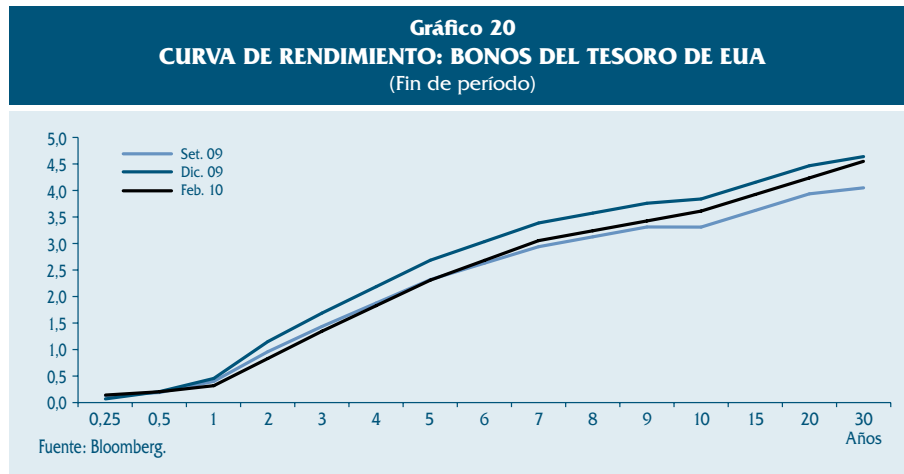
Sin embargo, la sobre reacción inicial a estos factores se fue diluyendo. Al cierre de este informe, los mercados venían mostrando una evolución favorable por el optimismo respecto a que Grecia recibiría el apoyo de la UE. Los índices bursátiles (medidos por el índice de bolsas de las economías desarrolladas del MSCI) mostraron mejoras en lo que va del año aunque se encuentran aún por debajo de los niveles alcanzados en 2007. Por su parte, el indicador de volatilidad de los índices bursátiles norteamericanos (VIX) ha retornado a su nivel previo a la crisis financiera *subprime*.

En este contexto, los *spreads* emergentes observaron una tendencia al alza durante febrero, aunque con una corrección posterior. Cabe destacar que, en el caso de América Latina, dicha alza fue moderada, lo cual reflejaría que los eventos en los países periféricos de la Eurozona no han tenido impacto significativo sobre otras regiones.





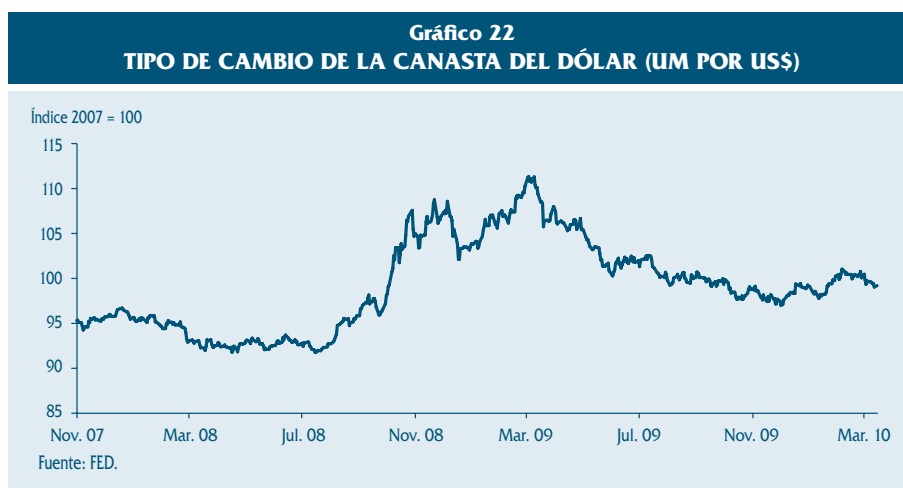
17. Con respecto a la evolución de los rendimientos de los títulos del Tesoro de EUA, cabe mencionar que las señales de la FED respecto a que las tasas de interés se mantendrían bajas por un periodo largo han influido en el empinamiento de la curva de rendimientos. El tramo corto se ha contraído mientras que el tramo largo de la curva se ha expandido, revelando en parte el futuro ajuste de tasas y la fuerte emisión de papeles del Tesoro para el financiamiento de los paquetes fiscales.



### Mercados cambiarios

18. Desde abril de 2009, producto de la menor aversión al riesgo y el mantenimiento de expectativas de bajas tasas de interés en Estados Unidos, el dólar (medido a través del índice que elabora la FED en base a la una canasta de principales socios de EUA) estuvo mostrando una tendencia depreciatoria. Sin embargo, en los primeros meses de este año el dólar revirtió esta evolución frente a las monedas desarrolladas de Europa, como el euro, ante la incertidumbre en torno a la situación de Grecia.

Por el contrario, frente a las economías de la región, el dólar registró una tendencia depreciatoria durante la mayor parte de año. Las monedas de la región se han visto apoyadas, además, por una mejora en los precios de los *commodities*. En este contexto, diversos bancos centrales de la región han venido activando mecanismos de intervención en los mercados cambiarios.



**CUADRO 5**  
**TIPOS DE CAMBIO: UNIDADES MONETARIAS POR US\$**

	Dic.07 (1)	Dic.08 (2)	Dic.09 (3)	Mar.10 (4)	Var.% acum. respecto a :	
					Dic.09 (4)/(3)	Dic.08 (4)/(2)
Real/US\$	1,78	2,31	1,74	1,76	1,1	-23,8
Peso Méx/US\$	10,9	13,8	13,1	12,6	-3,9	-9,0
Peso Ch/US\$	498	636	507	519	2,4	-18,3
Peso Col/US\$	2 017	2 246	2 039	1 893	-7,2	-15,7
PEN/US\$	3,00	3,14	2,89	2,84	-1,7	-9,4
Euro/US\$	0,69	0,72	0,70	0,73	4,7	2,1
Yen/US\$	111,3	90,9	92,7	90,5	-2,3	-0,4

Fuente: Bloomberg.

### Términos de intercambio y precios de *commodities*

19. En 2009 los precios de los *commodities* mostraron un crecimiento sostenido aunque sin alcanzar los niveles máximos observados en 2008. Ello significó que, como promedio anual, los términos cayeran 5,5 por ciento durante 2009.

Para 2010 se estima un aumento de 12,9 por ciento en los términos de intercambio. Los precios de exportación han continuado recuperándose en los primeros





meses del presente año, proyectándose un aumento anual de 17 por ciento. Ello se sustenta en las mejores perspectivas de la economía mundial, en el mayor dinamismo de la demanda de inversionistas y en factores relacionados a la oferta de metales.

Similar tendencia se observaría en los precios de las principales importaciones. La caída en el índice de precios externo, asociada al fortalecimiento del dólar, estaría contrarrestando parcialmente este impacto.

**CUADRO 6**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(Datos promedio del período)

	Ejecución			2010*		2011*	
	2007	2008	2009	RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>Términos de intercambio</b>	<b>3,4</b>	<b>-13,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>
<b>Precios de Exportaciones</b>	<b>14,4</b>	<b>5,1</b>	<b>-12,5</b>	<b>20,3</b>	<b>17,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>
Cobre (ctv por libra)	323	315	234	303	322	303	320
Zinc (ctv por libra)	147	85	75	100	102	100	101
Oro (US\$ por onza)	697	872	974	1 129	1 111	1 129	1 110
<b>Precios de Importaciones</b>	<b>10,7</b>	<b>20,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>9,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>
Petróleo (US\$ por barril)	72	100	62	82	80	86	83
Trigo (US\$ por TM)	231	293	193	216	191	236	216
Maíz (US\$ por TM)	138	192	139	168	150	180	163
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 092	729	918	850	937	903
Arroz (US\$ por TM)	337	685	561	523	537	491	530
Azúcar (US\$ por TM)	256	305	412	464	505	405	426

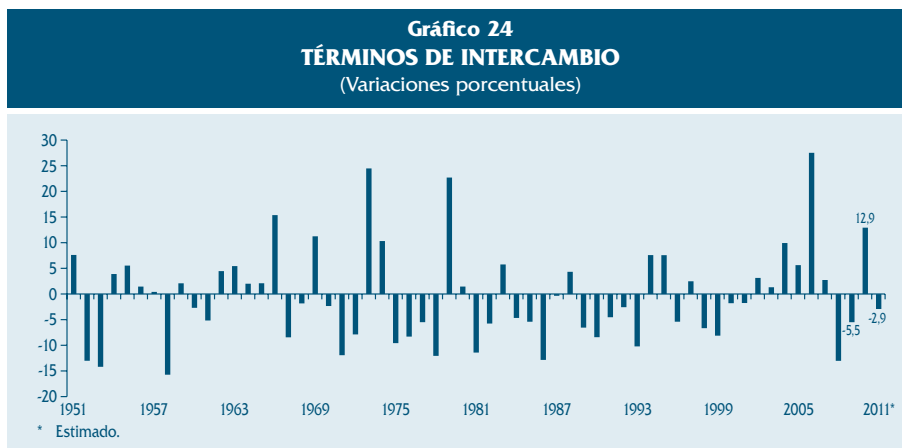
RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Gráfico 23**  
**ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
(1994=100)







## Cobre

20. La cotización del cobre acumuló en 2009 un aumento de 127 por ciento, ubicándose en US\$/lb. 3,2 (nivel similar al de setiembre de 2008). La recuperación del cobre estuvo asociada a las mejores perspectivas de demanda mundial así como a factores de oferta. Cabe destacar el importante papel que ha jugado la política de acumulación de inventarios de China y la recuperación del sector construcción e industrial en diversas regiones. Todo ello impulsado, además, por los paquetes de estímulo fiscal y monetario que implementaron la mayoría de países para poder sobrellevar la crisis. Desde el lado de la oferta, los diferentes cierres de minas y refinerías (por mantenimiento, problemas técnicos, huelgas, problemas climáticos, etc.) también contribuyeron con esta tendencia.

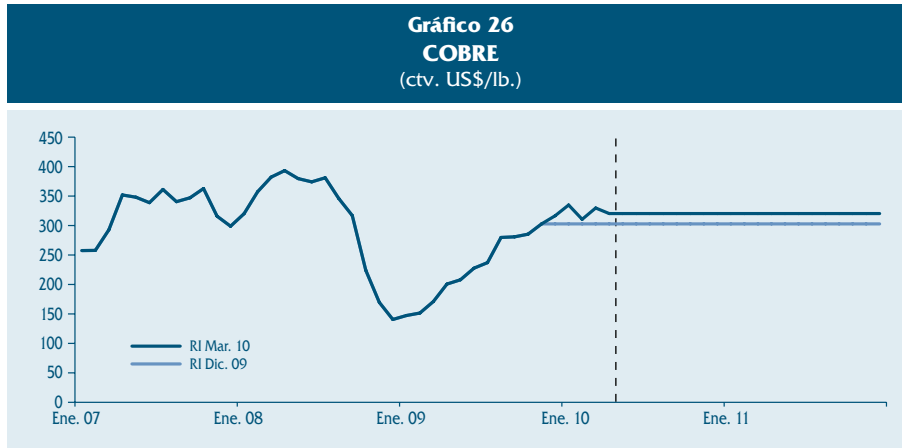


En lo que va de 2010, esta tendencia alcista se ha moderado –principalmente en febrero– debido a los temores de un retraso en la recuperación de la actividad mundial producto de la incertidumbre generada por la situación fiscal de algunos países en Europa (Grecia, Portugal, Italia, España, Irlanda, Islandia, etc.) y debido al cierre temporal del mercado en China por el inicio del año nuevo chino. Luego de caer por debajo de US\$/lb. 3,0, el cobre ha repuntado en marzo a niveles de



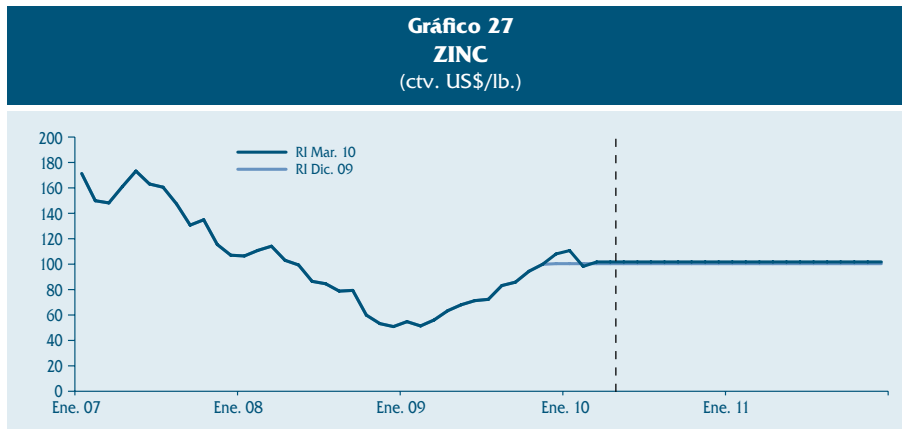


US\$/lb. 3,3 impulsado por el anuncio de las medidas de austeridad fiscal en Grecia ante la Unión Europea y por el cierre temporal de minas en Chile producto del racionamiento de energía luego del terremoto.



### Zinc

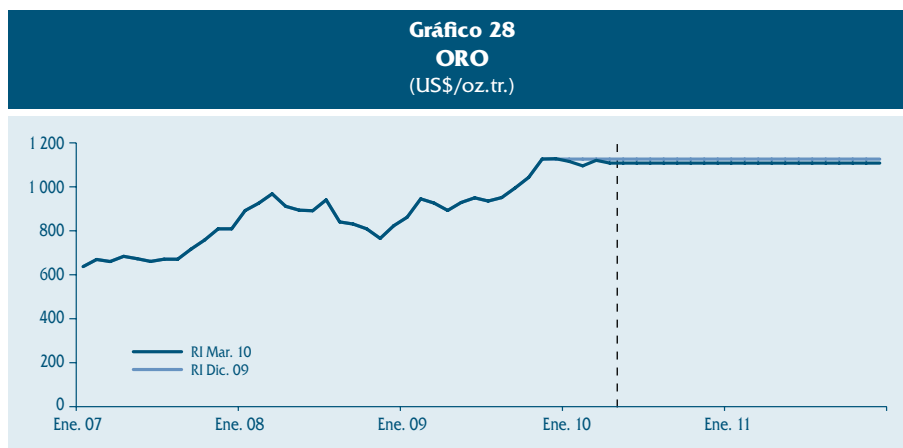
21. En el año 2009, el zinc acumuló un aumento de 116 por ciento cerrando el año con una cotización promedio en diciembre de US\$/lb. 1,1 (similar a niveles de diciembre 2007). El aumento de esta cotización internacional está asociado principalmente a la menor producción de concentrados en minas de Australia, China, Perú y EE.UU. y de refinados en Bélgica, Brasil, Canadá y Alemania. La creciente relación precio/costo marginal que las empresas enfrentaron a fines de 2008 determinó el cierre de unidades productoras. Además, el incumplimiento de estándares ambientales impuestos por el gobierno chino originó el cierre de refinerías en ese país. La demanda se fue recuperando a lo largo del año en línea con la recuperación de la actividad económica en diversas regiones, presionando también, el precio al alza. En lo que va de 2010, el precio ha fluctuado –al igual que el cobre– a consecuencia de los temores de menor demanda mundial y el reinicio de operaciones en refinerías de zinc en China.



## Oro

22. El precio del oro se mantuvo al alza durante todo el año 2009, llegando a acumular un aumento de 38 por ciento al ubicarse en US\$ 1 130 como promedio de diciembre (llegó a un nivel récord de US\$ 1 150 en la segunda quincena de noviembre). El precio encontró soporte en la tendencia depreciatoria del dólar norteamericano, en la mayor demanda de inversionistas (por cobertura de riesgo, compra de posiciones no comerciales y como activo alternativo en portafolio) así como en fundamentos del mercado del oro (demanda para joyería, acumulación de reservas de bancos centrales y menor producción en minas).

En lo que va de 2010, el oro cayó en enero y febrero (a US\$/oz.tr. 1 118 y US\$/oz.tr. 1 097). La menor cotización se debió a la apreciación del dólar y a la toma de ganancias por parte de inversionistas. Por el lado de la oferta de oro, Sudáfrica anunció caída de la producción en 2009 y perspectivas de mayor oferta en 2010, mientras que el FMI señaló que vendería sus remanentes de oro (191 TM) en operaciones de mercado abierto a lo largo de 2010.

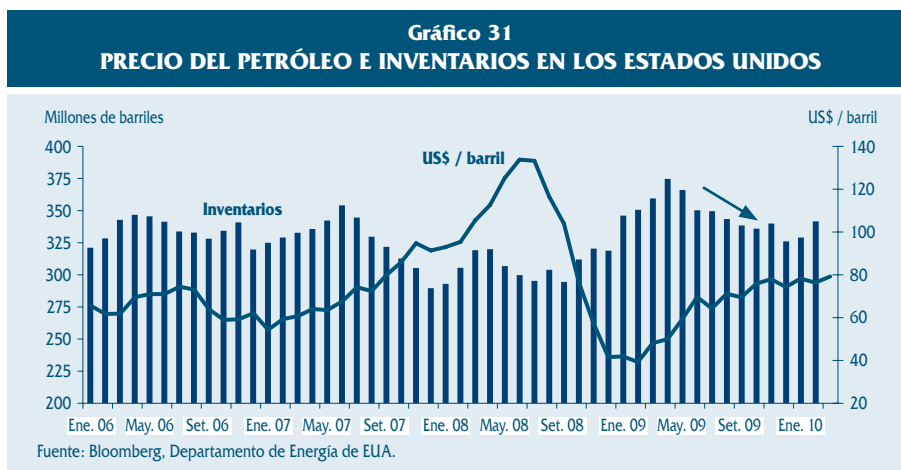
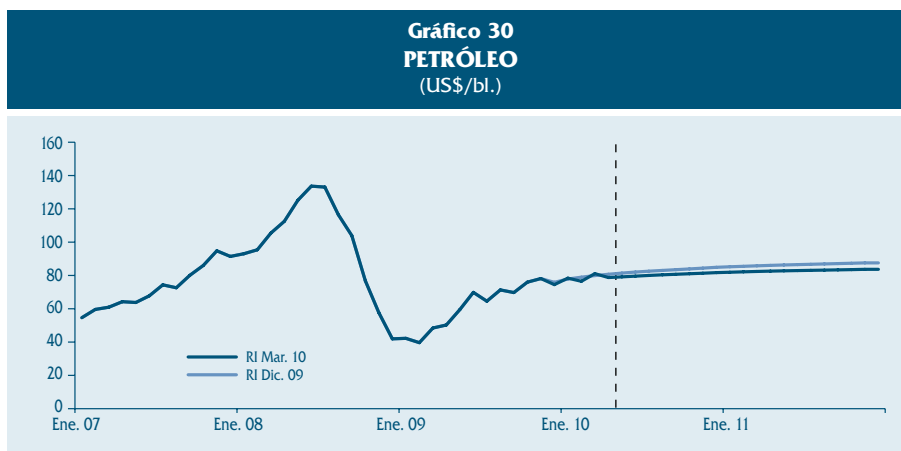




### Petróleo

23. El precio del petróleo acumuló un aumento de 79 por ciento en 2009, cerrando el año con un precio promedio de US\$/bl. 74 en diciembre. La paulatina recuperación de la actividad económica mundial, restricciones del lado de la oferta y problemas geopolíticos en países productores impulsaron el precio al alza.

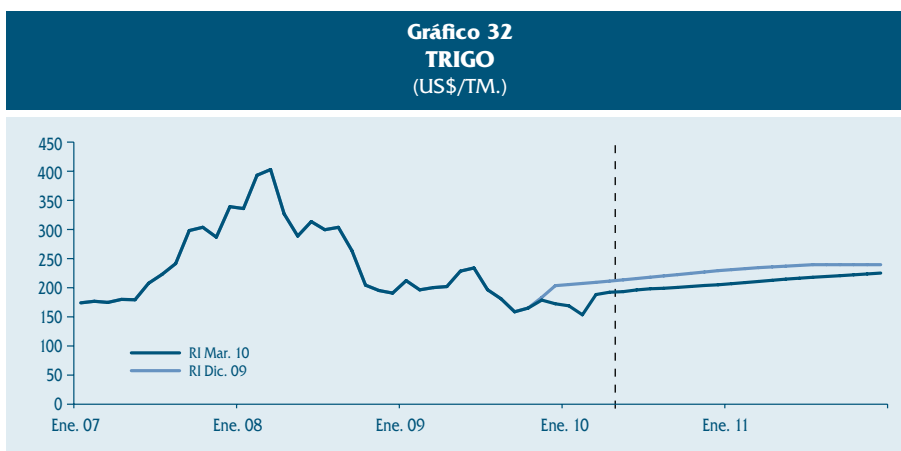
La mayor demanda de crudo y derivados incidió en la menor disponibilidad de inventarios, que según el Departamento de Energía de EE.UU. habrían caído 13 por ciento entre mayo y diciembre de 2009. Por el lado de la oferta, los cierres temporales de refinерías en la zona del Golfo de México (por huracanes) y las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y conflictos sociales en Nigeria (principal abastecedor de crudo a EE.UU.) también contribuyeron con la tendencia alcista en el precio.



En lo que va de 2010 el precio ha oscilado en el rango US\$/bl. 76 – US\$/bl. 80, registrando una caída en febrero, al agudizarse los temores de un retraso en la recuperación de la demanda mundial por los problemas fiscales en Europa y por la aplicación de medidas en China. Desde la segunda quincena de febrero, el precio se viene recuperando en línea con la revisión al alza de las proyecciones de demanda mundial para 2010 y 2011 por parte de *Energy Information Administration* (EIA) y OPEP y el reinicio de tensiones geopolíticas en Medio Oriente (sanciones por el programa nuclear de Irán).

### Trigo

24. La cotización del trigo acumuló una caída de 34,3 por ciento en 2009. Aunque en la primera mitad del año existió cierta preocupación por el clima y los retrasos en la siembra en EE.UU., finalmente se dispó al confirmarse que la oferta sería abundante. El Departamento de Agricultura de EE.UU. ha revisado paulatinamente su estimado de producción mundial para la campaña 2009/2010 al alza. En lo que va de 2010, el trigo mantiene su tendencia a la baja aunque con ligera volatilidad afectado por otros mercados de *commodities* como el de maíz.



### Maíz

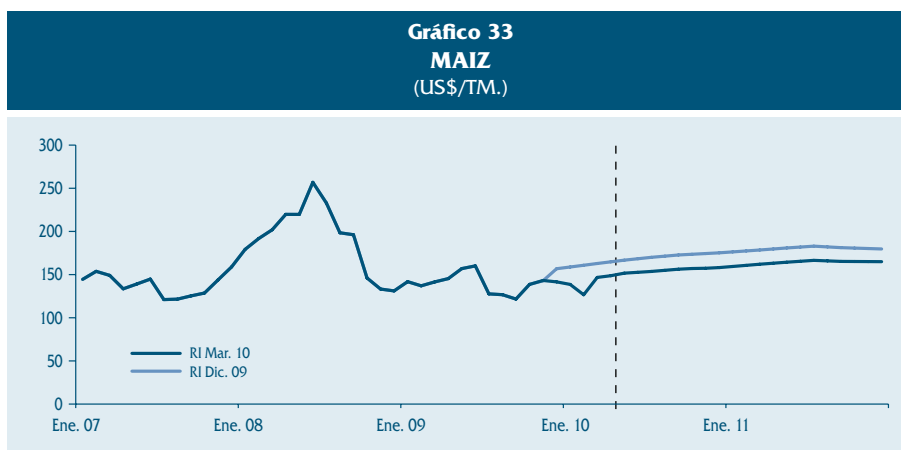
25. El precio del maíz registró un retroceso de 27,5 por ciento en 2009, aunque, al igual que en el caso del trigo, se observaron presiones al alza en el primer semestre del año, por exceso de humedad en EE.UU. que retrasaron las plantaciones. A pesar de ello, las estimaciones sobre la producción no se afectaron considerablemente. Cabe señalar que la agencia reguladora de EE.UU. (*The Environmental Protection Agency*) postergó su pronunciamiento sobre un incremento en el porcentaje de mezcla de etanol con gasolina, lo cual habría evitado presiones adicionales sobre los precios.

Entre enero y febrero de este año, el precio ha disminuido de US\$/TM 137,8 a US\$/TM 125,7 en promedio. Las perspectivas se mantienen estables, sin



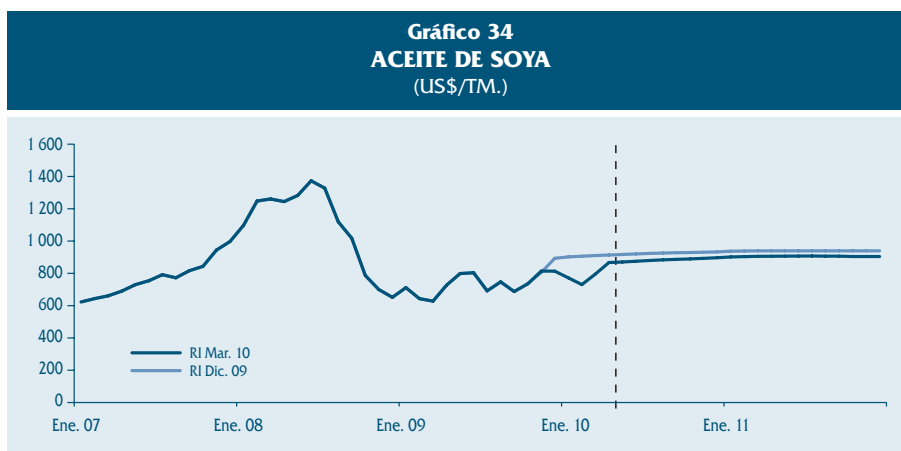


embargo, el mercado permanece volátil a la espera de posibles correcciones en las proyecciones de producción.



### Aceite de Soya

26. La cotización promedio de soya pasó de US\$/TM 1 092,2 a US\$/TM 728,9 en 2009, debido a las perspectivas favorables de producción en Brasil y Argentina, aunque el ritmo de importaciones de China generó ligeras presiones al alza. En el último mes, esta tendencia se ha revertido en línea con el alza del precio del petróleo.



### Azúcar

27. En 2009, el precio del azúcar se incrementó 34,8 por ciento debido al déficit de oferta como consecuencia de la menor producción de India y Brasil. En el primer caso, el débil monzón registrado a mediados de año, mayor fuente de irrigación

del país, generó pérdida de cultivos y una drástica reducción en los estimados de producción, con lo cual la India se habría convertido en importador neto por segundo año consecutivo. Por su parte, en el caso de Brasil, el exceso de lluvias en las regiones productoras afectó el contenido de sacarosa de las plantaciones reduciendo con ello los rendimientos. Por este motivo, el país no logró alcanzar el récord de producción que habría estimado inicialmente.

Luego de alcanzar su mayor nivel en 29 años en enero de 2010, la cotización del azúcar mantuvo una tendencia descendente luego que algunos países cancelaran licitaciones para su adquisición debido los altos precios.

### Arroz

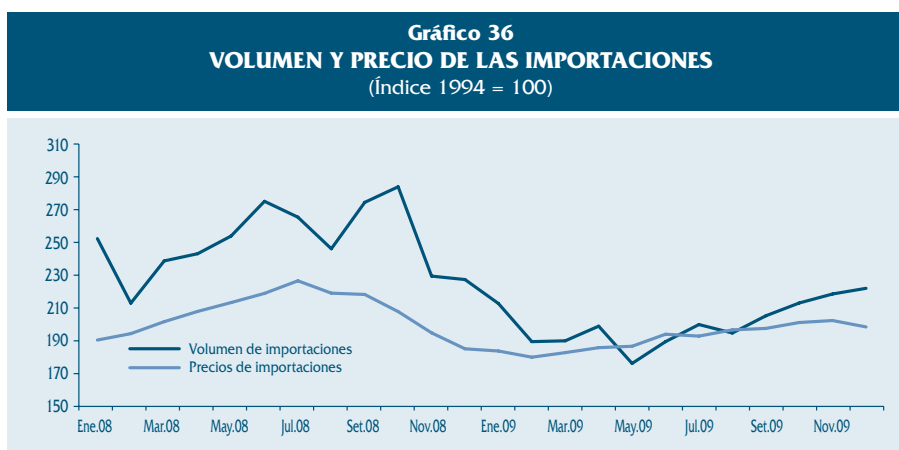
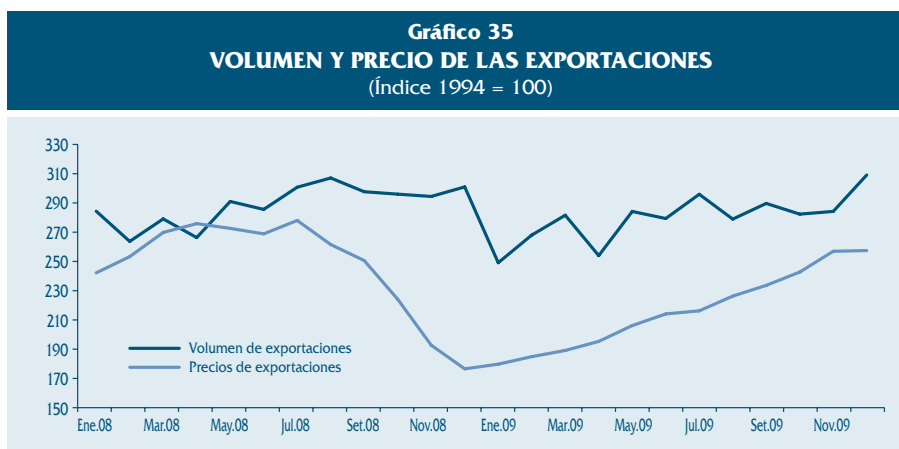
28. La cotización del arroz disminuyó 18,0 por ciento en 2009 aunque se registraron presiones al alza por problemas de oferta mundial. La ausencia de lluvias en gran parte de la temporada agrícola en la India también afectó el cultivo de arroz; además, Filipinas perdió parte de sus cultivos a causa de un tifón. Con ello, la demanda por arroz de Tailandia, primer exportador mundial, aumentó generando presiones temporales sobre su precio. Entre enero y febrero de 2010, el precio ha disminuido de US\$/TM 585,0 a US\$/TM 541,0 en promedio.





## II. Balanza de Pagos

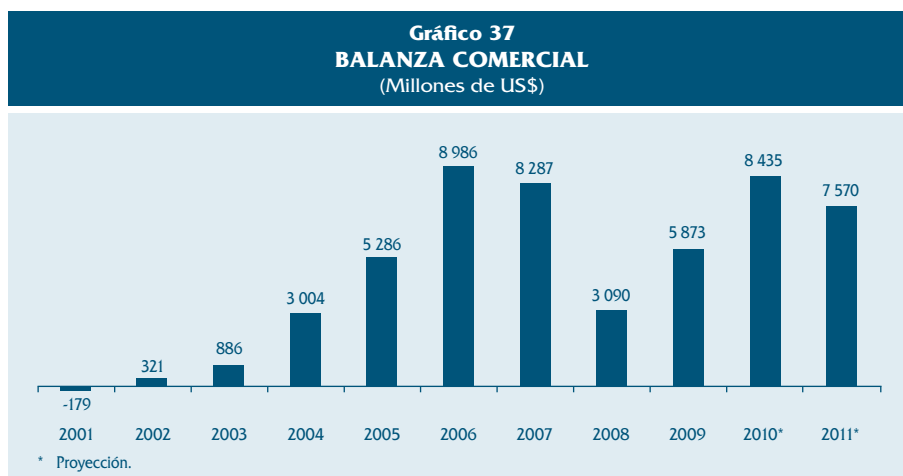
29. La recuperación de la actividad productiva mundial ha favorecido el crecimiento de las exportaciones en términos del volumen embarcado y de sus precios internacionales. En igual sentido, las importaciones también se han venido recuperando debido al mayor dinamismo de la demanda interna y al incremento de los precios de los productos importados.



30. Para el año 2010 se espera un superávit de la balanza comercial de US\$ 8,4 mil millones, mayor al resultado observado en 2009 (US\$ 5,9 mil millones), considerando la recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones no tradicionales, así como las mejores cotizaciones para nuestros productos de exportación tradicional. Ambos factores serían atenuados por la mayor demanda por importaciones de insumos y de bienes de capital, orientados a los diversos proyectos de inversión del sector privado. El superávit de la balanza comercial



se reduciría a US\$ 7,6 mil millones en 2011, principalmente por mayores importaciones. Con ello la economía alcanzaría diez años continuos registrando superávit en la balanza comercial.



**CUADRO 7**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>31 529</b>	<b>26 885</b>	<b>33 068</b>	<b>33 409</b>	<b>35 403</b>	<b>35 392</b>
De las cuales:						
Productos tradicionales	23 796	20 571	26 120	26 460	27 793	28 059
Productos no tradicionales	7 543	6 160	6 752	6 752	7 384	7 109
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>28 439</b>	<b>21 011</b>	<b>25 004</b>	<b>24 974</b>	<b>28 072</b>	<b>27 822</b>
De las cuales:						
Bienes de consumo	4 527	3 963	4 822	4 635	5 594	5 374
Insumos	14 553	10 077	12 242	12 089	13 460	13 304
Bienes de capital	9 239	6 850	7 888	8 206	8 957	9 094
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>3 090</b>	<b>5 873</b>	<b>8 063</b>	<b>8 435</b>	<b>7 332</b>	<b>7 570</b>
Nota: Var. %						
Volumen de exportaciones	8,1	-3,3	6,0	6,0	6,6	6,3
Volumen de importaciones	20,0	-20,0	9,2	15,2	9,3	8,7

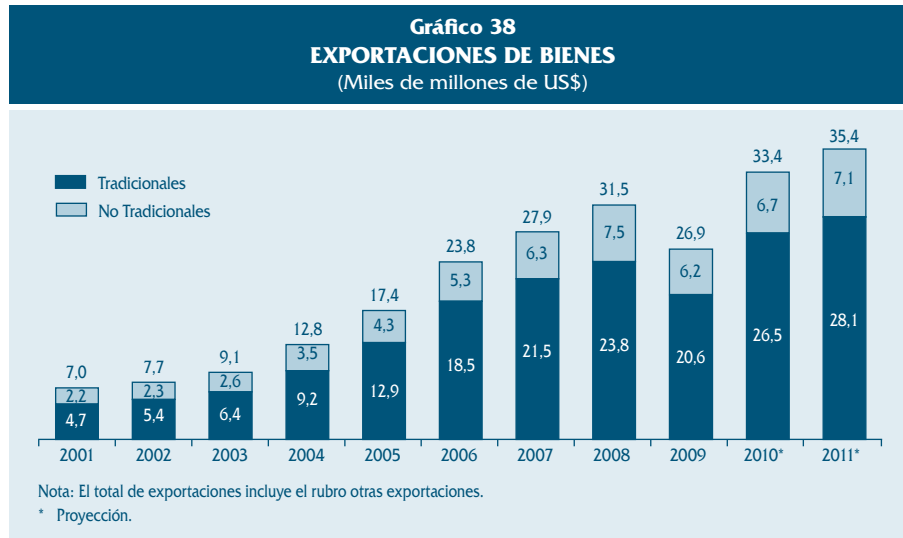
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

31. Luego de la caída de US\$ 4,6 mil millones que experimentaron las exportaciones en 2009, se prevé que en el año 2010 éstas aumenten a US\$ 33,4 mil millones, superando el nivel observado en 2008 (US\$ 31,5 mil millones). El incremento sería más significativo en las exportaciones tradicionales, como consecuencia de la mejora de los precios de exportación de los metales y el inicio de operaciones

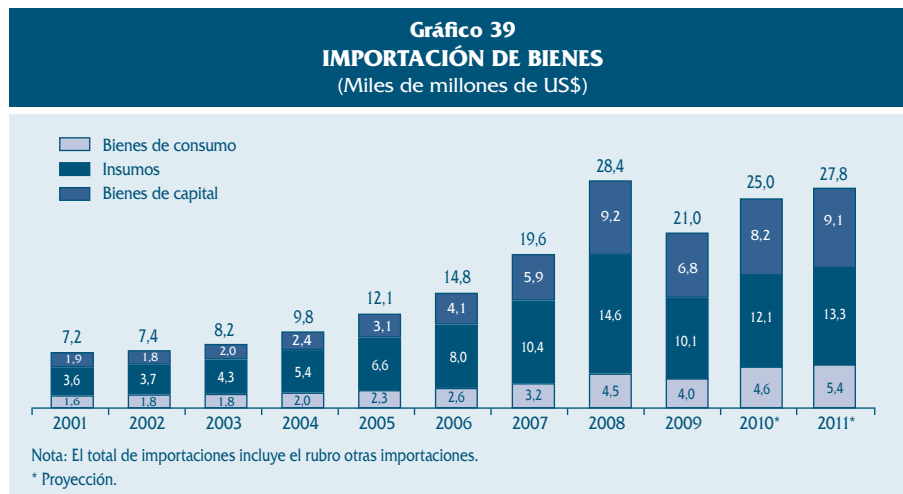




de Camisea II. En el caso de las exportaciones no tradicionales, la recuperación sería más gradual, de manera consistente con la evolución prevista en la demanda mundial.



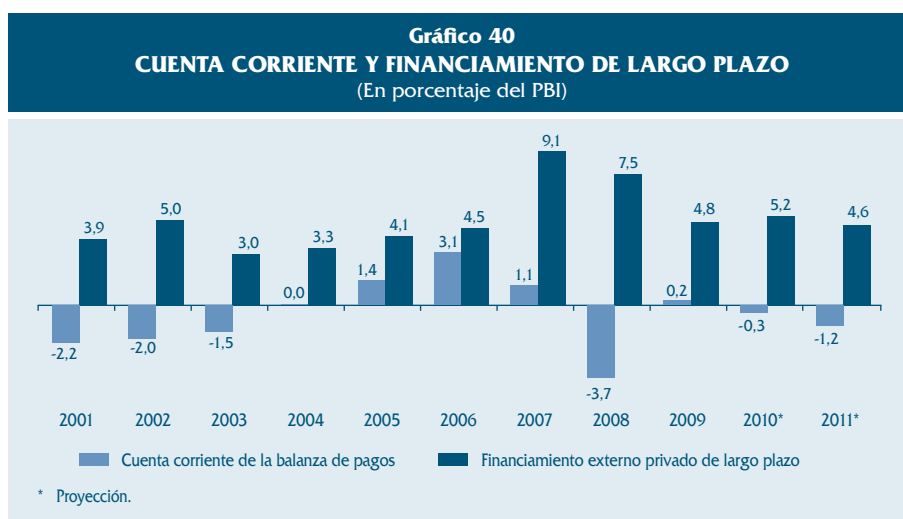
Para el año 2010, habiendo culminado el proceso de ajuste de inventarios de las empresas observado durante 2009, se espera un aumento del volumen de importaciones considerando la recuperación del dinamismo de la inversión privada y su efecto sobre las importaciones de insumos y bienes de capital. En el año 2011, de manera consistente con el crecimiento de la economía, las importaciones aumentarían, alcanzando US\$ 27,8 mil millones, como consecuencia de la mayor demanda de bienes de capital destinados a la fase pre-operativa de proyectos de inversión en diversos sectores.



32. El resultado de la cuenta corriente fue mejorando gradualmente a lo largo del año 2009, pasando de un déficit de 1,4 por ciento del PBI en el primer trimestre, a un superávit de 0,8 por ciento en los dos últimos trimestres del año. Ello fue consecuencia de la mejora de las cotizaciones internacionales de los metales y su efecto positivo sobre las exportaciones, así como por la caída de las importaciones asociada al menor impulso de la actividad económica. Con ello, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de 0,2 por ciento del PBI en 2009, frente a un déficit de 3,7 por ciento en 2008.
33. Considerando el mejor escenario internacional y la mejora en los términos de intercambio se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos para 2010, de 0,7 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación previo a 0,3 por ciento del PBI. Esta proyección supone también un mayor volumen de importaciones asociado a la recuperación de la actividad económica doméstica, así como la puesta en marcha gradual desde mediados de año de las operaciones del proyecto de gas natural licuefactado de Camisea.

Se proyecta que en el año 2011 el déficit de cuenta corriente se ubicaría en 1,2 por ciento del PBI, manteniendo la proyección del Reporte de Inflación de diciembre. La trayectoria creciente del déficit respecto a 2010 se explica por el aumento de la demanda por importaciones, principalmente por bienes de capital e insumos, atenuado por la operación durante el año completo de proyectos como Camisea y las ampliaciones de Southern.

Durante el horizonte de proyección se considera que los flujos de capitales privados de largo plazo se ubiquen alrededor de 5 por ciento del PBI, contribuyendo a la sostenibilidad del déficit de la cuenta corriente.





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

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-4 723</b>	<b>247</b>	<b>-944</b>	<b>-473</b>	<b>-1 898</b>	<b>-1 822</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-3,7%	0,2%	-0,7%	-0,3%	-1,2%	-1,2%
1. Balanza comercial	3 090	5 873	8 063	8 435	7 332	7 570
a. Exportaciones	31 529	26 885	33 068	33 409	35 403	35 392
b. Importaciones	-28 439	-21 011	-25 004	-24 974	-28 072	-27 822
2. Servicios	-1 962	-1 112	-1 595	-1 557	-1 824	-1 913
3. Renta de factores	-8 774	-7 371	-10 261	-10 200	-10 506	-10 579
4. Transferencias corrientes	2 923	2 856	2 848	2 848	3 100	3 100
Del cual: Remesas del exterior	2 444	2 378	2 494	2 494	2 716	2 716
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>8 230</b>	<b>1 694</b>	<b>1 944</b>	<b>3 973</b>	<b>3 298</b>	<b>3 322</b>
Del cual:						
1. Sector privado	9 509	1 655	2 653	2 745	2 364	3 016
a. Activos	-652	-4 106	-3 701	-3 619	-3 179	-2 865
b. Pasivos	10 162	5 761	6 354	6 364	5 543	5 881
2. Sector público	-1 404	1 032	-134	-134	619	619
a. Activos	65	-317	-126	-126	-123	-123
b. Pasivos	-1 469	1 349	-7	-7	742	742
3. Capitales de corto plazo	568	-1 675	-200	1 400	0	-300
a. Activos	416	-186	-200	-350	0	0
b. Pasivos	153	-1 489	0	1 750	0	-300
<b>III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>	<b>3 507</b>	<b>1 940</b>	<b>1 000</b>	<b>3 500</b>	<b>1 400</b>	<b>1 500</b>
Nota:						
1. Financiamiento externo privado de largo plazo						
En millones US\$	9 601	6 108	7 461	7 579	6 793	7 254
En porcentaje del PBI	7,5%	4,8%	5,1%	5,2%	4,4%	4,6%
2. Saldo de RIN a fin de período						
En millones US\$	31 196	33 136	34 696	36 636	36 096	38 136
En porcentaje del PBI	24,4%	26,1%	23,9%	24,9%	23,3%	24,2%

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Cuenta financiera**

34. Para los dos próximos años las proyecciones de la cuenta financiera asumen un entorno más favorable con una recuperación de la economía global y un mayor dinamismo de la actividad económica doméstica. En este escenario, se asume el desarrollo de los proyectos de inversión que estaban en cartera con participación de financiamiento externo pero también con una mayor participación de inversionistas institucionales domésticos. Asimismo, se considera que éstos continuarían invirtiendo en el exterior. Con ello, la cuenta financiera privada mostraría flujos de capitales positivos de US\$ 2 745 millones y US\$ 3 016 millones, en los años 2010 y 2011, respectivamente.
35. En dichos años, la mayor disponibilidad de recursos externos significaría una recuperación del financiamiento externo de proyectos respecto al año que pasó: US\$ 7,6 mil millones y US\$ 7,3 mil millones, en 2010 y 2011, respectivamente. Sin embargo, se espera una tendencia hacia una menor importancia relativa de capitales

externos, debido a una mayor participación de inversionistas institucionales locales en el financiamiento de proyectos de inversión a través de adquisición de bonos corporativos que de otra manera serían financiados con recursos externos.



36. En 2009, la cuenta financiera del sector privado de largo plazo ascendió a US\$ 1 655 millones, monto menor al registrado en 2008, debido principalmente a una mayor diversificación de cartera de agentes institucionales en activos externos, una menor inversión directa extranjera (IDE) en el país, así como menores flujos de endeudamiento externo de largo plazo.

**CUADRO 9**  
**CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-652</b>	<b>-4 106</b>	<b>-3 701</b>	<b>-3 619</b>	<b>-3 179</b>	<b>-2 865</b>
Inversión directa en el extranjero	-736	-396	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	83	-3 711	-3 701	-3 619	-3 179	-2 865
<b>2. PASIVOS</b>	<b>10 162</b>	<b>5 761</b>	<b>6 354</b>	<b>6 364</b>	<b>5 543</b>	<b>5 881</b>
Inversión directa extranjera en el país	6 924	4 760	4 565	4 895	3 426	4 124
Del cual: Reinversión	3 287	4 902	3 343	3 573	2 091	2 156
Inversión extranjera de cartera en el país	599	55	0	38	0	-171
a. Participaciones de capital	85	47	0	0	0	0
b. Otros pasivos	514	9	0	38	0	-171
Préstamos de largo plazo	2 640	946	1 789	1 431	2 117	1 929
a. Desembolsos	3 413	1 744	2 896	2 684	3 368	3 130
b. Amortización	-774	-798	-1 107	-1 253	-1 250	-1 201
<b>3. TOTAL</b>	<b>9 509</b>	<b>1 655</b>	<b>2 653</b>	<b>2 745</b>	<b>2 364</b>	<b>3 016</b>

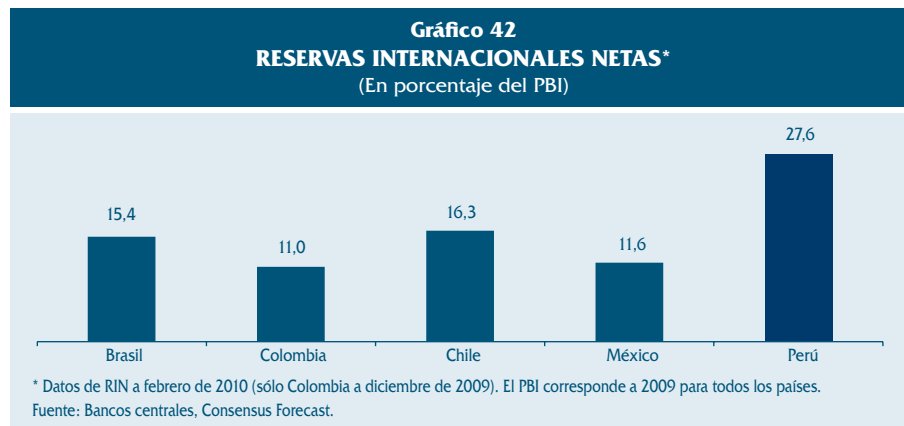
\* Proyección.





Por su parte, la cuenta de corto plazo registró un flujo negativo de US\$ 1 675 millones, explicado principalmente por la amortización de pasivos de corto plazo por parte de empresas no financieras (Petroperú, La Pampilla, Siderperú, etc.), y por la reducción de Certificados de Depósitos del BCRP (CDBCRP) en manos de inversionistas externos a inicios de 2009.

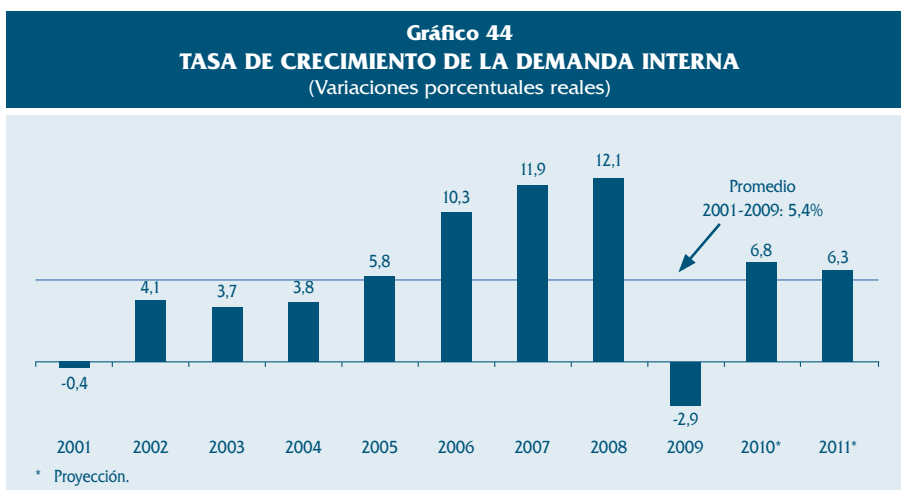
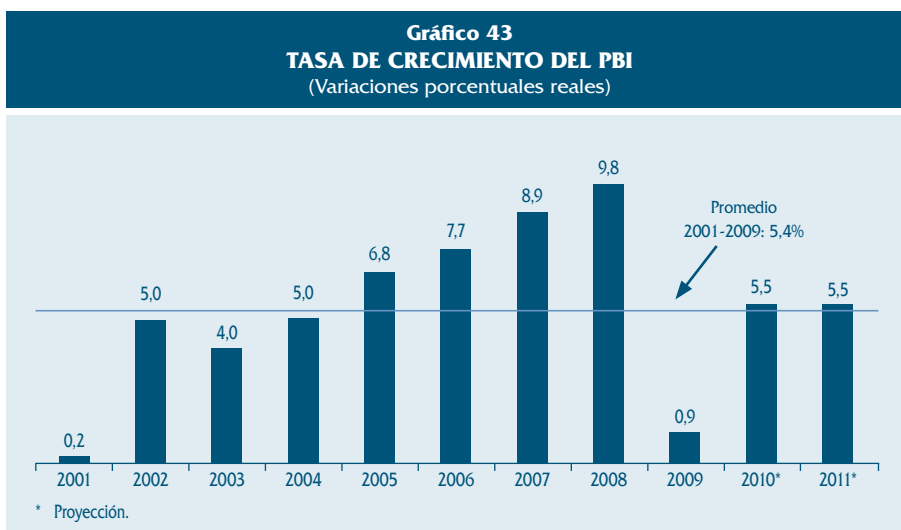
37. Al cierre de febrero, el nivel de reservas internacionales netas alcanzó un nivel superior a US\$ 35 mil millones, equivalente a más de 27 por ciento del PBI, lo que brinda un resguardo apropiado ante eventuales movimientos de capitales.



### III. Actividad Económica

38. En el año 2009 la economía se expandió 0,9 por ciento en un contexto en el que los efectos de la crisis financiera internacional se materializaron en una menor demanda por nuestros productos de exportación, principalmente durante los tres primeros trimestres del año, y en una fuerte contracción de la inversión privada. Asimismo, se dio un proceso de corrección de inventarios que se fue revirtiendo gradualmente a lo largo del último trimestre del año.

Para 2010 y 2011 la proyección de crecimiento económico se mantiene en 5,5 por ciento, similar al Reporte de Inflación de diciembre, sustentada en la recuperación de la demanda interna, en particular por la inversión privada en un contexto de mayores términos de intercambio y mejora de las expectativas.





39. El menor dinamismo de las economías desarrolladas causó una drástica contracción del comercio mundial en 2009, afectando especialmente a los sectores productivos vinculados a las exportaciones no tradicionales y a los precios de nuestros principales *commodities*. La incertidumbre generada sobre el fin de la recesión mundial tuvo un importante impacto sobre las decisiones de gasto de los agentes económicos, causando una reducción de la inversión privada y del flujo de inventarios, la cual fue compensada parcialmente por la expansión del gasto público y del consumo privado.

Cabe mencionar que si bien el menor crecimiento se dio en un contexto de recesión mundial, internamente prevalecía un clima de estabilidad macroeconómica, condiciones crediticias favorables y expansión moderada del empleo.

**CUADRO 10**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>1. Demanda interna</b>	<b>12,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>
a. Consumo privado	8,7	2,4	3,3	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	2,1	16,5	4,9	4,2	3,9	3,1
c. Inversión privada	25,8	-15,2	6,3	8,8	9,0	9,0
d. Inversión pública	42,8	25,9	22,0	19,8	9,8	6,0
e. Variación de existencias (% PBI)	1,0	-2,4	0,0	-0,9	0,5	0,1
2. Exportaciones	8,8	-2,5	5,5	5,5	5,7	5,7
3. Importaciones	19,8	-18,4	8,8	11,9	8,9	9,9
<b>4. Producto Bruto Interno</b>	<b>9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
Memo: Gasto público	13,4	19,8	11,2	9,9	6,3	4,2

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección

**CUADRO 11**  
**CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI**

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
a. Consumo privado	5,9	1,6	2,2	2,2	2,8	2,8
b. Consumo público	0,2	1,3	0,4	0,4	0,3	0,3
c. Inversión privada	5,1	-3,5	1,2	1,7	1,7	1,8
d. Inversión pública	1,4	1,1	1,1	1,1	0,6	0,4
e. Variación de existencias	-0,4	-3,6	1,2	1,4	0,6	1,1
f. Exportaciones	1,8	-0,5	1,0	1,1	1,1	1,1
g. Importaciones 1/	4,3	-4,3	1,7	2,3	1,7	2,0
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>

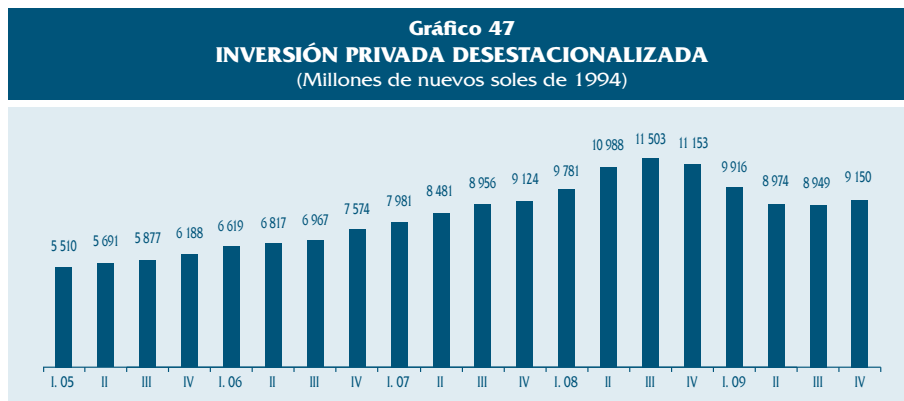
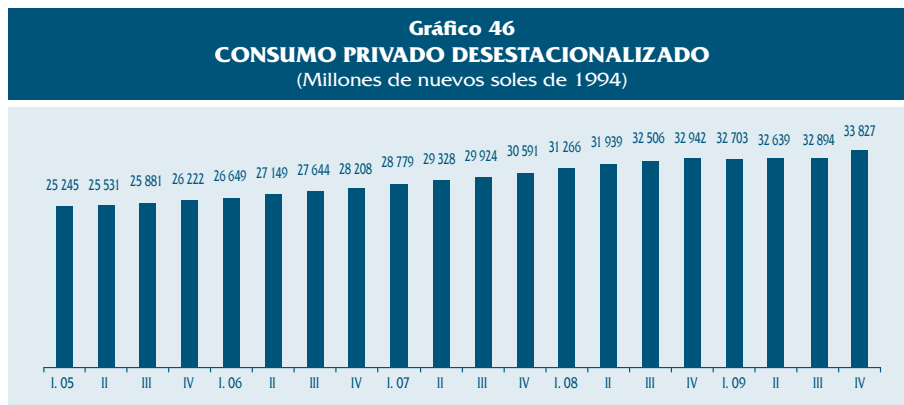
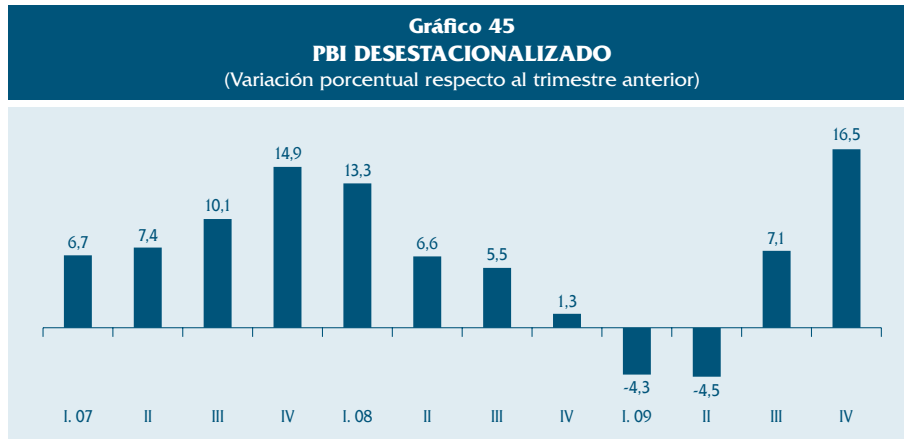
RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

1/ (+) Indica contribución negativa, (-) Indica contribución positiva.



40. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, muestra una continua recuperación desde el tercer trimestre de 2009, alcanzando en el último trimestre de 2009 tasas similares a las observadas antes de la crisis financiera internacional. Dicha recuperación también se viene observando en el consumo y en la inversión privada.



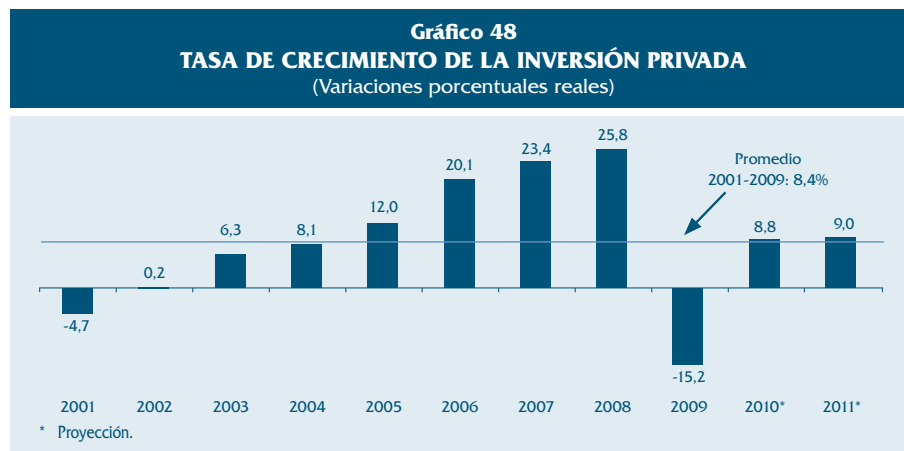
41. Para los años 2010 y 2011 se contempla una recuperación del crecimiento del PBI y de la demanda interna. La aceleración de la demanda interna sería





atribuible al impulso de la inversión privada a través de la ejecución de proyectos de inversión, algunos de los cuales se habían postergado debido a la recesión mundial, los menores precios internacionales de los productos de exportación, y de la acumulación deseada de inventarios producto de las mejores expectativas empresariales sobre la evolución de la economía.

42. La inversión privada tiende a ser uno de los componentes más volátiles del gasto durante los periodos de auge y caída del ciclo económico, tal como lo señalan diversos estudios (ver por ejemplo el recuadro sobre el comportamiento de la inversión privada durante los ciclos económicos del Reporte de Inflación de diciembre). Asimismo, resulta ser muy sensible a la evolución de los términos de intercambio. En un contexto de alta incertidumbre, como la del año pasado, se postergó la ejecución de algunos proyectos de inversión, lo que generó la caída de la inversión privada (15,2 por ciento). Esta reducción de la inversión privada fue acompañada por una fuerte contracción de las importaciones de bienes de capital en 24 por ciento. El contar con un importante conjunto de proyectos de inversión anunciados, sólidos fundamentos de la economía peruana y expectativas optimistas del empresariado, permite prever una rápida recuperación de la inversión privada, la cual crecería 8,8 y 9,0 por ciento en los años 2010 y 2011, respectivamente.



**CUADRO 12**  
**ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2011**  
(Millones de US\$)

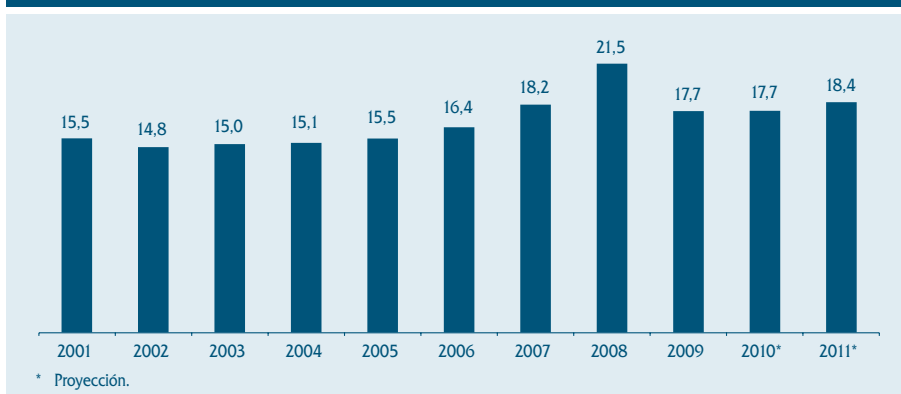
Sector	2010	2011	Total
Minería	2 850	5 815	8 665
Hidrocarburos	2 195	2 524	4 719
Electricidad	754	1 090	1 844
Telecomunicaciones	477	239	716
Industrial	1 039	954	1 993
Infraestructura	2 182	1 080	3 262
Otros sectores	994	413	1 407
<b>Total</b>	<b>10 491</b>	<b>12 115</b>	<b>22 606</b>

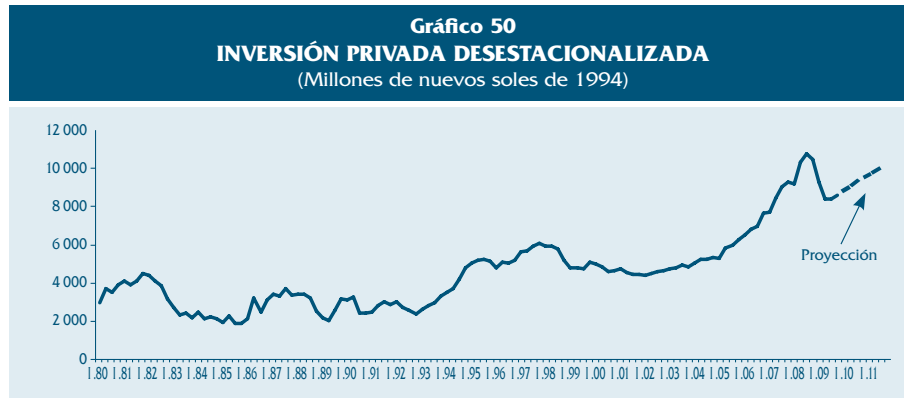
Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

**CUADRO 13**  
**ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2011**  
 (Millones de US\$)

SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DE PROYECTO	INICIO PRODUCCIÓN
Minería	Xstrata Tintaya	Antapaccay	2012
	Antamina	Ampliación de Tajo	2012
	Shougang Group Hierro Perú	Marcona	2012
	FreePort McMoRan Copper&Gold Inc (Cyprus Climax Metals Company)	Ampliación: Cerro Verde	2012
	Southern Peru Copper	Tía María	2012
	Norsemont Perú	Constancia	2012
	Southern Peru Copper	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala - Cujajone	2011
Hidrocarburos	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha	2012
	Compañía Minera Milpo	Pukaqaqa	2012
	Perú LNG	Camisea II	2010
	Kuntur Transportadora de Gas	Gasoducto Andino del Sur	2012
	Calidda Gas Natural del Perú	Ampliación de Red Principal	2012
Electricidad	Transcogas Peru	Gasoducto Andino del Sur	2011
	Fenix Power Perú	Planta Térmica (gas natural ciclo combinado)	2012
	Kallpa Generación Luz del Sur	Kallpa IV Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	2012
Telecomunicaciones	CLARO Perú	Obras en Telefonía Móvil	2010
	Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha	2010
Industrial	Votorantim Metais - Cajamarquilla	Ampliación Refinería Cajamarquilla	2011
	Vale do Rio Doce (CVRD)	Fosfatos de Bayóvar	2010
Infraestructura	Aceros Arequipa	Ampliaciones y modernización de planta	2010
	Dubai Ports World Callao	Muelle Sur	2010
	Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)	Ampliación Puerto Paita	2011
	Autopista del Norte	Red Vial N° 4	2011
	Grupo Romero	Puerto en Ancón	2012
	Chancay Port	Megapuerto Multipropósito	2011

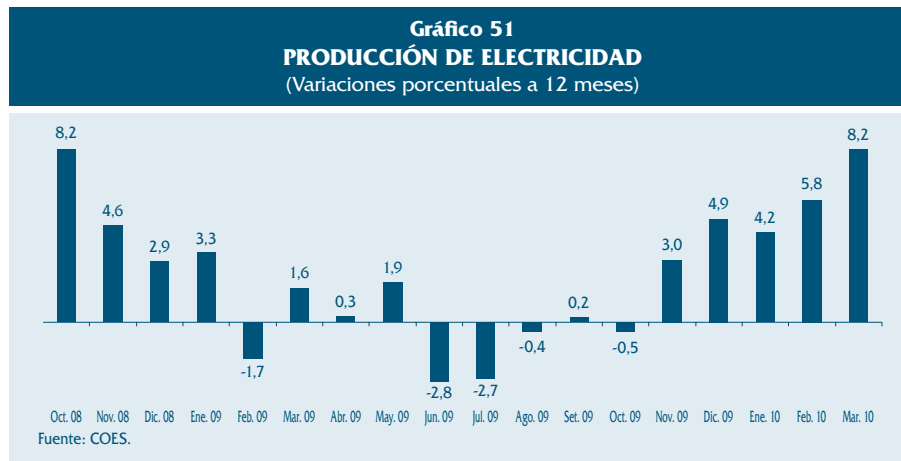
**Gráfico 49**  
**INVERSIÓN PRIVADA FIJA**  
 (En porcentaje del PBI)



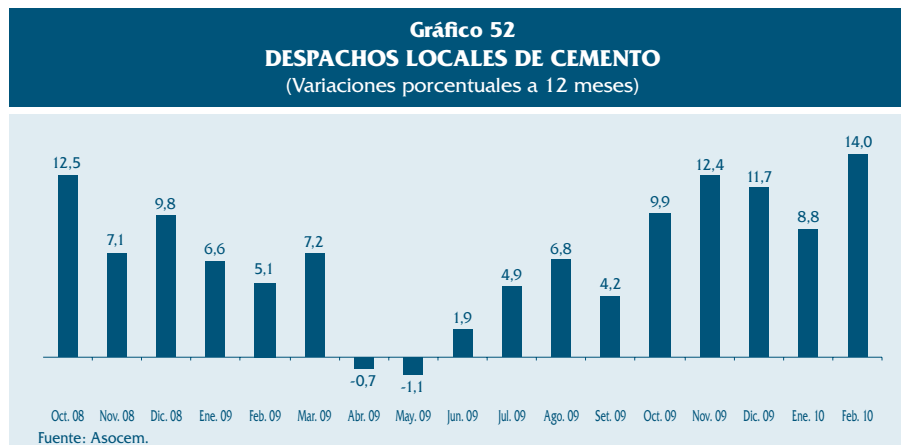


43. Indicadores recientes de actividad continúan mostrando claros signos de recuperación:

- a. Durante marzo la producción de electricidad registraría un crecimiento mensual desestacionalizado de 2,0 por ciento y anual de 8,2 por ciento.



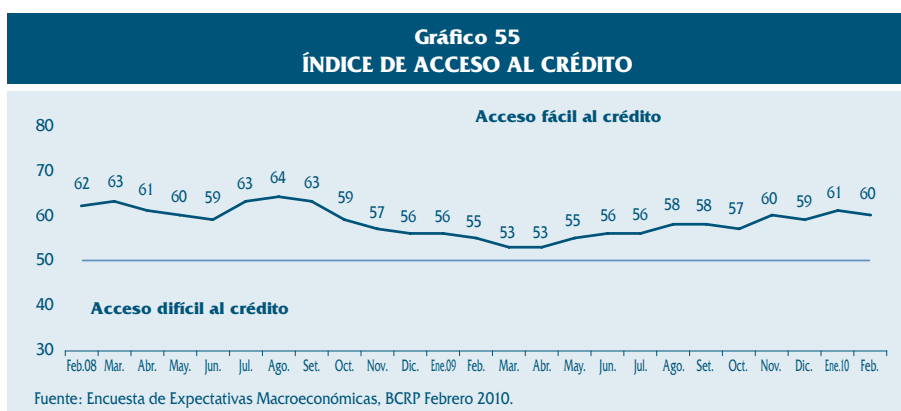
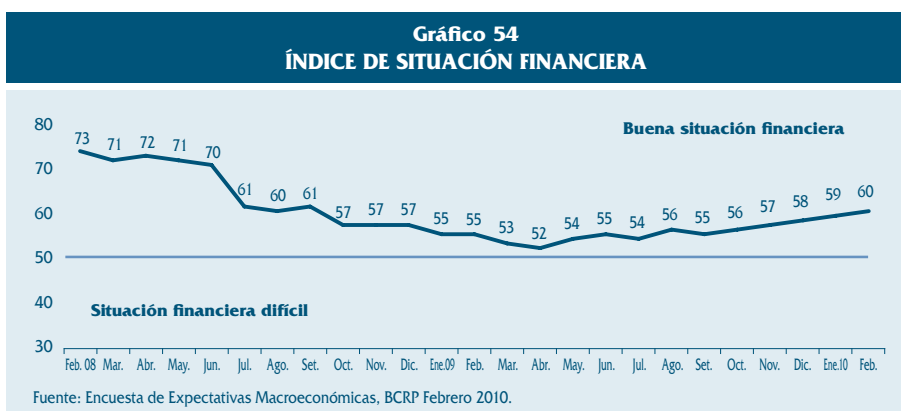
- b. Los despachos de cemento crecieron en febrero 3,5 por ciento respecto a enero y 14,0 por ciento con respecto a igual mes del año pasado.



- c. El índice de confianza de los empresarios se ha recuperado completamente, alcanzando niveles similares previos a la crisis financiera internacional.



- d. La buena situación financiera de las empresas de mayor tamaño viene mejorando continuamente, así como la percepción de que el acceso al crédito se está tornando cada vez más fácil.

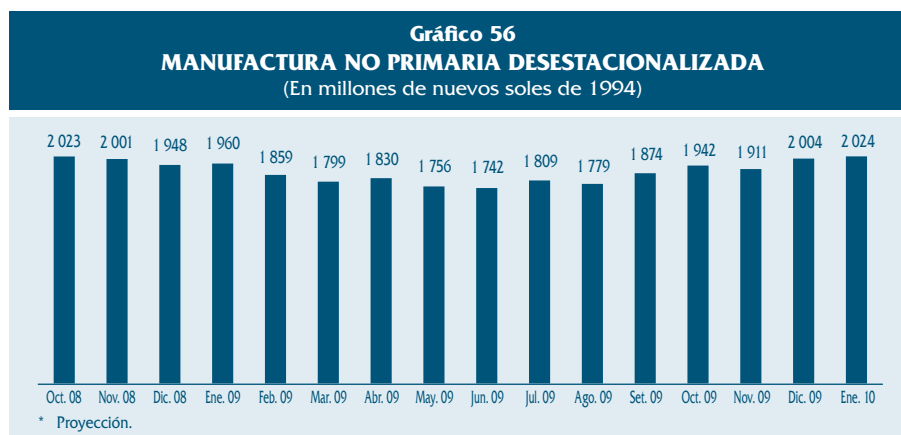




- e. Para 2010 las instituciones del sistema financiero prevén un crecimiento del PBI de 5,0 por ciento, en tanto que los analistas económicos y las empresas no financieras esperan 4,5 por ciento de crecimiento. Para 2011, las previsiones convergen a 5,0 por ciento.

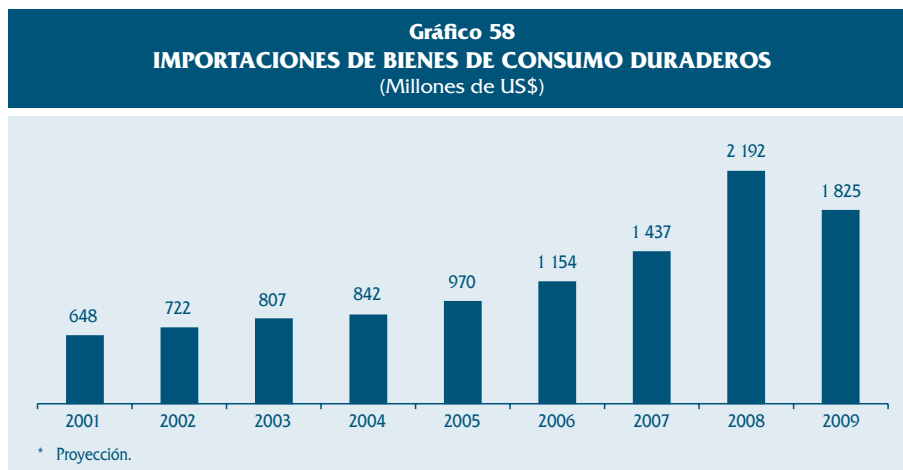
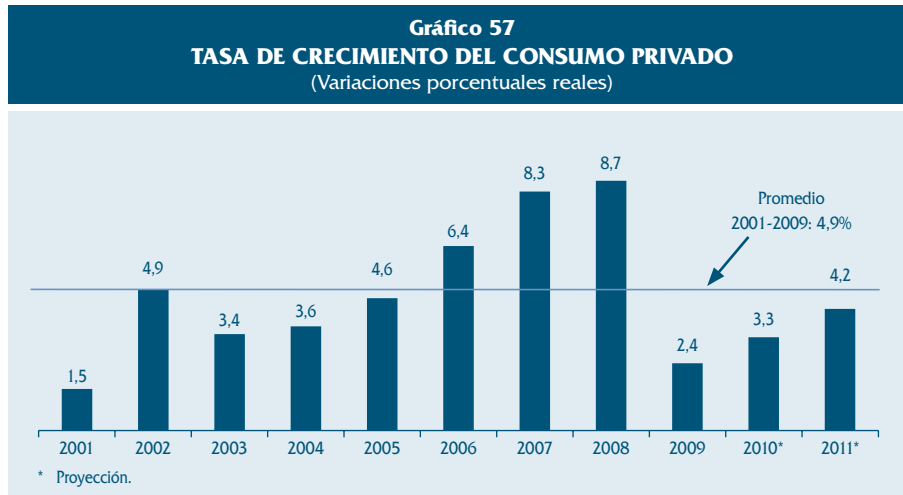
CUADRO 14 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (%)		
	Noviembre 2009	Febrero 2010
<b>SISTEMA FINANCIERO</b>		
2010	4,0	5,0
2011	5,0	5,0
<b>ANALISTAS ECONÓMICOS</b>		
2010	4,0	4,5
2011	5,0	5,0
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>		
2010	4,0	4,5
2011	5,0	5,0

- f. Si bien la producción manufacturera se redujo 8,5 por ciento en 2009, reflejando los efectos de la recesión mundial sobre la industria, desde el mes de julio viene mostrando una continua recuperación en sus niveles mensuales desestacionalizados. Así, en enero se registró una expansión de 1 por ciento y alcanzó niveles previos a la crisis internacional.



44. El **consumo privado** creció 2,4 por ciento en 2009, tasa inferior al promedio de la década pasada (4,9 por ciento). Esta evolución estuvo asociada al bajo crecimiento del ingreso nacional disponible, el cual fue parcialmente compensado por el moderado crecimiento del empleo y del crédito.

El bajo crecimiento del consumo privado se reflejó a su vez en menores importaciones de bienes de consumo, principalmente de bienes duraderos, las cuales se contrajeron 16,7 por ciento.



45. A diferencia del concepto del PBI, el ingreso nacional disponible agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior, y deduce además las utilidades generadas por las inversiones extranjeras, con lo que se tiene un indicador más cercano de las transacciones económicas que generan ingresos para el país. Luego de reducirse la tasa de crecimiento a 0,9 por ciento en 2009, se proyecta una recuperación en el crecimiento del ingreso nacional disponible a 6,0 y 5,4 por ciento para los años 2010 y 2011, respectivamente; comportamiento explicado principalmente por la evolución esperada del producto bruto interno y de los términos de intercambio.



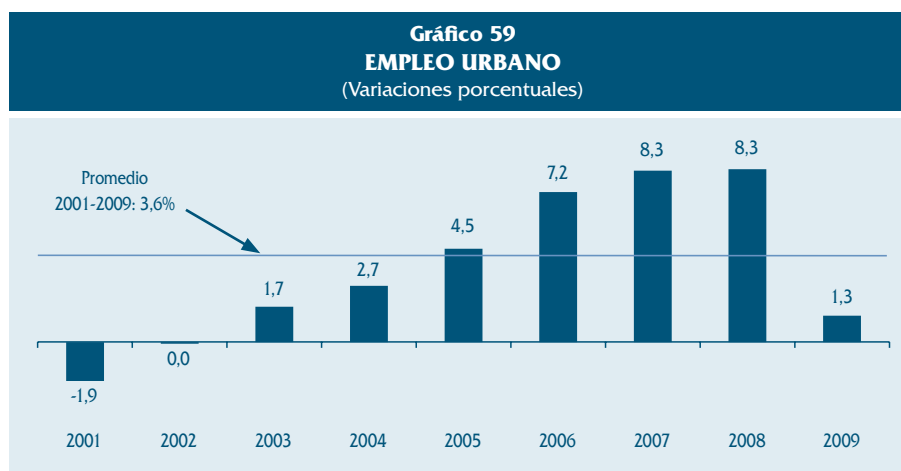


**CUADRO 15**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>1. Producto bruto interno</b>	<b>9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
2. Producto nacional bruto	11,4	2,1	3,8	3,8	5,9	6,0
3. Ingreso nacional bruto	7,7	1,0	5,6	6,3	5,6	5,4
<b>4. Ingreso nacional disponible 1/</b>	<b>7,5</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.  
1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

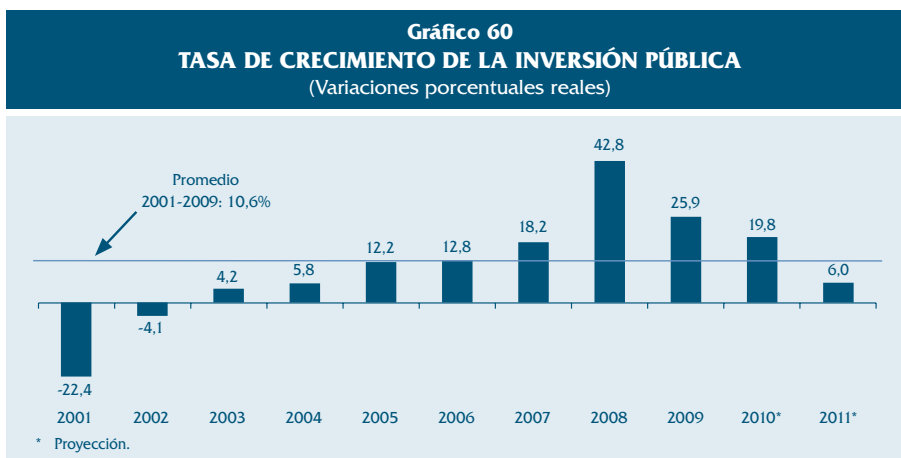
46. La moderación del crecimiento del empleo a un ritmo de 1,3 por ciento en 2009 influyó en la dinámica del consumo privado. Gracias a la aplicación de políticas macroeconómicas oportunas el nivel de empleo no se redujo como en la mayoría de las economías del mundo, lo que permitiría una recuperación más rápida de nuestra economía en los siguientes años.



Se espera una aceleración del crecimiento del consumo privado desde 2,4 por ciento en 2009 a 3,3 por ciento en 2010 y a 4,2 por ciento en 2011. Esta proyección considera la recuperación prevista en los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional disponible.

47. Durante 2009 la inversión pública creció 25,9 por ciento impulsada principalmente por el gasto de los gobiernos subnacionales. El crecimiento de 2010 sería de 19,8 por ciento mientras que para 2011 se proyecta un aumento de 6 por ciento.

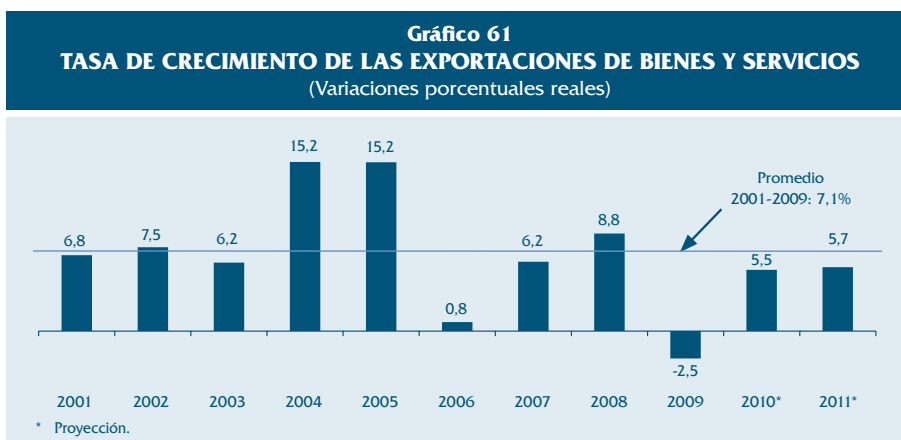




**CUADRO 16**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**

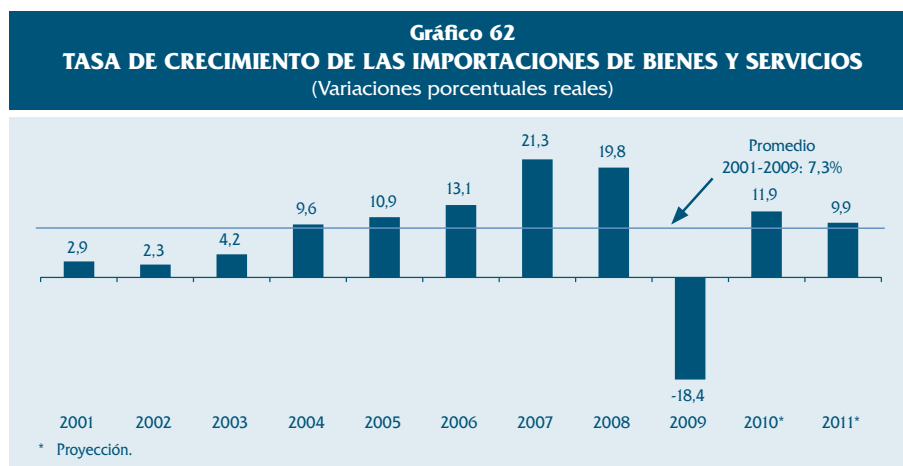
	Millones de Nuevos Soles				Var. % nominal		
	2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>GOBIERNO GENERAL</b>	<b>7 880</b>	<b>9 435</b>	<b>14 370</b>	<b>18 324</b>	<b>19,7</b>	<b>52,3</b>	<b>27,5</b>
Gobierno Nacional	3 380	3 936	4 586	5 036	16,4	16,5	9,8
Gobiernos Regionales	1 493	2 162	2 774	4 076	44,8	28,3	46,9
Gobiernos Locales	3 007	3 338	7 010	9 213	11,0	110,0	31,4
<b>EMPRESAS PÚBLICAS</b>	<b>696</b>	<b>952</b>	<b>1 331</b>	<b>1 811</b>	<b>36,7</b>	<b>39,8</b>	<b>36,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>8 576</b>	<b>10 387</b>	<b>15 701</b>	<b>20 136</b>	<b>21,1</b>	<b>51,2</b>	<b>28,2</b>

48. Las exportaciones reales de bienes y servicios disminuyeron 2,5 por ciento en 2009 por los menores volúmenes tanto de productos mineros cuanto de productos no tradicionales. Para 2010 y 2011, la proyección considera una mejora en la tasa de crecimiento en un contexto de mayor demanda mundial; situación que se reforzaría como consecuencia del mayor acceso a mercados extranjeros a través de acuerdos comerciales y del pleno funcionamiento de proyectos de hidrocarburos que impulsarían las exportaciones tradicionales.



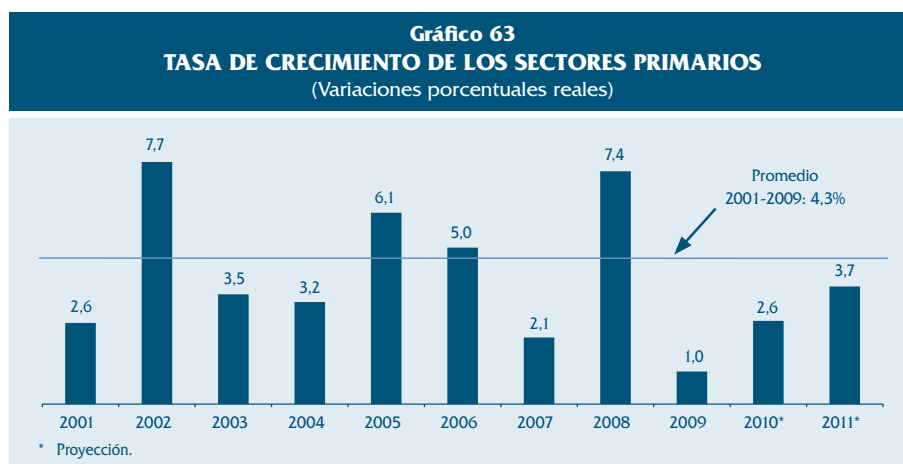


49. Las importaciones reales de bienes y servicios se contrajeron 18,4 por ciento en 2009 debido a la caída de la demanda interna, en particular de la inversión, la cual tuvo un fuerte impacto en la demanda de bienes de capital importados. Para 2010 se prevé una aceleración de las importaciones consistente con un escenario de recuperación del ritmo de crecimiento del producto, particularmente de la inversión privada.

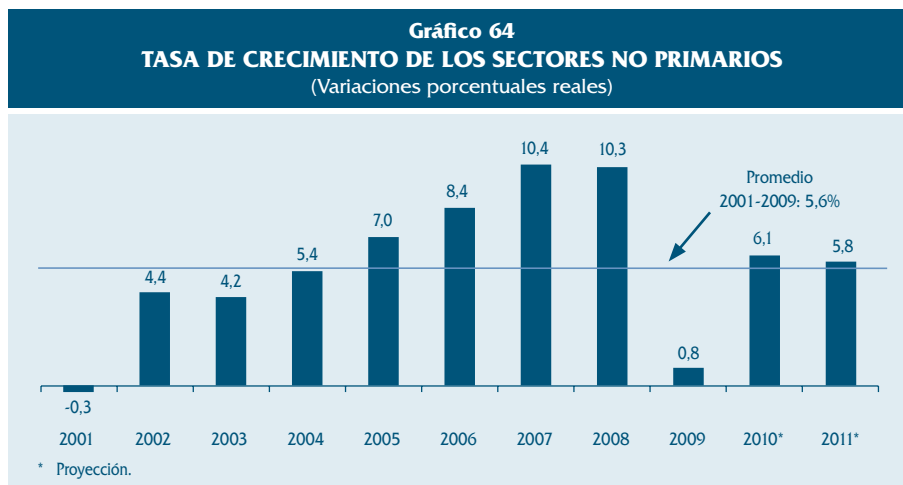


### PBI por Sectores

50. En el año 2009 los **sectores primarios** de la economía crecieron ligeramente menos a lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre 2009 debido a la mayor contracción en la actividad minera (1,4 por ciento versus 1,0 por ciento) asociado a la menor producción de cobre y oro.



Respecto a los **sectores no primarios**, su evolución reflejó el importante freno de la demanda durante 2009. Destaca la reducción de la producción de la manufactura no primaria la cual fue parcialmente compensada por el dinamismo del sector construcción asociado a la ejecución de proyectos de vivienda y de obras viales. En el año, el sector construcción registró una expansión de 6,1 por ciento, siendo esta actividad la de mayor dinamismo a nivel sectorial.



**CUADRO 17**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>Agropecuario</b>	<b>7,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Agrícola	7,4	0,9	2,9	1,4	3,5	3,5
Pecuario	6,0	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Pesca</b>	<b>6,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>7,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
Minería metálica	7,3	-1,4	0,9	-0,7	3,1	3,1
Hidrocarburos	10,3	16,1	36,2	28,4	8,1	8,1
<b>Manufactura</b>	<b>9,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>
Procesadores de recursos primarios	7,6	0,0	5,3	2,7	4,4	4,4
Manufactura no primaria	8,9	-8,5	6,0	7,3	5,5	5,5
<b>Electricidad y agua</b>	<b>7,7</b>	<b>1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
<b>Construcción</b>	<b>16,5</b>	<b>6,1</b>	<b>10,6</b>	<b>12,5</b>	<b>9,5</b>	<b>9,5</b>
<b>Comercio</b>	<b>13,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>9,1</b>	<b>3,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>
<b>Primario</b>	<b>7,4</b>	<b>1,0</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>
<b>No Primario</b>	<b>10,3</b>	<b>0,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

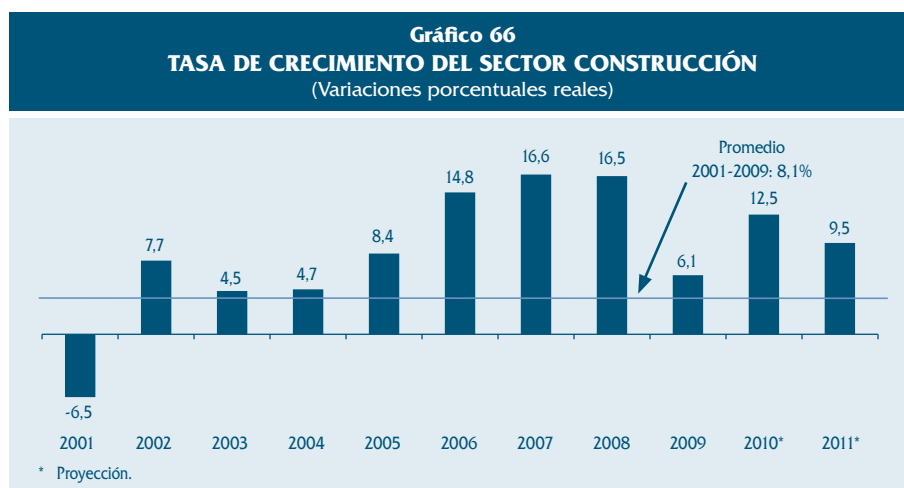
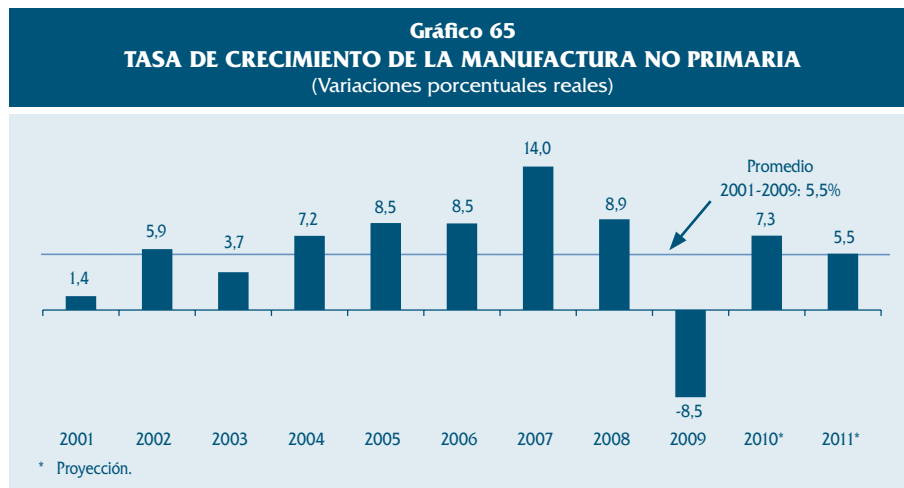
51. Para el año 2010 se mantiene la proyección de crecimiento de 5,5 por ciento del PBI prevista en el Reporte de Inflación de diciembre con algunas modificaciones al interior de la actividad productiva tornándose más dinámicos los sectores no primarios que pasan de una tasa de 5,8 por ciento en el Reporte anterior a una tasa de 6,1 en el actual Reporte reflejando a su vez el mayor crecimiento de la demanda interna (de 6,2 a 6,8 por ciento). En contraposición, se ha reajustado ligeramente a la baja el





crecimiento de los sectores primarios (de 4,4 a 2,6 por ciento) al haberse presentado condiciones climáticas menos favorables que afectan los rendimientos de algunos cultivos, principalmente andinos, y la disponibilidad de recursos marinos con cercanía a la costa.

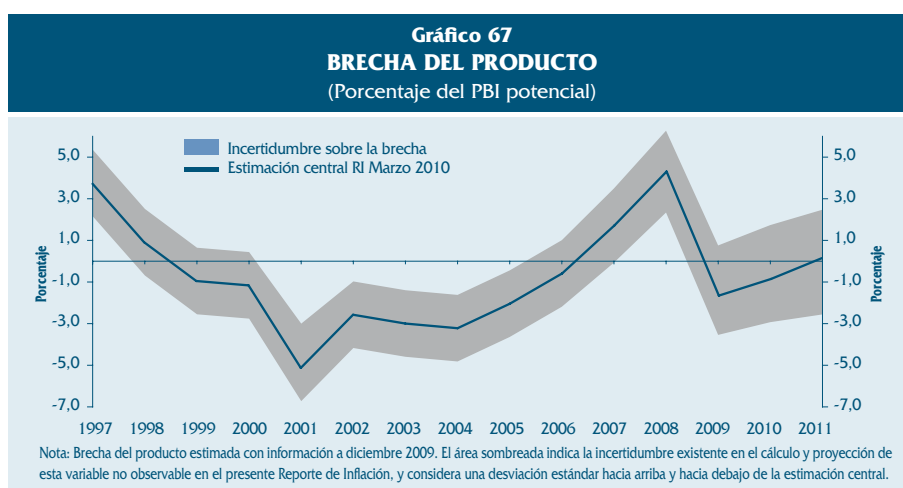
Asimismo, las proyecciones de las empresas mineras apuntan a un mantenimiento de los niveles alcanzados durante 2009 en condiciones de precios crecientes para todos los metales. Cabe señalar que en el sector agropecuario, los cultivos ligados a la agroindustria como la caña de azúcar y el maíz amarillo continuarán su dinamismo reflejando las fuertes inversiones de periodos pasados. Los productos de agroexportación como el espárrago reanudarían su crecimiento por factores de demanda al reactivarse los pedidos de países industrializados en tanto otros productos como el mango y la aceituna entrarán a la fase de crecimiento por efecto de la alternancia y otros como uva y palta ingresarán a mercados externos nuevos impulsados por tratados comerciales que entran en vigencia.



## Brecha del Producto

52. La brecha del producto es el indicador agregado de las presiones de demanda inflacionarias. Ésta se ubicaría en niveles negativos y tendería a ubicarse en una posición de equilibrio en los próximos dos años.

La desaceleración de la economía durante el año 2009 llevó a que la brecha entre el PBI observado y el PBI potencial pasara de un nivel de 4,3 puntos porcentuales en el año 2008 a un nivel negativo en 1,7 por ciento en 2009. Esta situación se revertiría gradualmente debido a la recuperación prevista de la actividad productiva. Así, durante el año 2010 el mayor dinamismo haría que la brecha del producto se reduzca a un nivel negativo de 0,9 por ciento y que alcance un nivel positivo de 0,2 por ciento en el año 2011.



## RECUADRO 1

### PROYECTOS DE INVERSIÓN

La inversión desempeña un papel fundamental como motor del crecimiento económico puesto que permite un aumento de la capacidad productiva de la economía. Estudios de la relación entre inversión y crecimiento muestran una fuerte interdependencia entre ambas variables. El capital es un factor productivo y, por tanto, a mayor crecimiento del capital necesariamente habrá un mayor crecimiento del producto. Al mismo tiempo, el crecimiento del capital está determinado por las perspectivas de crecimiento económico.

El ritmo de crecimiento de la inversión incrementará el acervo de capital de la economía y su productividad, lo cual favorecerá un aumento del producto potencial para los siguientes años. En este sentido, la inversión está estrechamente relacionada con la innovación, el cambio tecnológico y la generación de empresas más dinámicas, factores que son fundamentales para lograr un crecimiento sostenible.



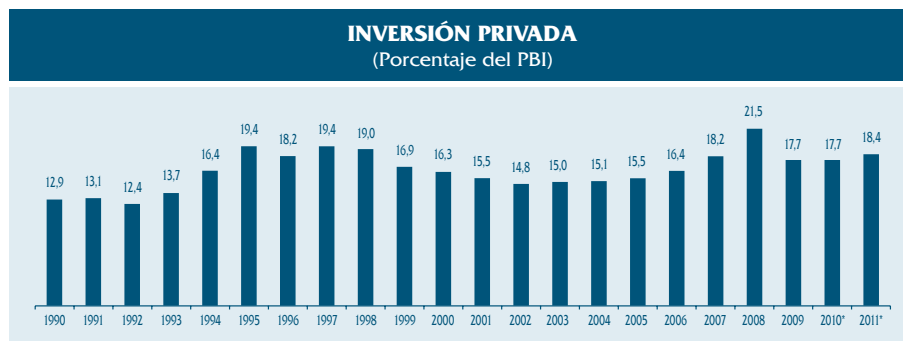


Para el periodo comprendido entre 2006 y 2011 se estima que la variación del acervo de capital contribuiría a explicar casi la mitad del crecimiento del PBI.

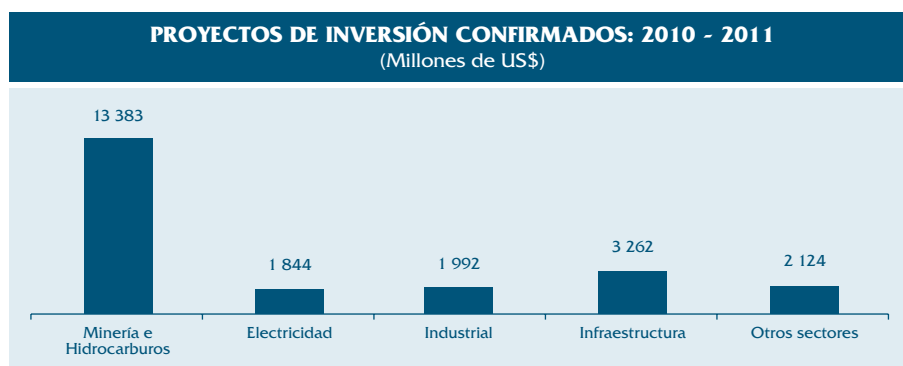
CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO (Contribuciones porcentuales)				
	Capital	Trabajo	Productividad	PBI
1980-1989	1,4	1,6	-3,5	-0,5
1990-1999	1,2	1,5	1,5	4,1
2000-2005	1,0	1,5	1,5	4,0
2006-2011*	2,7	0,9	2,7	6,4

\* Proyección.

Durante la presente década la inversión privada mantuvo una tendencia creciente. La participación de la inversión privada en el producto se elevó desde 16,3 por ciento del PBI en el año 2000 a 21,5 por ciento en el año 2008. Con la agudización de la crisis financiera internacional se observó una rápida caída de la inversión privada, la misma que se espere retorne a los niveles previos a la expansión de mediados de 2008.



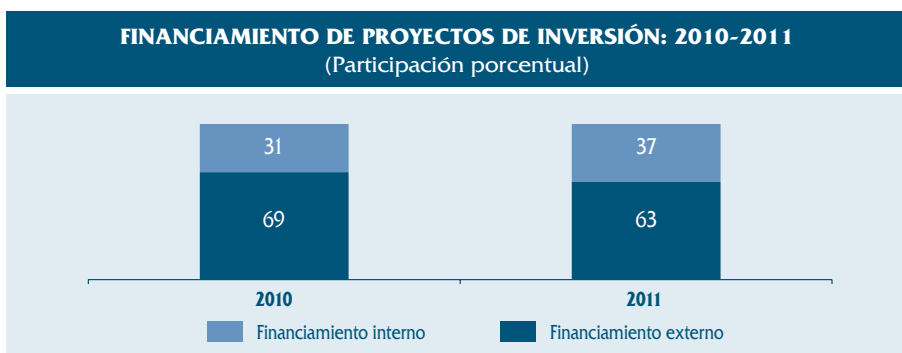
El incremento de la inversión privada ha estado asociado a la ejecución de proyectos y a las expectativas favorables sobre el desempeño futuro de la economía. Para 2010 y 2011 las mejores condiciones internacionales favorecerían las inversiones, especialmente en el sector minero y de energía. En total, para el periodo 2010-2011, se han anunciado proyectos de inversión por US\$ 22,6 mil millones.



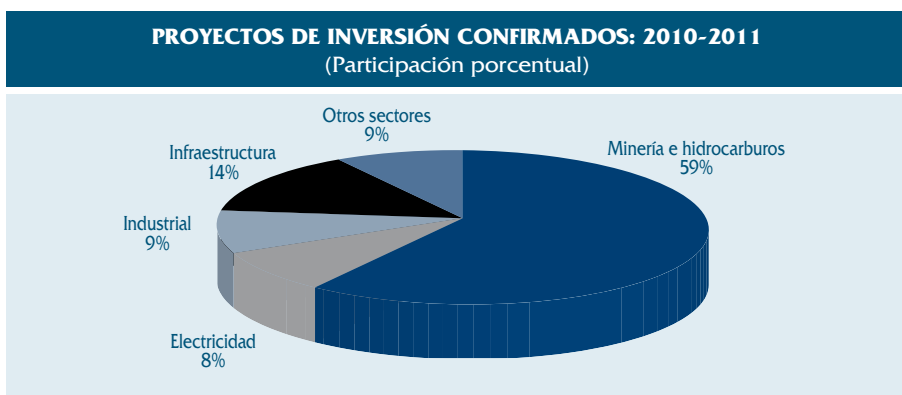
Los proyectos con una inversión de más de US\$ 100 millones representarán el 63 por ciento de los anuncios de inversión para 2010 y el 82 por ciento para 2011.



Con respecto al origen del financiamiento de los proyectos de inversión, la participación del financiamiento interno sería de 31 por ciento en 2010 y aumentaría a 37 por ciento en 2011.



Para 2010 y 2011 se espera que los proyectos de inversión confirmados no sólo estén orientados hacia sectores asociados a actividades extractivas sino también hacia sectores no primarios como infraestructura, electricidad e industrial, con una participación importante.





Dentro del conjunto de proyectos que implican altos montos de inversión se aprecia un importante nivel de desconcentración a nivel territorial. En la medida que la ejecución e implementación de estos proyectos impulsan otros sectores de las economías locales (comercio, servicios, etc) mejorará la distribución del ingreso a nivel regional.

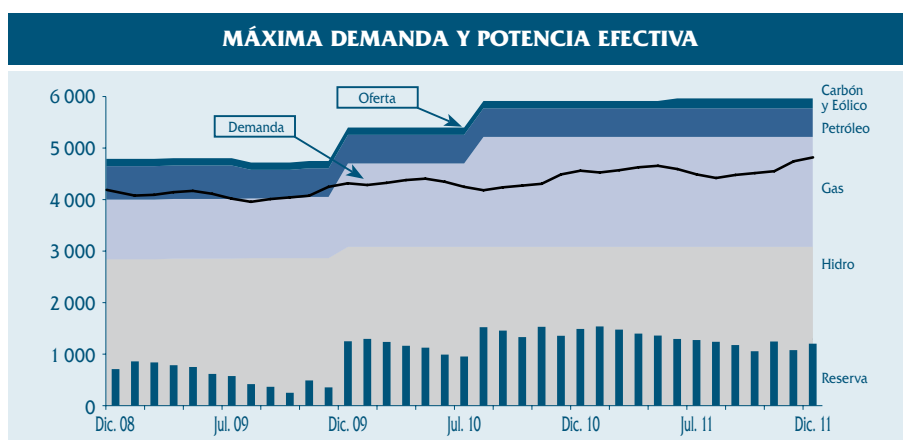


**RECUADRO 2**  
**PERSPECTIVA DEL ABASTECIMIENTO ELÉCTRICO 2010 – 2030**

Para operar bajo los parámetros adecuados de seguridad y confiabilidad, manteniendo un costo de operación razonable y predecible, es necesario que el sistema eléctrico nacional opere con un determinado margen de reserva, o exceso entre la oferta de potencia y la máxima demanda. Así, para el periodo 2009-2013, el regulador del sector, OSINERGMIN, determinó un Margen de Reserva Firme Objetivo (MFRO) de 32,7 por ciento, el que, entre otras condiciones, cumple la de operar sin racionamiento ante i) la pérdida de la central de generación más importante y ii) condiciones hidrológicas escasas o problemas de suministro de combustible.

El año 2008 se inició con un margen de reserva de 30 por ciento, que permitió soportar un estiaje severo y escasez de gas natural, aunque se produjeron episodios de interrupción en el servicio y se elevó significativamente el costo marginal de producción eléctrica. En 2009 no se repitieron estos episodios por la desaceleración de la economía, principalmente, aunque el margen de reserva estuvo lejos de ser el óptimo y llegó a reducirse hasta 5 por ciento en setiembre.





Para los años 2010 y 2011, bajo las condiciones más probables, que incluyen un crecimiento de la máxima demanda de electricidad de 5,5 por ciento en cada período, condiciones hidrológicas normales y abastecimiento regular de gas natural, se espera que tampoco se produzcan situaciones de desabastecimiento o interrupción del servicio, aunque se estima que el margen sea inferior al MFRO de 32,7 por ciento. Ello se debe, por un lado, al ingreso al sistema de la central hidroeléctrica El Platanal con 220 MW de potencia y, por el otro, a la ampliación del ducto de gas natural y el uso parcial del ducto de exportación, lo que propiciaría un aumento de generación eléctrica de origen térmico por 900 MW adicionales.

**PRINCIPALES PROYECTOS DE GENERACIÓN ELÉCTRICA**  
(Concesión definitiva y autorización, en etapa de ejecución de obras)

Proyecto	Fecha Operación 1/	Ubicación	MW
<b>Centrales Hidroeléctricas y otras Energías Renovables (22)</b>			<b>1 235</b>
CH Santa Rita	Dic. 2013	Ancash	255
CH Cheves	Dic. 2012	Lima	168
CH San Gabán I	Jun. 2011	Puno	150
CH Pucará	Set. 2013	Cusco	130
CH Quitaracsá I	Oct. 2014	Ancash	109
CH Marañón	Feb. 2013	Huánuco	96
CH Huanza	Feb. 2013	Lima	86
CH La Virgen	Jun. 2011	Junín	64
CH Morro de Arica	Dic. 2008	Lima	50
CH Centauro I y III	Mar. 2009	Ancash	25
CH Pías I	Feb. 2012	La Libertad	11
Otras centrales (11)	n.a	n.a	91
<b>Centrales Termoeléctricas (5)</b>			<b>1 343</b>
Chilca	Oct. 2011	Lima	597
Kallpa TG4 2/	Dic. 2012	Lima	293
Kallpa TG3	Mar. 2010	Lima	192
Las Flores	Ago. 2010	Lima	184
Pampa Melchorita	Dic. 2009	Lima	77
<b>TOTAL (27)</b>			<b>2 578</b>

1/ Fecha de puesta en operación según contrato de concesión o cronograma de ejecución de obras.  
2/ Ciclo combinado.  
Fuente: MINEM.





---

En el largo plazo, hacia 2030, se espera que la demanda de potencia eléctrica se triplique, lo que implica un requerimiento de 13 mil MW adicionales para esa fecha. En la actualidad sólo existen centrales que cuentan con concesión definitiva, para el caso de las hidroeléctricas, o autorización, para el caso de las térmicas, por un total de 2 578 MW, lo que permitiría cubrir la demanda de potencia hasta 2016. Para los años siguientes, existe un déficit de inversión que debe ser cubierto.

Por ello, Perú y Brasil vienen elaborando un proyecto de integración energética binacional, a través del cual se pondría en marcha la construcción de 5 hidroeléctricas con una potencia total de 6 673 MW.

En la actualidad, existen otros proyectos mayores de generación en estudio por un total de más de 22 mil MW. Sin embargo, la agenda pendiente para concretarlos es amplia por lo que se necesita impulsar medidas de política energética para evitar un cuello de botella en el futuro. En este sentido, en un contexto de limitados recursos gasíferos certificados, menor rentabilidad relativa de hidroeléctricas e imperfecta formación de precios de mercado, se debe promover la puesta en valor comercial de reservas adicionales de gas natural, incentivar mayor inversión en generación hidroeléctrica y facilitar la formación de precios de generación acorde a las condiciones de mercado.

---

## IV. Finanzas Públicas

53. La posibilidad de conducir una política fiscal contracíclica, en un contexto de condiciones crediticias externas menos favorables, estuvo respaldada por los ahorros con los que contaba el gobierno y que fueron generados durante los años de expansión económica. Luego de tres años con superávit fiscales, en 2009 se registró un déficit equivalente a 1,9 por ciento del PBI. Esto se explica de un lado por una caída de la recaudación producto del menor nivel de actividad y del deterioro de los términos de intercambio, y del otro, por la decisión del gobierno de impulsar una política de expansión del gasto, especialmente en inversión, en un contexto de débil demanda interna y externa.
54. Para 2010 y 2011 se proyectan déficit de 1,6 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, que suponen una trayectoria decreciente en los próximos años. Esta tendencia se vincularía a una recuperación paulatina de los ingresos del gobierno general asociada al mejor desempeño de la actividad económica, al incremento de los precios internacionales de los metales y de hidrocarburos, y a una desaceleración gradual del gasto enmarcado en un programa que contempla un progresivo retiro del estímulo fiscal.



55. Los ingresos corrientes del gobierno general para los años 2010 y 2011 ascenderían a 19,0 y 19,4 por ciento del PBI, respectivamente, ratios mayores a los de 2009, que están ligados a una aceleración del crecimiento de la actividad económica y a una positiva evolución de los precios de nuestros principales productos de exportación para los siguientes años. En cuanto a los gastos no financieros, éstos ascenderían a 19,4 y 19,3 por ciento del PBI, para esos mismos años, con la particularidad de que hacia el año 2011 el gasto de capital aumentaría de 6,0 a 6,1 por ciento del PBI.





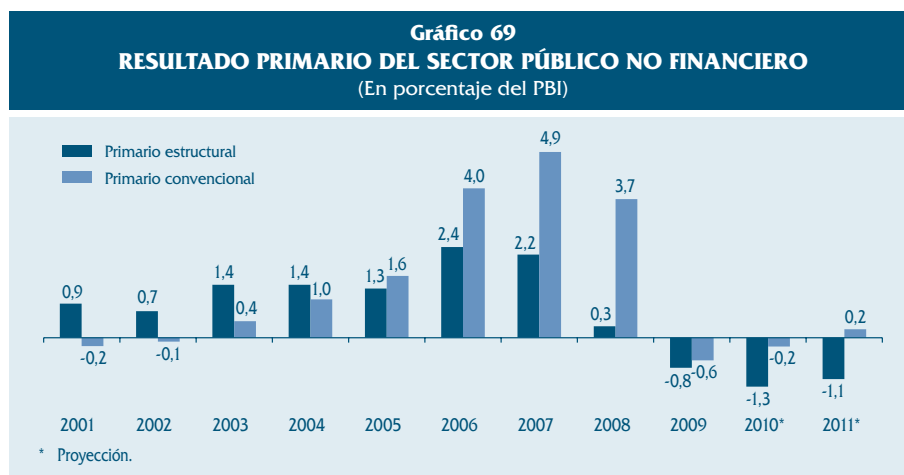
**CUADRO 18**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>1. Ingresos corrientes del Gobierno General</b>	<b>20,9</b>	<b>18,6</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>19,3</b>	<b>19,4</b>
Variación % real	5,8	-11,3	9,0	10,1	7,9	7,1
<b>2. Gastos no financieros del Gobierno General</b>	<b>17,3</b>	<b>19,6</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,5</b>	<b>19,3</b>
Variación % real	13,5	12,7	9,5	7,1	5,6	4,3
Del cual:						
a. Corriente	13,2	13,9	13,5	13,4	13,4	13,3
Variación % real	6,9	4,4	5,1	4,6	4,3	3,6
b. Formación bruta de capital 1/	3,9	5,2	5,5	5,5	5,7	5,7
Variación % real	45,8	32,5	22,5	15,0	8,9	7,3
<b>3. Otros</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>4. Resultado Primario (1-2+3)</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>6. Resultado Económico</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>
Nota:						
Ingresos corrientes del Gobierno Central	18,2	15,9	16,3	16,4	16,7	16,7
Gastos no financieros del Gobierno Central	14,8	16,6	16,3	16,4	16,4	16,3

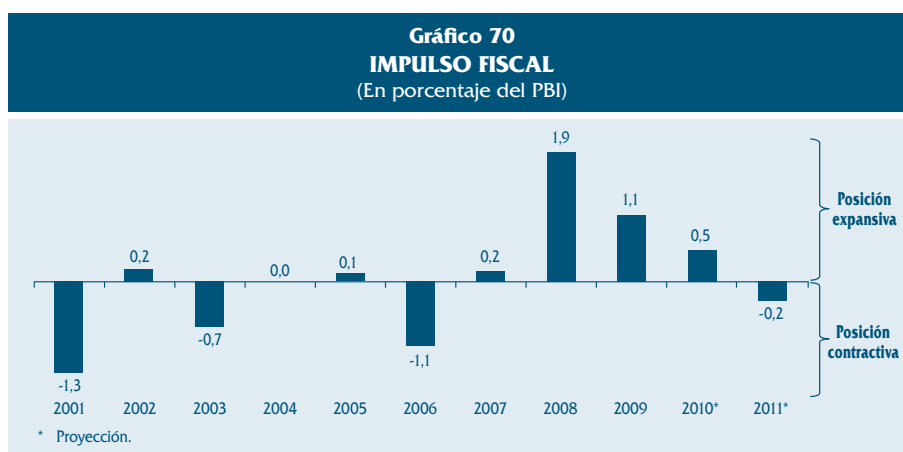
1/ A la formación bruta de capital del Gobierno General hay que añadirle la inversión de empresas estatales para llegar a la inversión pública.  
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

### Resultado económico estructural

56. El resultado económico estructural es aquél que se obtiene aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. El cambio en el resultado estructural determina el impulso fiscal. Este indicador permite apreciar el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En 2009 y 2010, años en que se ejecuta el Plan de Estímulo Económico (PEE), la posición fiscal es expansiva.



En 2011, el impulso se encontraría cercano a cero, consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público hacia valores más sostenibles de largo plazo.



### Evolución de los ingresos fiscales

57. En el año 2009 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 18,6 por ciento del PBI, lo que significó una reducción de 11,3 por ciento en términos reales respecto a 2008 y equivalente a una caída de 2,3 puntos del producto. Los rubros que, en mayor medida, incidieron en este resultado fueron el impuesto a la renta, los impuestos asociados a las importaciones y el canon y regalías petroleras.

Respecto al IGV total, éste se redujo 9 por ciento, lo que se explicó por la caída de IGV a las importaciones en 25 por ciento. Contribuyeron en este mismo sentido, los menores ingresos por canon y regalías petroleras y mineras que cayeron 26 y 37 por ciento en términos reales, respectivamente.

**CUADRO 19**  
**INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(En porcentaje del PBI)

	2001	2006	2008	2009	2010*	2011*
Impuesto a la renta	3,0	6,1	6,5	5,3	5,6	5,6
Impuesto General a las Ventas	6,2	7,1	8,5	7,7	7,8	8,0
Impuesto Selectivo al Consumo	1,9	1,3	0,9	1,1	1,1	1,1
Impuesto a las importaciones	1,5	0,9	0,5	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos tributarios	1,4	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
Devoluciones de impuestos	-1,5	-1,6	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
<b>Total</b>	<b>12,4</b>	<b>15,0</b>	<b>15,6</b>	<b>13,8</b>	<b>14,2</b>	<b>14,5</b>

\* Proyección.

La recaudación por Impuesto a la Renta, que está fuertemente vinculada a los precios internacionales de los minerales, registró una reducción de 18 por ciento, que se atribuye a la caída en la recaudación que corresponde a los pagos a cuenta





por renta de tercera categoría (30 por ciento). En particular, los sectores que registraron las mayores caídas en sus pagos a cuenta fueron minería e hidrocarburos que disminuyeron 58 y 51 por ciento en términos reales.

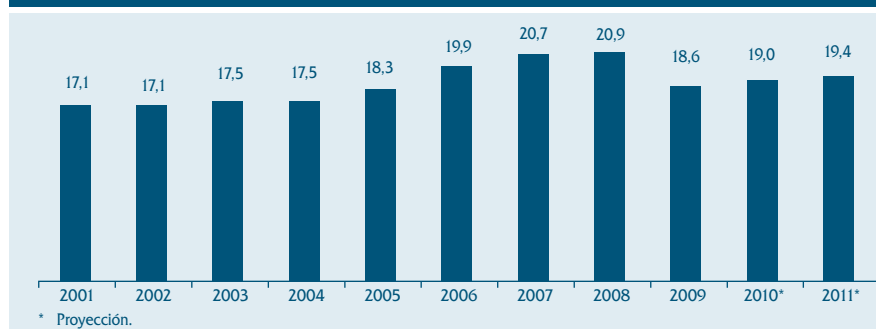
**CUADRO 20**  
**IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA**  
(Millones de nuevos soles)

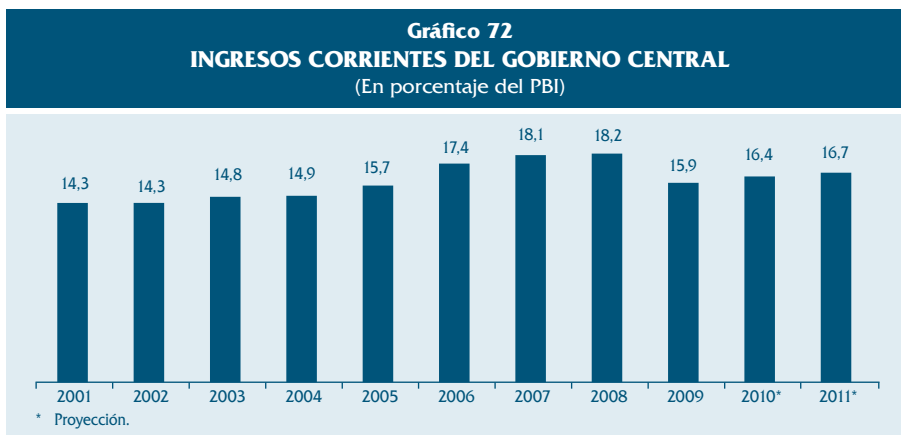
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Var % real 2009/2008
<b>Pagos a cuenta</b>	<b>4 496</b>	<b>5 316</b>	<b>9 963</b>	<b>13 258</b>	<b>14 921</b>	<b>10 691</b>	<b>-30,4</b>
Agropecuario	43	28	34	55	38	26	-34,0
Pesca	35	49	52	73	38	39	-1,6
Minería	586	1 288	4 335	6 439	6 056	2 609	-58,1
Hidrocarburos	273	366	666	792	921	464	-51,0
Manufactura	807	878	1 269	1 450	1 856	1 593	-16,7
Intermediación Financiera	615	316	580	646	1 011	1 097	5,4
Construcción	142	129	189	232	295	383	26,3
Comercio	675	775	1 026	1 364	1 898	1 757	-10,1
Otros	1 319	1 486	1 814	2 208	2 808	2 723	-5,8
<b>Regularización</b>	<b>890</b>	<b>1 908</b>	<b>3 137</b>	<b>3 829</b>	<b>2 248</b>	<b>2 216</b>	<b>-4,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>5 386</b>	<b>7 223</b>	<b>13 100</b>	<b>17 087</b>	<b>17 169</b>	<b>12 907</b>	<b>-27,0</b>

Fuente: Sunat.

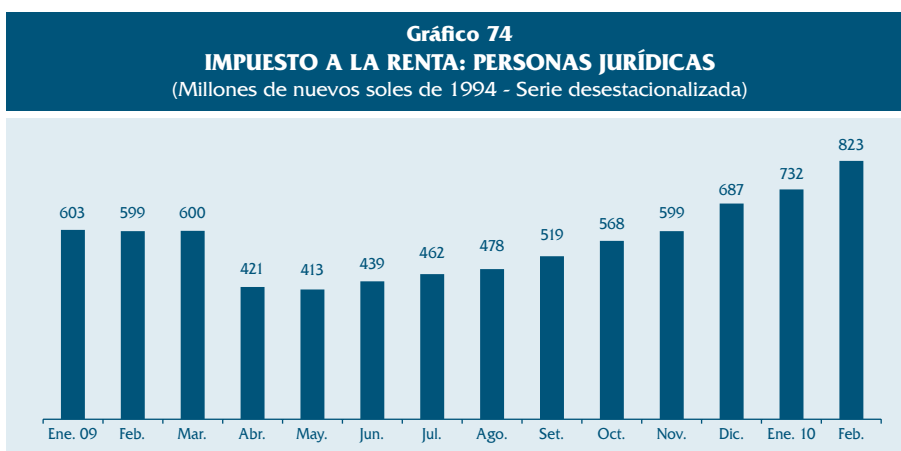
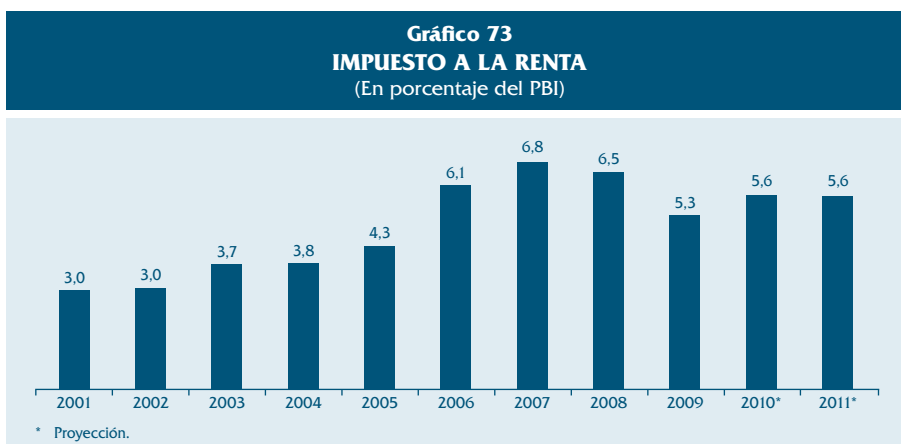
58. Para los años 2010 y 2011, se proyecta que los ingresos del gobierno general ascenderían a 19,0 y 19,4 por ciento del PBI, lo que supone aumentos reales de 10 y 7 por ciento, respectivamente. Los niveles proyectados son consistentes con la aceleración del crecimiento de la actividad económica y con la proyección de las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación para los próximos años. Es importante indicar que ya desde los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010 se viene observando una recuperación en los ingresos tributarios del gobierno nacional, especialmente en el Impuesto a la Renta y el Impuesto General a las Ventas, lo que ha permitido registrar nuevamente variaciones porcentuales reales a 12 meses positivas desde el mes de noviembre.

**Gráfico 71**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(En porcentaje del PBI)



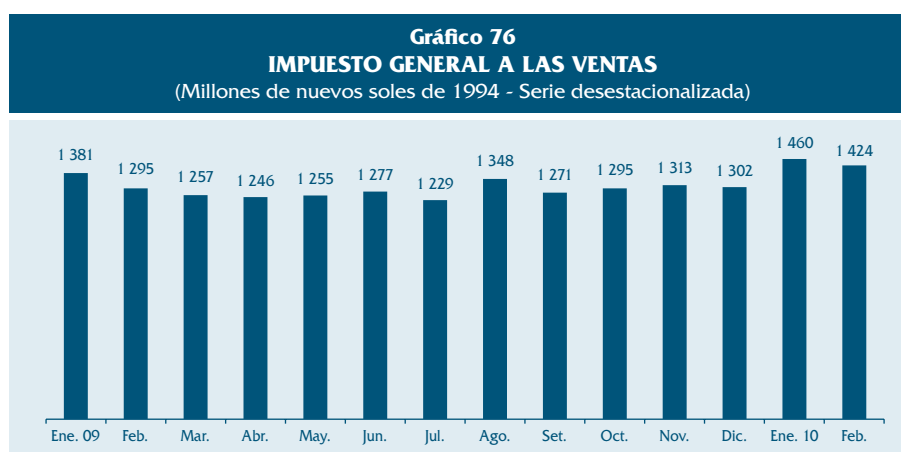
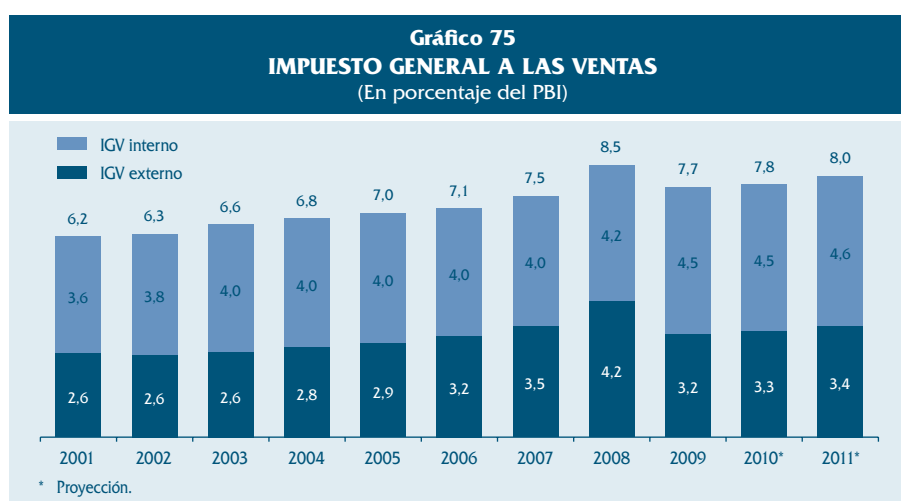


El Impuesto a la Renta registraría una recuperación en 2010 producto de los mayores pagos a cuenta que realizarían las personas jurídicas. Esto sería consecuencia principalmente del progresivo agotamiento de los saldos a favor que disponían las empresas y que aplicaron en buena parte de 2009 y a la recuperación de los precios de los minerales.



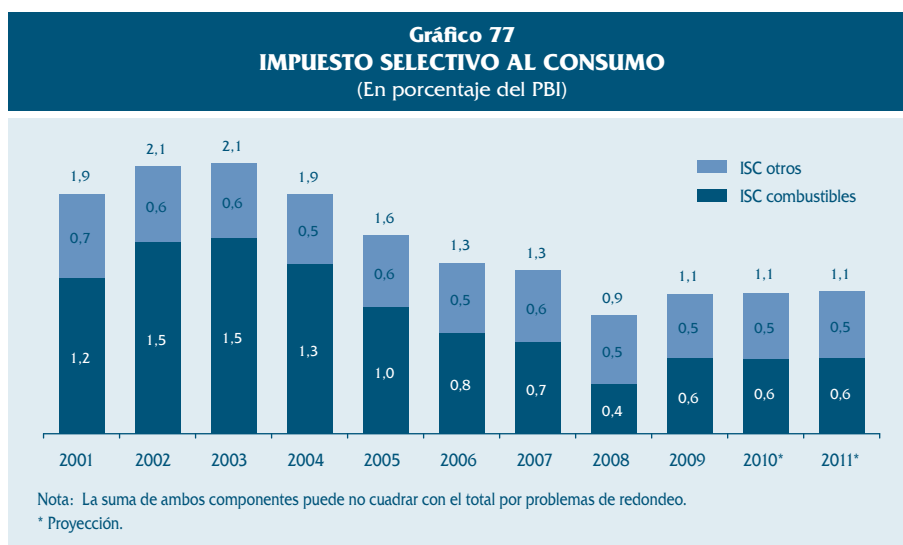


El Impuesto General a las Ventas (IGV), nuestro principal ingreso tributario, descendió de 8,5 por ciento del PBI en 2008 a 7,7 por ciento en 2009, lo que correspondió principalmente al componente importado que se redujo en un punto del producto por la caída de nuestras importaciones. Para 2010 y 2011, el IGV crecería impulsado tanto por la actividad económica doméstica, como por un mayor dinamismo de las importaciones. Así el IGV externo se situaría en niveles similares a los observados en 2006 y 2007 (el de 2008 fue excepcionalmente alto a causa del boom de importaciones).



El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) se mantendría en niveles de 1,1 por ciento del PBI para este año y el próximo. Esta proyección recoge el efecto estadístico que se produce por el cambio en la modalidad de pago en enero 2009 (de pagos semanales a pagos mensuales) que originó que los montos recaudados por ISC en ese mes sean mínimos, reduciendo la base de comparación. Asimismo, considera las modificaciones al ISC diesel realizadas en el mes de enero que supuso la reducción de su tasa de S/. 1,47 a S/. 1,27 por galón, la cual tiene un costo estimado de S/. 150 millones.





Las proyecciones de ingresos consideran, asimismo, la reducción para el segundo semestre del *drawback* arancelario que pasaría de 8,0 a 6,5 por ciento. Adicionalmente, incorpora la reducción de la tasa del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) que se redujo de 0,06 por ciento en 2009 a 0,05 por ciento en 2010. Hacia adelante se espera que el resto de impuestos mantenga la estructura impositiva vigente.

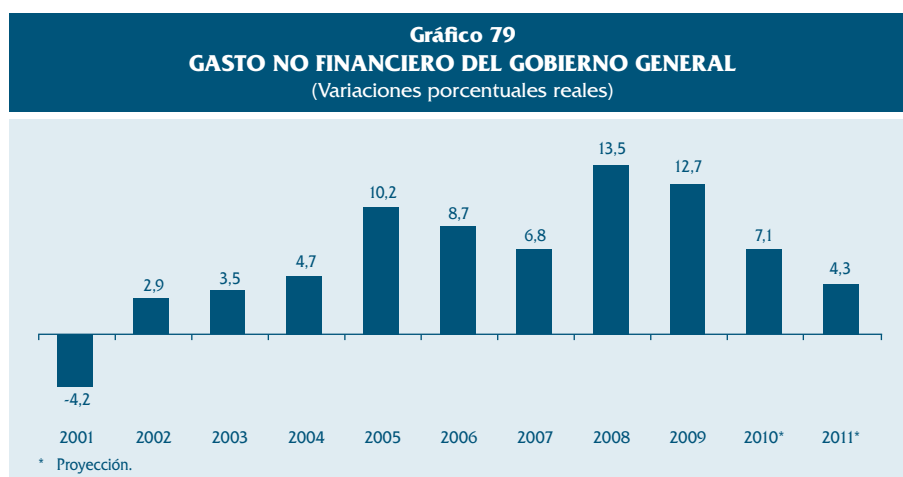
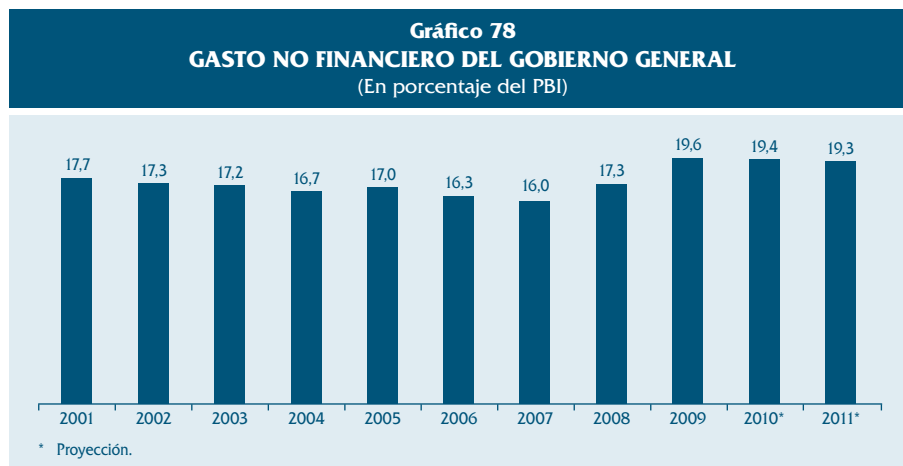
### Evolución de los gastos fiscales

59. En 2009 el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 19,6 por ciento del producto, lo que representa un crecimiento del 13 por ciento en términos reales. En gran medida este crecimiento respondió a la ejecución del Plan de Estímulo Fiscal, especialmente del componente de la inversión pública. Ello ha permitido que la inversión de los gobiernos regionales aumente 43 por ciento en términos reales, la del gobierno nacional 34 por ciento y la de los gobiernos locales 28 por ciento.

El año 2010 se prevé que el gasto real no financiero crecería 7 por ciento, tasa que considera un incremento de 15 por ciento en la inversión del gobierno general. Esta proyección asume, asimismo, la política salarial que está contemplada en el presupuesto público que incluye algunos reajustes selectivos y el aumento de la gratificación de escolaridad y fiestas patrias en S/. 100 por servidor público.

Para el año 2011 se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 4 por ciento. La inversión del gobierno general seguiría siendo el rubro más dinámico de gasto proyectándose para ese año un crecimiento de 7 por ciento.





60. Un aspecto a destacar es que a partir de este año se ha puesto en marcha el Programa de Modernización Municipal (S/. 600 millones) y el Plan de Incentivos a la Mejora Municipal (S/. 700 millones) que buscan una mejor asignación de los recursos a los gobiernos locales para lo cual, estos últimos deberán alcanzar metas que están referidas al incremento de la recaudación, mejora de la provisión de servicios públicos e infraestructura y simplificación de trámites. En caso de que las metas establecidas no sean cumplidas por algunas municipalidades, los recursos serán redirigidos a los gobiernos locales que las hayan alcanzado satisfactoriamente.

Otro aspecto que dinamizaría el gasto de los gobiernos subnacionales, en este caso de los gobiernos regionales, sería la colocación de bonos para financiar obras de infraestructura. A la fecha se ha autorizado casi la totalidad de los S/. 2 600 millones que comprende el programa. Estos bonos podrán ser colocados hasta el año 2011, dado que algunos proyectos de inversión pública concluirán recién ese año.

61. Cabe indicar que el Plan de Estímulo Económico (PEE) que se está ejecutando desde 2009 asciende finalmente a S/. 15 091 millones (3,9 por ciento del PBI). El plan tiene un énfasis en infraestructura (57 por ciento del total) que viene impulsando el crecimiento de la inversión del 2009 hacia adelante. El porcentaje de avance del PEE a mediados de marzo asciende aproximadamente al 45 por ciento.

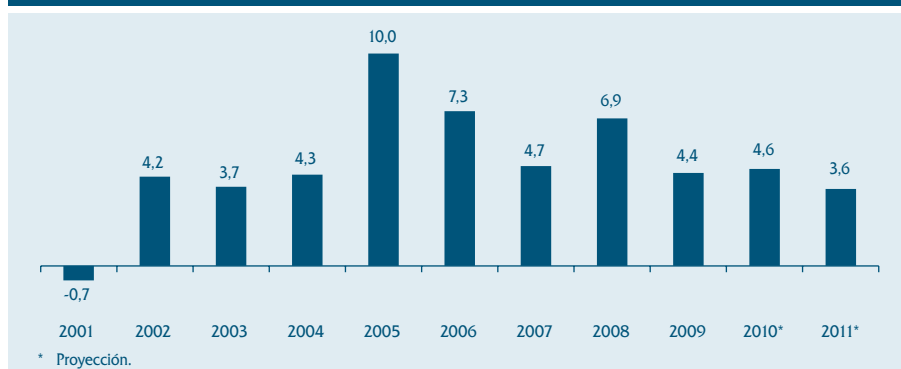
**CUADRO 21**  
**PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO**  
(Millones de nuevos soles)

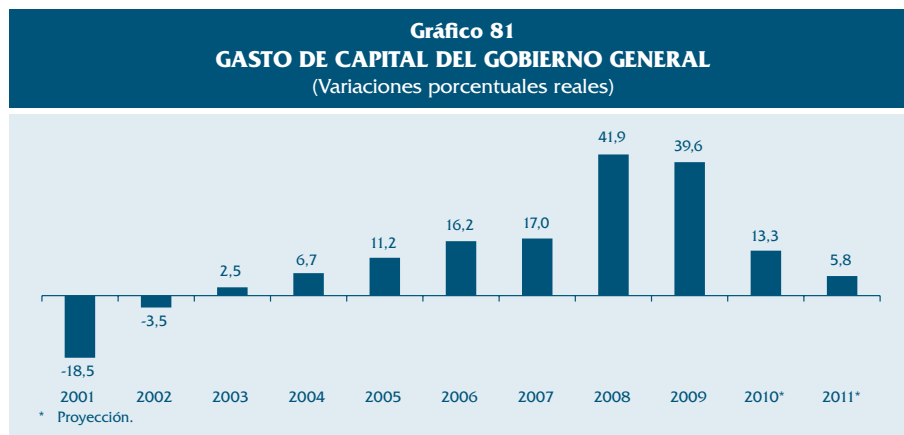
Concepto	Costo	% Total	% PBI
1. Impulso a la Actividad Económica	2 610	17%	0,7%
2. Obras de Infraestructura	8 635	57%	2,2%
3. Protección Social	3 137	21%	0,8%
4. Otros	709	5%	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>15 091</b>	<b>100%</b>	<b>3,9%</b>

Fuente: MEF.

62. Es destacable, asimismo, el hecho de que el gasto de capital del gobierno general viene creciendo por encima del gasto corriente no financiero desde el año 2004, particularmente los años 2008 y 2009, en que la tasa de crecimiento de los gastos de capital (41 por ciento en promedio) superó largamente la tasa promedio en que se incrementó el gasto corriente en esos mismos años (6 por ciento promedio). Esta situación se está reproduciendo en el horizonte de proyección, en la que nuevamente se privilegia el aumento del gasto de capital por encima del corriente.

**Gráfico 80**  
**GASTO CORRIENTE NO FINANCIERO DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones porcentuales reales)





### Requerimiento financiero

63. El requerimiento de financiamiento para el sector público en el año 2009 ascendió a US\$ 3 838 millones lo cual refleja principalmente el déficit fiscal de 1,9 por ciento del PBI. Para los años 2010 y 2011 se proyectan menores presiones de financiamiento en la medida que la economía se vaya recuperando. El requerimiento financiero para esos años sería de US\$ 3 560 millones y de US\$ 3 138 millones, respectivamente, monto que se puede cubrir con fuentes externas e internas.

**CUADRO 22**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/**  
(Millones de US\$)

	2008	2009	2010*		2011*	
			RI Dic.09	RI Mar.10	RI Dic.09	RI Mar.10
<b>I. Usos</b>	<b>-827</b>	<b>3 838</b>	<b>3 643</b>	<b>3 560</b>	<b>3 405</b>	<b>3 138</b>
1. Amortización	1 971	1 218	1 260	1 274	1 475	1 479
a. Externa	1 449	950	950	944	962	962
b. Interna	522	268	310	330	512	517
Del cual: Bonos de Reconocimiento	94	91	176	189	149	150
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-2 798	2 620	2 383	2 286	1 930	1 658
<b>II. Fuentes</b>	<b>-827</b>	<b>3 838</b>	<b>3 643</b>	<b>3 560</b>	<b>3 405</b>	<b>3 138</b>
1. Externas	1 100	1 127	1 062	1 061	1 342	1 342
2. Bonos 2/	473	1 854	947	974	1 097	1 105
3. Internas 3/	-2 400	857	1 633	1 525	966	691
<b>Nota:</b>						
Saldo de deuda pública bruta						
En millones de US\$	30 648	33 827	34 595	34 414	35 565	35 553
En porcentaje del PBI	24,0	26,6	23,8	23,4	23,4	22,5
Saldo de deuda neta 4/						
En millones de US\$	15 701	17 370	19 233	19 191	20 883	20 555
En porcentaje del PBI	12,3	13,7	13,3	13,1	13,7	13,0

RI: Reporte de Inflación. \* Proyección.

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas operaciones realizadas con fines de prepago, tanto internas como externas.

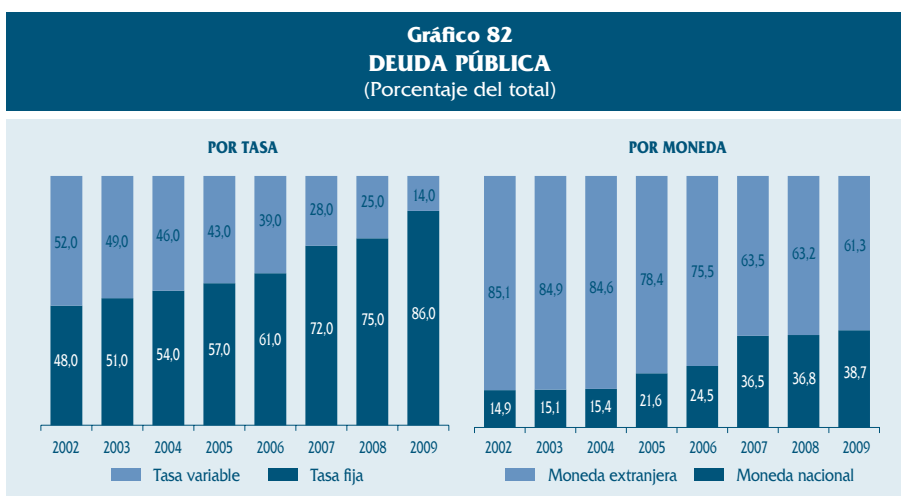
2/ Incluye bonos internos y externos.

3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

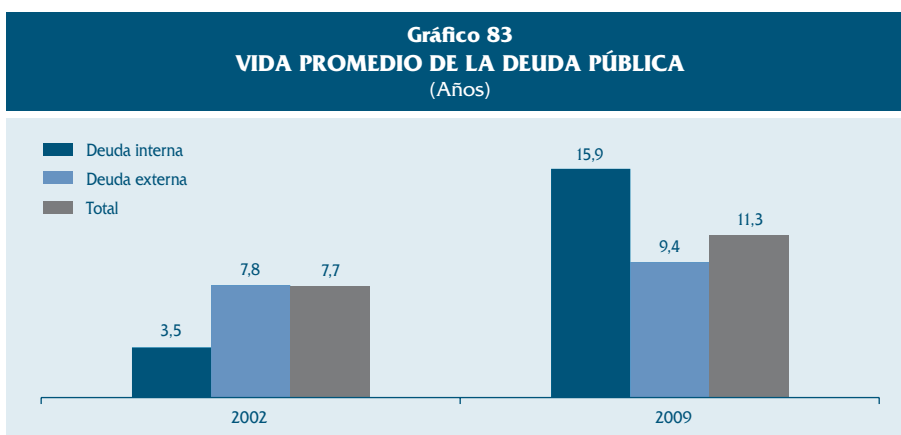
4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

Fuente: BCRP, MEF.

64. El manejo de deuda por parte de las autoridades del gobierno ha priorizado minimizar los riesgos de refinanciamiento y de mercado, el primero dado por la posibilidad de renovar la deuda al vencimiento a costos elevados y el segundo, por la exposición del portafolio de deuda y su servicio a fluctuaciones en las tasas de interés y el tipo de cambio. Al respecto, en el transcurso de la década se ha logrado reducir el porcentaje de deuda contratada en moneda extranjera en aproximadamente 24 por ciento y el de deuda a tasa variable en 38 por ciento.



65. Asimismo, a través de mecanismos de mercado como canjes de deuda, entre otros, se ha extendido la maduración de la deuda total pasando ésta de una vida promedio de 7,7 años en 2002 a 11,3 años en 2009, reduciendo de esta manera el riesgo de renovación de deuda.

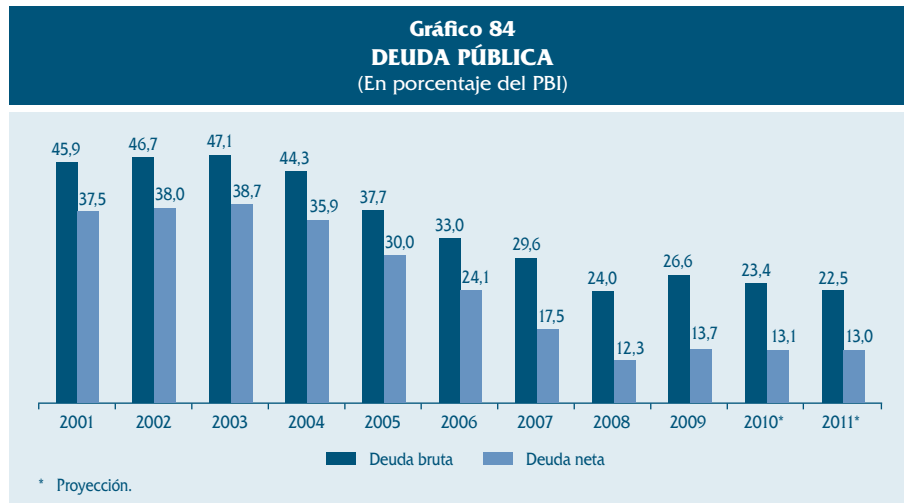


66. En relación al total de deuda bruta y neta, a diferencia de años anteriores, se aprecia un incremento de las mismas en 2009 que se atribuye tanto a la emisión global por US\$ 1 000 millones que efectuó el gobierno como medida precautoria para el refinanciamiento de deuda, así como, a los efectos de la crisis internacional



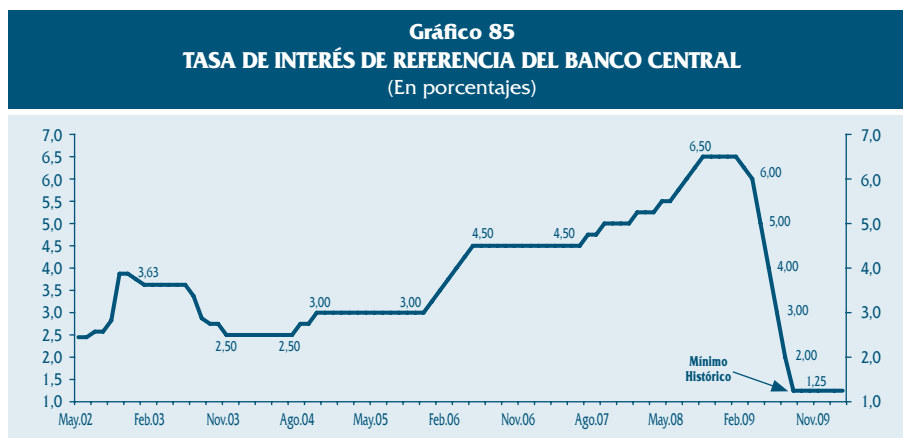


en el crecimiento de la economía. Para 2011 se espera que estos coeficientes se reduzcan a niveles de 22,5 por ciento el de deuda bruta y de 13,0 por ciento el de deuda neta.

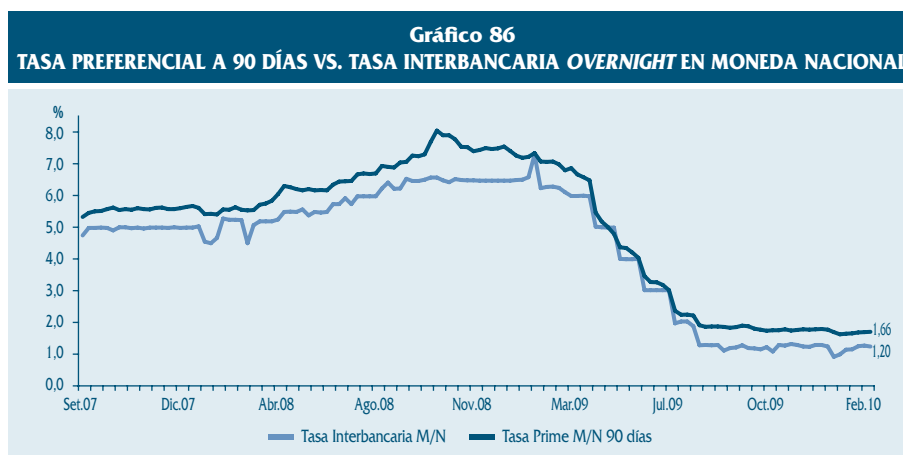


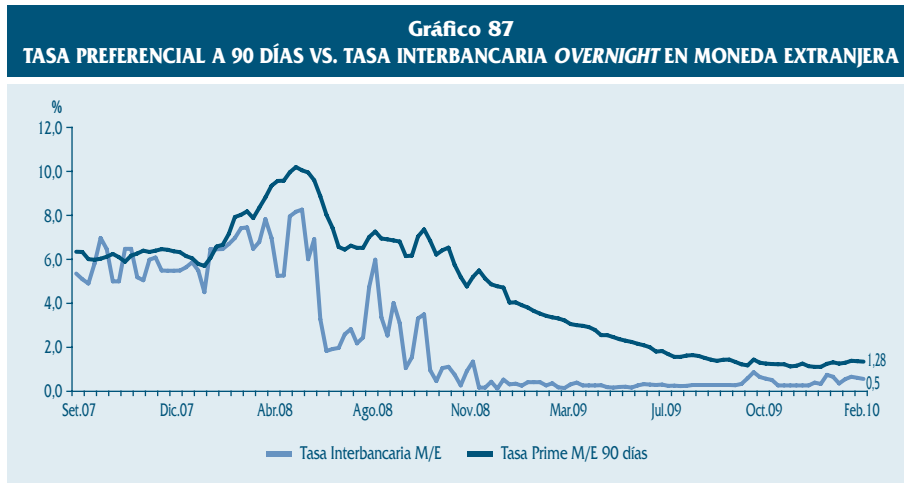
## V. Política Monetaria

67. Con la finalidad de mantener el dinamismo del mercado crediticio en el contexto de la severa crisis financiera internacional que se agudizó en setiembre de 2008, el BCRP desplegó una combinación de medidas orientadas en una primera fase a inyectar directamente liquidez en moneda extranjera y en moneda nacional; y en una segunda, cuando los mercados financieros empezaron a mostrar signos de estabilidad, a reducir el nivel de la tasa de interés de referencia. Así, desde el mes de febrero de 2009 hasta agosto, el BCRP bajó la tasa de interés de referencia en 525 puntos básicos, desde 6,5 hasta 1,25 por ciento.

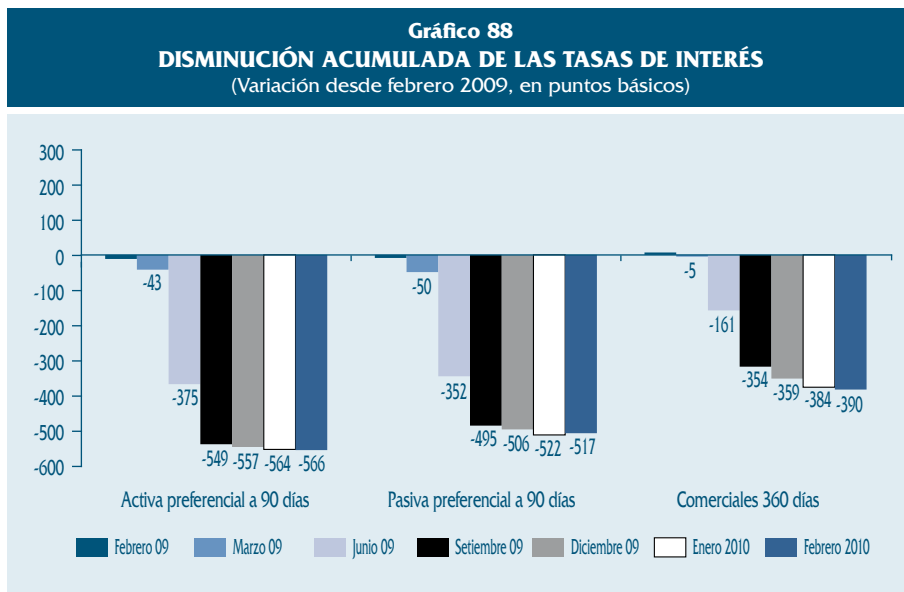


68. En respuesta al estímulo monetario del Banco Central, la tasa de interés preferencial para clientes corporativos en moneda nacional continuó reduciéndose desde 1,75 a 1,66 por ciento entre diciembre y febrero de este año. Por su parte, la tasa de interés interbancaria en moneda extranjera y las tasas para créditos preferenciales han continuado en sus mínimos históricos en línea con la evolución de los mercados internacionales.





69. Las tasas promedio de las operaciones de crédito bancario (FTAMN) se mantuvieron bajas en febrero (19,0 por ciento). Las tasas corporativas continuaron reduciéndose aunque a ritmos cada vez menores. Por otro lado, las tasas de créditos comerciales continuaron descendiendo en parte debido al efecto rezagado de la reducción en la tasa de referencia.



En el caso de las tasas de interés de los créditos de consumo y de préstamos a microempresas, cuya evolución está ligada en mayor medida al riesgo crediticio, la reducción ha sido menor, en parte debido al aumento en los niveles de morosidad observados en estos segmentos.



**CUADRO 23**  
**CARTERA PESADA DE EMPRESAS BANCARIAS POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(En porcentajes)

	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Mar-08	0,90	3,32	2,68	0,87
Jun-08	0,74	3,11	2,53	0,80
Set-08	0,76	3,14	2,40	0,72
Dic-08	0,82	3,34	2,74	0,74
Mar-09	1,00	3,77	2,85	0,78
Jun-09	1,18	4,70	3,08	0,85
Set-09	1,05	5,17	3,05	0,87
Dic-09	1,00	5,50	3,02	0,88
Ene-10	1,10	5,63 ↑	3,23 ↑	0,92
Feb-10	1,12	5,78 ↑	3,17 ↑	0,89

1/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

Fuente: SBS.

En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas para depósitos de 181 a 360 días se redujeron de 3,6 a 2,9 por ciento. Asimismo, se observó una reducción de 2,4 a 2,0 por ciento en la tasa para depósitos de 181 a 360 días en moneda extranjera.

**CUADRO 24**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES**  
(En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs)(dic-feb)	
	Dic.09	Feb.10	Dic.09	Feb.10	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	1,2	1,2	0,4	0,7	1	32
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,8	1,8	1,1	1,1	-5	-4
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,6	2,9	2,4	2,0	-66	-38
4. Activa preferencial corporativa	1,7	1,6	1,2	1,3	-9	12
5. Activa promedio hasta 360 días	11,1	11,0	6,4	6,2	-17	-23
6. TAMN /TAMEX	19,9	19,8	8,6	8,4	-18	-21
7. Activa promedio estructura constante	15,0	14,6	8,6	8,4	-33	-22
8. Activa promedio Comercial	8,5	8,0	7,3	7,1	-44	-13

70. Entre diciembre de 2009 y febrero de 2010, se observó un ligero incremento de las tasas de interés activas de las cajas municipales y rurales, principalmente para los créditos comerciales (de 25,9 a 27,0 por ciento en el caso de cajas municipales y de 21,2 a 23,7 por ciento en las cajas rurales); que estaría explicado por cierta percepción de incremento en el riesgo crediticio en estos segmentos, asociado al incremento en la morosidad de las pequeñas empresas.





**CUADRO 25**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL 1/**  
(En porcentajes)

	CAJAS MUNICIPALES				CAJAS RURALES DE AHORRO Y CRÉDITO			
	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic-08	25,3	41,5	28,8	13,7	20,6	42,0	29,4	23,9
Ene-09	28,5	42,0	29,1	13,5	21,4	42,3	28,4	16,1
Feb-09	25,6	42,2	29,5	13,4	21,7	41,8	29,4	24,4
Mar-09	27,4	42,1	29,9	13,5	23,0	41,8	28,9	-
Abr-09	26,9	41,6	29,7	14,2	23,3	42,2	28,2	15,3
May-09	26,2	41,8	29,4	13,6	23,8	42,1	27,9	23,9
Jun-09	26,5	42,0	29,3	13,8	23,5	42,6	27,7	18,7
Jul-09	26,4	41,4	29,1	13,2	23,1	42,0	27,8	26,8
Ago-09	27,0	41,8	28,3	13,7	23,5	41,3	27,8	21,3
Set-09	26,3	41,6	28,5	14,0	23,7	40,4	26,9	16,6
Oct-09	26,5	40,7	27,6	13,7	22,5	38,5	26,8	17,4
Nov-09	26,0	40,3	27,4	13,9	21,8	38,7	26,5	19,9
Dic-09	25,9	40,5	26,7	13,1	21,2	40,6	27,2	17,9
Ene-10	27,3	40,7	27,6	13,1	23,1	40,6	26,9	18,1
Feb-10	27,0	40,6	27,2	14,4	23,7	40,7	26,5	19,4

1/ Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

Fuente: SBS.

**CUADRO 26**  
**CARTERA PESADA DE CAJAS MUNICIPALES POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(En porcentajes)

	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Mar-08	5,06	6,42	2,09	1,75
Jun-08	4,47	5,90	2,30	1,81
Set-08	4,02	5,59	2,36	1,72
Dic-08	4,09	5,11	2,38	1,67
Mar-09	5,08	5,83	2,60	1,85
Jun-09	5,67	6,39	2,87	1,85
Set-09	5,71	6,69	2,91	1,59
Dic-09	5,72	6,57	2,91	1,39
Ene-10	7,44	7,47	3,11	1,46
Feb-10	7,76	7,74	3,14	1,36

1/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

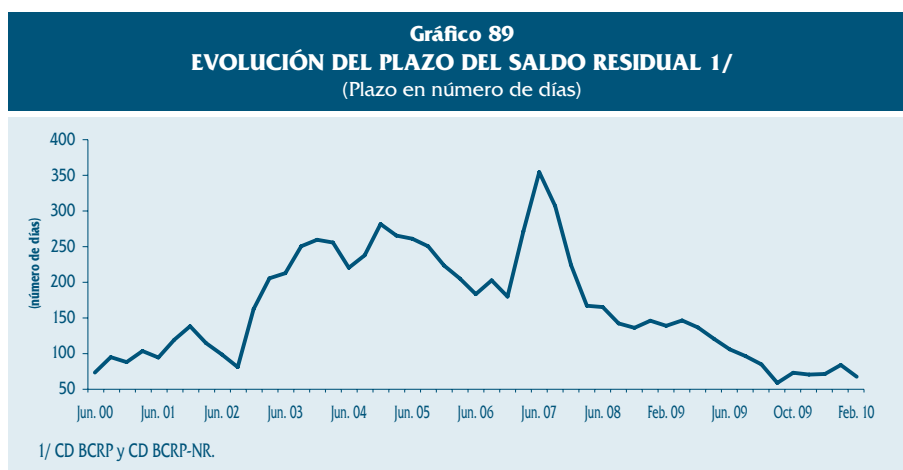
Fuente: SBS.

71. Las acciones de política monetaria del Banco Central estuvieron orientadas a garantizar que se mantengan adecuados niveles de liquidez en el sistema financiero, y con ello reforzar el impacto de la reducción de su tasa de referencia al resto de tasas de interés del mercado. En línea con ello, se colocaron principalmente

Certificados de Depósitos del BCRP a plazos cortos, con una mayor proporción del plazo *overnight*.

En diciembre, el Banco Central continuó realizando operaciones *swaps* a plazos de un año mediante subastas semanales con participación de las entidades micro-financieras, operaciones que están orientadas a proveer liquidez en nuevos soles a plazos largos. Sin embargo, entre enero y febrero se observó ausencia de demanda por estas operaciones, lo que muestra una adecuada posición de liquidez de las entidades bancarias, financieras y micro-financieras. Al cierre de febrero las operaciones *swaps* acumulan un saldo de S/. 260 millones, con un plazo de 192 días y tasa promedio de 1,93 por ciento.

El plazo residual de los certificados del Banco Central se redujo de 71 a 68 días entre fines de noviembre de 2009 y febrero de 2010, concentrándose un mayor volumen de colocaciones en los plazos menores a 3 meses y *overnight*. Esto es consistente con el interés de las entidades financieras de mantener posiciones líquidas en el corto plazo y con el propósito del BCRP de mantener líquido al sistema financiero; y con ello sostener los flujos crediticios y monetarios.



72. Entre enero y febrero de 2010 se revirtió la mayor demanda estacional por circulante de diciembre de 2009. En términos de las operaciones del Banco Central, el flujo negativo de circulante se explicaría por una mayor reducción en sus activos internos netos en comparación con el aumento en su posición de cambio.

El aumento en la posición de cambio del Banco Central refleja la compra de US\$ 1 385 millones en Mesa de Negociación, mientras que la reducción en los activos internos netos se debe principalmente a las mayores operaciones de esterilización, S/. 5 617 millones, que refleja las mayores colocaciones netas de certificados de depósito, S/. 5 937 millones. El mayor monto colocado de certificados está asociado a compras esterilizadas de moneda extranjera en el





mercado cambiario, mientras que el resto de colocaciones se realizaron con la finalidad de satisfacer la menor demanda de encaje y de depósitos *overnight* en el Banco Central. A diferencia de 2009, en lo que va del año el Banco Central no ha tenido la necesidad de realizar emisiones de certificados de depósito reajustables, de negociación restringida ni operaciones repo.

**CUADRO 27**  
**OPERACIONES MONETARIAS Y FLUJO DE CIRCULANTE**  
(Millones de nuevos soles)

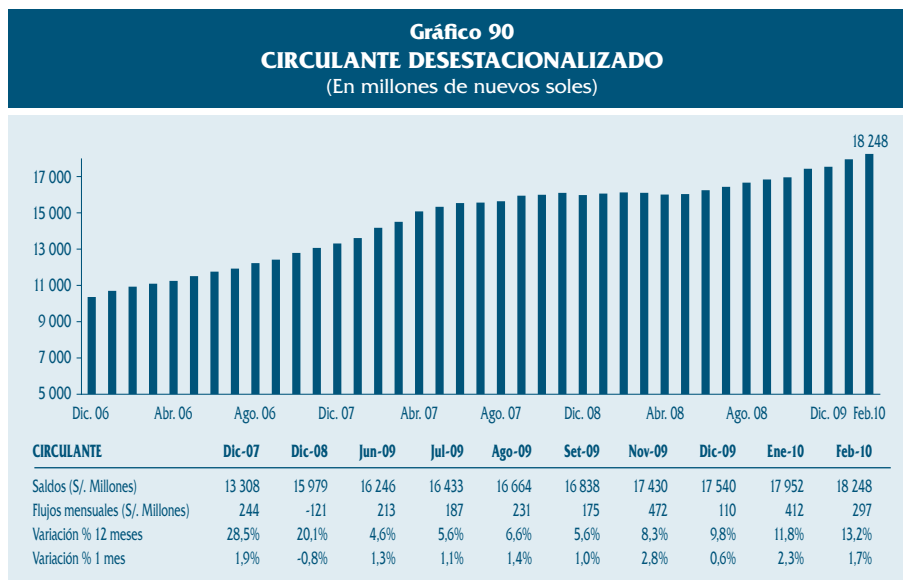
	Flujos		Saldos	
	2009 Ene.-Dic.	2010 Ene.-Feb.	2009 Dic.	2010 Feb.
<b>1. Circulante (2 + 3)</b>	<b>1 905</b>	<b>-722</b>	<b>19 241</b>	<b>18 519</b>
Var. % a 12 meses			11,0%	12,9%
<b>2. Posición de Cambio</b>	<b>4 381</b>	<b>3 685</b>	<b>66 436</b>	<b>69 199</b>
(en millones de US\$)	<b>1 623</b>	<b>1 292</b>	<b>22 988</b>	<b>24 280</b>
<b>A. Operaciones cambiarias</b>	<b>-48</b>	<b>1 373</b>		
a. Operaciones en la Mesa de Negociación	108	1 385		
b. Compra con compromiso de recompra de ME	102	-13		
c. Sector público	-261	0		
d. Otros	3	1		
<b>B. Resto de operaciones</b>	<b>1 671</b>	<b>-81</b>		
<b>3. Activos Internos Netos 1/</b>	<b>-2 476</b>	<b>-4 407</b>	<b>-47 195</b>	<b>-50 680</b>
<b>A. Operaciones monetarias</b>	<b>1 023</b>	<b>-5 617</b>	<b>-36 323</b>	<b>-41 940</b>
<b>a. Operaciones de esterilización</b>	<b>6 436</b>	<b>-5 617</b>	<b>-36 323</b>	<b>-41 940</b>
i. Certificados de Depósitos Reajutable BCRP	4 425	0	0	0
ii. Certificados de Depósitos BCRP	-6 399	-5 937	-14 121	-20 058
iii. CD BCRP con Negociación Restringida	6 483	0	0	0
iv. Depósitos <i>overnight</i>	-819	678	-842	-165
v. Depósitos M/N del sector público	2 561	-301	-21 006	-21 307
vi. Otras operaciones	185	-57	-354	-411
<b>b. Operaciones de inyección de liquidez</b>	<b>-5 412</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B. Encaje en moneda nacional</b>	<b>668</b>	<b>856</b>	<b>-4 307</b>	<b>-3 451</b>
<b>C. Resto</b>	<b>-4 167</b>	<b>355</b>		

1/ El signo negativo indica una operación que esteriliza liquidez.

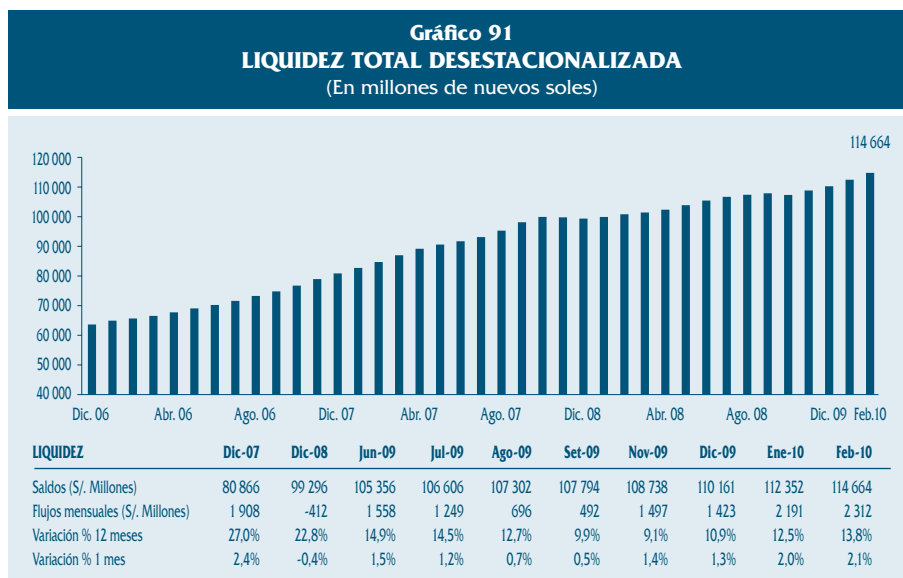
### Agregados Monetarios

73. Los agregados monetarios han continuado creciendo como reflejo del mayor dinamismo y recuperación del crecimiento de la actividad económica desde noviembre de 2009 y por la flexibilización de las condiciones monetarias y crediticias

impulsadas por la política monetaria. Así, el circulante desestacionalizado creció entre diciembre y febrero a una tasa promedio mensual de 1,5 por ciento, con lo que la tasa de crecimiento últimos doce meses alcanzó un nivel de 13,2 por ciento, lo cual responde a la mayor demanda por transacciones de los agentes económicos.

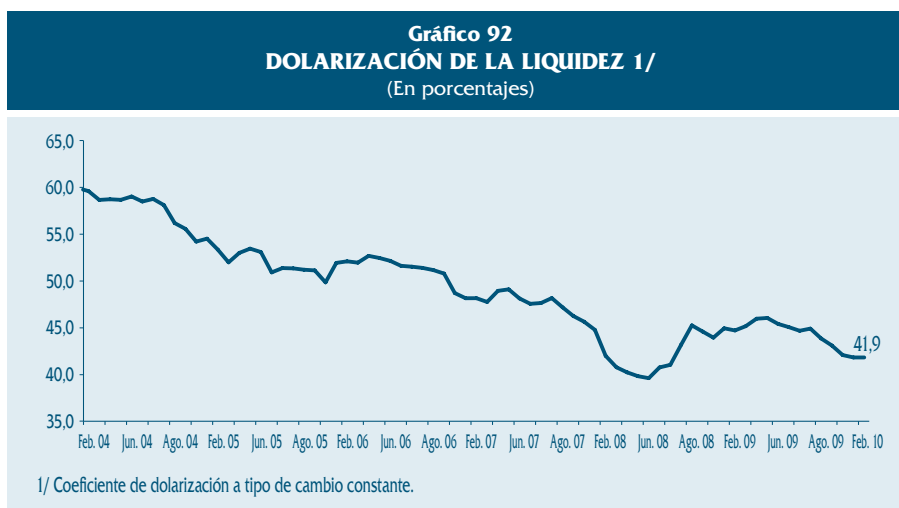


74. Similar comportamiento se observó en la liquidez total desestacionalizada, que creció entre noviembre y febrero a una tasa mensual promedio de 2,1 por ciento.





75. Con la normalización de las condiciones financieras y monetarias, el proceso de desdolarización financiera continuó avanzando, así el coeficiente de dolarización de la liquidez alcanzó un nivel de 41,9 por ciento en febrero de 2010, luego de ubicarse en 43,2 por ciento a fines de noviembre de 2009.



76. El crédito al sector privado ha consolidado su senda de crecimiento. Entre noviembre de 2009 y febrero de 2010, el crédito al sector privado creció a una tasa promedio mensual de 1,3 por ciento y a una tasa de crecimiento anualizada de 10,2 por ciento. Por tipo de crédito, los segmentos de microempresas e hipotecarios mostraron las mayores tasas de crecimiento (22,1 y 17,8 por ciento, respectivamente).

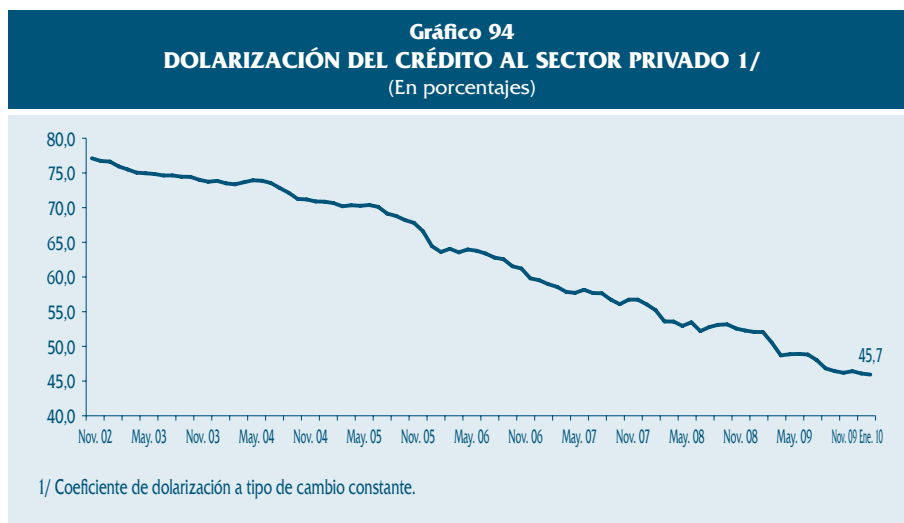
**CUADRO 28**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, POR TIPO DE COLOCACIÓN 1/**  
(Variaciones porcentuales 12 meses)

	Dic. 08	Dic. 09	Ene. 10	Feb. 10
1. Empresarial	28,7	5,2	5,3	7,4
a. Comercio exterior	15,7	-29,6	-25,7	-19,7
b. Actividades internas	31,1	10,8	10,1	11,4
2. Microempresas	52,9	23,5	22,5	22,1
3. Consumo	27,1	8,2	8,0	8,0
4. Hipotecarios	23,4	17,2	17,7	17,8
<b>Total</b>	<b>29,9</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>

1/ Tasa de crecimiento del crédito total a tipo de cambio constante.



77. La evolución conjunta de las condiciones crediticias en nuevos soles y dólares ha sido acompañada por una reducción del coeficiente de dolarización del crédito al sector privado, el cual disminuyó de 46,0 por ciento en noviembre de 2009 a 45,7 por ciento en febrero de 2010.



78. Por tipo de institución financiera las entidades de microfinanzas se desdolarizaron de 13,8 a 13,3 por ciento entre noviembre de 2009 y febrero de 2010. Por tipo de crédito la mayor desdolarización correspondió a los créditos hipotecarios que pasó de 59,9 a 57,3 por ciento en el mismo periodo.



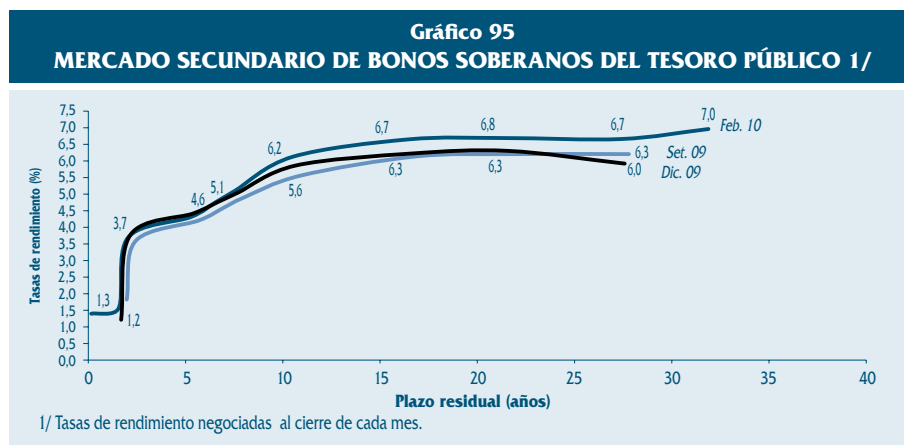


**CUADRO 29**  
**DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)

	Dic.07	Dic.08	Nov.09	Mar.09	Jun.09	Set.09	Nov.09	Dic.09	Ene.10	Feb.10
<b>Por tipo de crédito</b>										
Créditos empresariales	72,6	68,9	63,7	66,7	65,7	63,9	63,7	64,4	64,2	64,2
Créditos a la microempresa	21,2	13,2	10,2	12,2	11,3	10,8	10,2	10,0	9,7	9,5
Créditos de consumo	18,1	16,6	13,9	16,1	15,0	14,2	13,9	13,6	13,3	13,2
Créditos hipotecarios	79,4	70,2	59,9	68,6	65,2	61,6	59,9	59,4	58,5	57,3
<b>Por tipo de institución</b>										
Empresas bancarias	61,9	56,7	52,0	55,5	54,4	52,3	52,0	52,4	52,0	51,9
Banca estatal	1,5	1,8	1,5	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
Instit. de microfinanzas	26,6	20,4	13,8	17,6	15,3	14,4	13,8	13,7	13,5	13,3
<b>TOTAL</b>	<b>56,6</b>	<b>52,2</b>	<b>46,0</b>	<b>50,4</b>	<b>48,8</b>	<b>46,6</b>	<b>46,0</b>	<b>46,2</b>	<b>45,9</b>	<b>45,7</b>

79. Las condiciones de acceso al mercado de capitales continúan mejorando, con tasas de interés de largo plazo estables y con un alargamiento de la curva de rendimiento en nuevos soles hasta un plazo de 32 años, por la emisión de bonos soberanos con vencimiento en el año 2042 por S/. 550 millones colocados a una tasa de 6,85 por ciento. Esta es la primera vez que se emite en el mercado peruano un bono a tasa fija en nuevos soles a dicho plazo y es el bono soberano en moneda doméstica de mayor plazo en los países de la región<sup>1</sup>.

La ampliación de los plazos de bonos soberanos en moneda doméstica contribuye a formar la curva de rendimiento para emisiones privadas a plazos similares, lo que ayudará a generar condiciones de financiamiento de muy largo plazo, en particular en el segmento de créditos hipotecarios que es un segmento aún poco desarrollado y que tiene un enorme potencial de crecimiento.



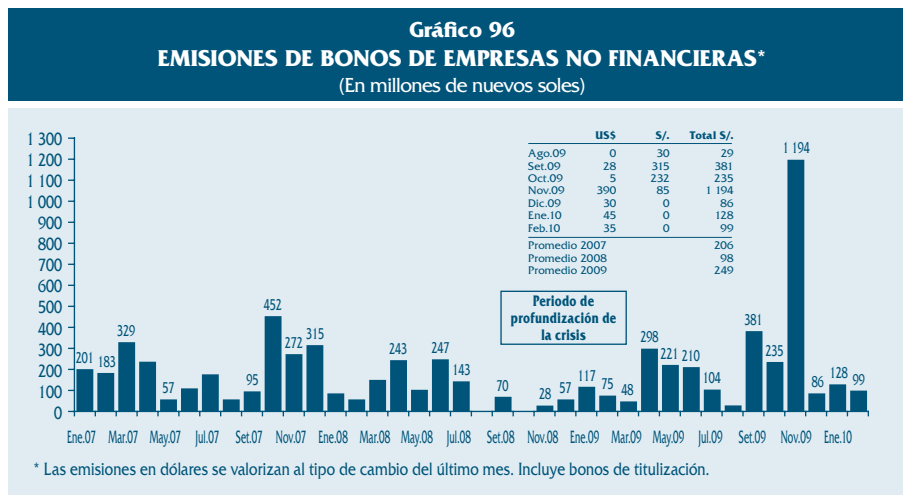
Las tasas de interés de los bonos soberanos registran incrementos en el tramo medio y largo de la curva de rendimiento (mayores a 3 años), mientras que las tasas para los plazos más cortos se mantienen bajas, por lo que la pendiente

1 Sólo México cuenta con un bono de esas características a un plazo de 30 años.



de la curva de rendimiento es alta en el tramo corto. Ello reflejaría en parte las expectativas. El empinamiento de la curva responde a una recomposición de portafolio hacia posiciones más cortas, debido a expectativas de la mejora en la actividad económica y al inicio de un ciclo de alzas de las tasas de interés por el retiro gradual del estímulo monetario del Banco Central.

80. Las emisiones privadas de empresas no financieras durante los dos primeros meses de 2010 aún permanecen por debajo de los montos promedio alcanzados en 2009. Sin embargo, se espera que éstas aumenten en línea con las colocaciones autorizadas por CONASEV.



81. Los fondos privados de pensiones se han recuperado durante el año 2009, luego de los resultados desfavorables asociados a la crisis financiera internacional, en línea con la evolución de los mercados de valores peruano y globales, alcanzando a diciembre de 2009 un total de S/. 68 595 millones superando a su máximo valor registrado en mayo de 2008. De igual manera se observa una recuperación sustancial del patrimonio administrado por los fondos mutuos que, durante la profundización de la crisis, fueron afectados tanto en su rentabilidad como en la liquidación de los mismos.

### Tipo de cambio

82. Entre diciembre de 2009 y febrero de 2010, el tipo de cambio nominal promedio se apreció 0,8 por ciento como reflejo de la evolución de los mercados emergentes en los cuales el dólar se mantiene débil, y de movimientos en el portafolio de inversionistas no residentes e institucionales.

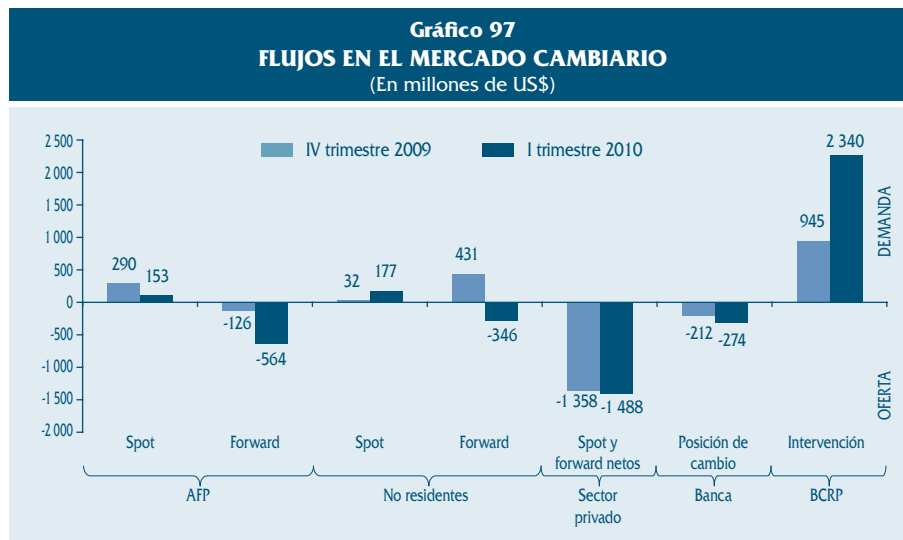
En el primer trimestre<sup>2</sup> de 2010, los fondos mutuos, las empresas mineras y los no residentes, entre otros, generaron una oferta neta en el mercado cambiario (*spot*

2 Al 24 de marzo de 2010.





y *forward*) de US\$ 1 657 millones mientras que los bancos decidieron reducir su posición de cambio generando una oferta adicional de US\$ 274 millones. Por su parte las AFP ofrecieron US\$ 564 millones en el mercado *forward* durante el mismo periodo lo que generó una presión cambiaria a la baja de US\$ 2 340 millones, la que fue amortiguada por compras de moneda extranjera en la Mesa de Negociación por parte del BCRP.

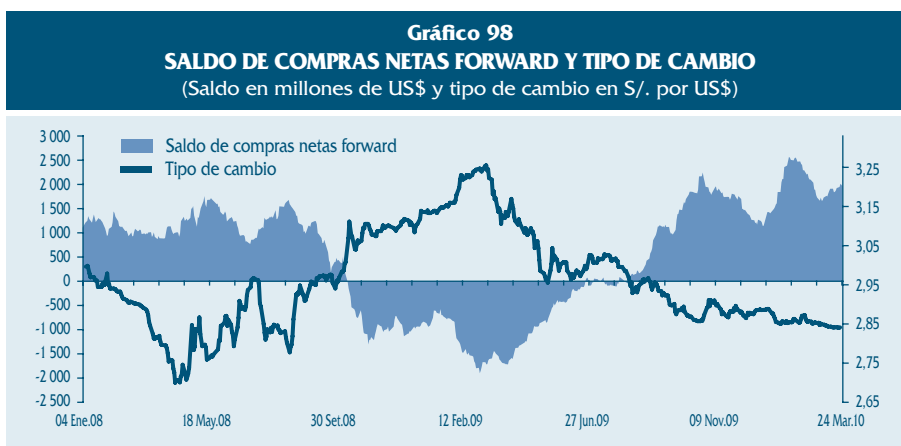


83. Entre fines de noviembre y diciembre de 2009 el saldo de compras netas *forward* se redujo pasando de US\$ 1 689 millones a US\$ 1 395 millones. Esta reducción fue acompañada por un comportamiento estable en el tipo de cambio que se mantuvo alrededor de S/. 2,878 por dólar. Sin embargo, desde enero de 2010 el saldo de compras netas *forward* se incrementó reflejando presiones apreciatorias del Nuevo Sol, principalmente por parte de las AFP (US\$ 711 millones) y de no residentes (US\$ 476 millones).

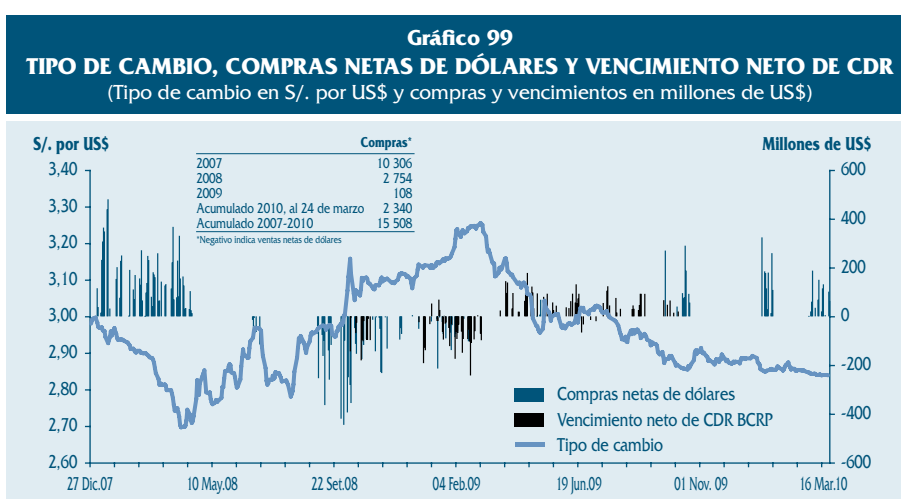
El saldo de compras netas *forward* alcanzó un nivel récord de US\$ 2 552 millones el 20 de enero. La publicación del nuevo reglamento del impuesto a la renta a las ganancias que realicen agentes no residentes por sus operaciones *forward* (aplicable desde el 21 de enero), la modificación del encaje a los adeudados de corto plazo (publicado el 22 de enero) y la mayor aversión al riesgo por los sucesos en Europa permitieron revertir la tendencia apreciatoria del Nuevo Sol en la última semana de enero y durante el resto del mes de febrero.

Cabe precisar que, a partir de 2010, se encuentran gravados con una tasa de impuesto a la renta de 30 por ciento los resultados de operaciones con derivados financieros efectuados por agentes económicos no domiciliados, cuyo subyacente esté referido al tipo de cambio de la moneda nacional con alguna moneda extranjera, siempre que su plazo efectivo sea menor a 60 días calendario (DS 011-2010-EF). Esto permite igualar el tratamiento tributario aplicado a no

residentes y a residentes. Por otro lado, reduce la rentabilidad esperada de las inversiones especulativas realizadas por agentes no domiciliados, lo que redundará en una reducción de la volatilidad cambiaria.



84. Entre el 8 y 20 de enero, el BCRP intervino en el mercado cambiario con la finalidad de limitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio mediante la compra en Mesa de Negociación de US\$ 1 385 millones. Desde el 21 de enero y hasta fines de febrero el BCRP no intervino en el mercado cambiario debido a la relativa estabilidad predominante en dicho periodo. Sin embargo, el mayor debilitamiento del dólar observado desde inicios de marzo indujo una mayor volatilidad del tipo de cambio por lo que el Banco Central intervino en el mercado cambiario entre el 1 y el 24 de marzo comprando US\$ 956 millones.



85. Entre diciembre y febrero, las expectativas de tipo de cambio para 2010 y 2011 se redujeron, lo que se reflejó en la evolución del dólar en el mercado cambiario. Para los analistas económicos y empresas del sistema financiero, el tipo de cambio





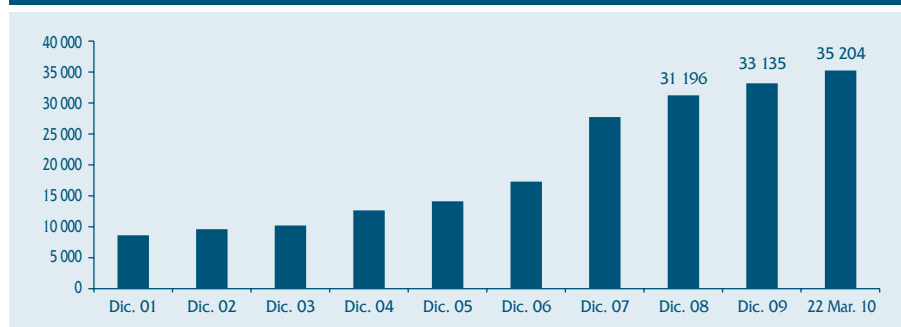
cerraría 2010 en S/. 2,85 y S/. 2,80 por dólar, respectivamente. Para 2011, estos mismos agentes esperan que el tipo de cambio cierre en S/. 2,82, por debajo de las expectativas de diciembre.

**CUADRO 30**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO**  
(Nuevos soles por dólar)

	Dic.09	Ene.10	Feb.10
<b>SISTEMA FINANCIERO</b>			
2010	2,89	2,85	2,80
2011	2,90	2,80	2,82
<b>ANALISTAS ECONÓMICOS</b>			
2010	2,87	2,80	2,85
2011	2,85	2,85	2,82
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>			
2010	2,95	2,90	2,90
2011	3,00	3,00	2,95

86. Por otro lado, las compras en el mercado cambiario y los depósitos de las entidades financieras han permitido seguir acumulando preventivamente reservas internacionales por US\$ 2 284 millones entre noviembre de 2009 y el 22 de marzo de 2010, con lo que el saldo se elevó a US\$ 35 204 millones.

**Gráfico 100**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(Millones de US\$)



**RECUADRO 3**  
**MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA: ENERO – MARZO 2010**

**Enero:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 1,25 por ciento.

Esta decisión se sustenta en la disminución sostenida de la inflación anual y en la continua reducción de las expectativas de inflación.

---

Los indicadores adelantados de actividad económica muestran señales claras de recuperación del dinamismo de la producción, sin que por ello se vislumbren presiones inflacionarias en el corto plazo. Salvo modificaciones importantes en las proyecciones de inflación y sus determinantes, no se prevé nuevos ajustes a la tasa de referencia.

**Febrero:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 1,25 por ciento.

La decisión de mantener el estímulo monetario toma en cuenta que la evolución reciente de la inflación no indica presiones de demanda, sino el impacto transitorio de choques de oferta.

Los indicadores adelantados de actividad económica muestran señales claras de recuperación de su dinamismo, sin que por ello se vislumbren presiones inflacionarias en el corto plazo.

El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes y adoptará, de ser necesario, ajustes preventivos en la posición de política monetaria que garanticen la ubicación de la inflación en el rango meta.

**Marzo:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 1,25 por ciento.

La decisión de mantener el estímulo monetario toma en cuenta que la evolución reciente de la inflación no indica presiones de demanda, sino el impacto transitorio de choques de oferta.

Los indicadores adelantados de actividad económica muestran señales claras de recuperación de su dinamismo, sin que por ello se vislumbre hasta ahora presiones inflacionarias en el corto plazo.

El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para adoptar ajustes preventivos en la posición de política monetaria que garanticen la ubicación de la inflación en el rango meta.

**AFP Enero:** Mediante Circular 004-2010-BCRP se elevó de 22 a 24 por ciento el límite a las inversiones en el exterior de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.

**Encajes Febrero:** Mediante Circular N°003-2010-BCRP se establece que los nuevos créditos procedentes del exterior con plazos promedio menores a 2 años y los renovados están sujetos a una tasa de encaje de 35 por ciento. Esta medida está orientada a incentivar un mayor financiamiento externo con recursos de largo plazo de las entidades financieras, promoviendo de esta manera una estructura de financiamiento más estable.

**Encajes Marzo:** Mediante Circular N°007-2010-BCRP, se ha publicado un cronograma de reducción gradual del monto, S/. 100 millones, que se permite deducir de las obligaciones sujetas al régimen general.





### CRONOGRAMA DE REDUCCIÓN DE EXONERACIONES

Vigencia (2010)	Menor monto entre	
Abril	S/. 75 millones	12,5% TOSE mes previo
Mayo	S/. 50 millones	8,3% TOSE mes previo
Junio	S/. 25 millones	4,2% TOSE mes previo
A partir de Julio	0	0

Esta exoneración fue aprobada en marzo de 2009 mediante Circular N°006-2009-BCRP para permitir una mayor disponibilidad de liquidez a las entidades de menor tamaño, como es el caso de las entidades orientadas a las microfinanzas. La reducción de esta exoneración, busca homogenizar gradualmente el requerimiento de encaje en moneda nacional a una tasa de 6 por ciento para todas las entidades financieras.

#### RECUADRO 4 NUEVOS LÍMITES A LA POSICIÓN DE CAMBIO DE LOS BANCOS

Los movimientos del tipo de cambio pueden generar pérdidas directas e indirectas a la solidez de las empresas del sistema financiero. Las pérdidas directas (Riesgo Cambiario) se generan cuando las entidades presentan descalces en sus posiciones activas, pasivas y fuera del balance en las monedas que operan.

Las pérdidas indirectas ocurren cuando los deudores de las instituciones financieras incumplen el pago de sus obligaciones por un descalce de sus exposiciones en moneda extranjera (Riesgo Cambiario Crediticio - RCC) y cuando existe un descalce en la maduración de los activos y pasivos en moneda extranjera de las instituciones financieras (Riesgo de Liquidez).

Además, en periodos de turbulencia, como los registrados desde fines de 2008 hasta los primeros meses del año 2009, y en el contexto de una economía parcialmente dolarizada como la peruana, los cambios bruscos en el portafolio de monedas de las empresas financieras pueden introducir una importante volatilidad en la evolución del tipo de cambio, con el consecuente riesgo sobre la posición patrimonial de las empresas, incluyendo la de las propias entidades financieras.

Por estas razones, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) ha normado la administración del riesgo cambiario mediante medidas prudenciales como el requerimiento de capital y el establecimiento de límites regulatorios. En cuanto a estos últimos, la SBS ha modificado recientemente los límites a la posición global en moneda extranjera de las empresas de operaciones múltiples del sistema financiero, elevando el límite máximo a la posición global de sobreventa (posición larga en nuevos soles) de 10 por ciento a 15 por ciento del patrimonio efectivo de las empresas, y disminuyendo el límite máximo a la posición global de sobrecompra (posición larga en dólares), de 100 por ciento a 75 por ciento del patrimonio efectivo (Resolución

SBS N° 1593-2010 del 13 de febrero de 2010). Cabe señalar, que a la fecha, ninguna entidad financiera supera el límite establecido.

Esta medida implica una mejora del régimen regulatorio del sistema financiero. En particular, reduce la asimetría de límites a las posiciones larga y corta de las instituciones financieras, que limitaría el margen de acción de las empresas financieras para administrar el riesgo cambiario ante un escenario de apreciación de la moneda nacional y podría exacerbar la evolución del tipo de cambio en escenarios de depreciación. Esta medida también sería un paso para irnos acercando a los límites que se imponen internacionalmente en materia de regulación prudencial en aspectos cambiarios.

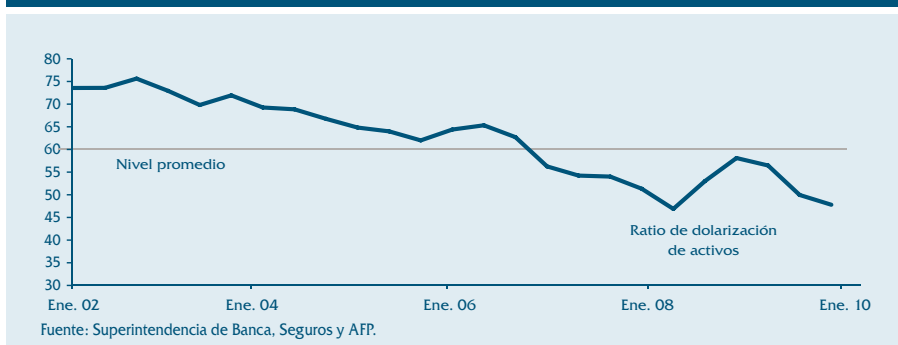
#### LÍMITES A LA POSICIÓN DE CAMBIO EN AMÉRICA LATINA

País	Larga	Corta
Brasil	30%	30%
Chile	20%	20%
Colombia	20%	5%
México	15%	15%
Perú	75%	15%

Fuente: Banco de Brasil y Canta, M (2006)<sup>3</sup>.

Sin embargo, aún existe un margen significativo para reducir el riesgo de la volatilidad cambiaria originada por un margen demasiado amplio de sobrecompra, mas aún al tenerse en cuenta que el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre el nivel patrimonial de las empresas financieras es nulo cuando el grado de dolarización de los activos coincide con el ratio de la posición global sobre el patrimonio. Así, considerando el actual grado de dolarización de estas empresas, la regulación debería tender al establecimiento de un límite de 50 por ciento del patrimonio para la posición global de sobrecompra de moneda extranjera, el cual podría ser objeto de una revisión periódica por parte de la SBS de acuerdo a la variación del grado de dolarización financiera.

#### EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DE ACTIVOS DE LA BANCA MÚLTIPLE (En porcentajes)



3 Canta, Michel; Collazos, Paul y Shiva, Marco. "Límites a las posiciones de cambio como mecanismo de mitigación del riesgo cambiario". Revista de Temas Financieros. SBS.





### RECUADRO 5 PENSIONES EN NUEVOS SOLES: AMPLIANDO LAS ALTERNATIVAS DE LOS PENSIONISTAS

Una característica de las pensiones otorgadas por el Sistema Privado de Pensiones (SPP) en la última década ha sido su creciente dolarización. El porcentaje de pensionistas con pensiones en dólares se ha elevado a lo largo de la presente década desde 12 por ciento en 2001 hasta 44 por ciento en diciembre de 2009, a pesar de que la dolarización financiera y de precios de la economía se ha reducido de manera significativa. En el caso de las pensiones vitalicias de jubilación, el coeficiente de dolarización se ha mantenido en alrededor de 96 por ciento durante estos años, mientras que las pensiones vitalicias de invalidez y sobrevivencia han experimentado un aumento sostenido en su índice de dolarización desde que se permitió, en 2003, que éstas puedan ser otorgadas no sólo en nuevos soles VAC, sino también en dólares.

La dolarización de las pensiones presenta dos problemas: de un lado, perjudica a los pensionistas, que ven sus pensiones disminuidas cuando se aprecia el Nuevo Sol, y de otro lado, fomenta la dolarización. Así, por ejemplo, los pensionistas que reciben pagos en dólares han visto reducidas sus pensiones en 18 por ciento, por la apreciación del Nuevo Sol entre 2003 y 2009. Si a ello le sumamos la inflación, el valor real de las pensiones en dólares habría disminuido 30 por ciento en dicho periodo.

Por otro lado, las pensiones vitalicias en nuevos soles indexados a la inflación en la práctica son muy escasas porque las compañías de seguros no encuentran en el mercado de capitales títulos indexados en los cuales invertir para poder calzar estas obligaciones.

A pesar del mejor desempeño del valor del Nuevo Sol con respecto al dólar en los últimos años, y una tasa de inflación comparable a la de los países desarrollados, la regulación actual no permite rentas vitalicias en nuevos soles corrientes (con un valor nominal constante o con reajuste fijo). Sólo el retiro programado ofrecido por las AFP es otorgado en nuevos soles.

#### MODALIDADES DE PENSIÓN Y MONEDAS EN LA QUE SE OTORGAN

Modalidades	Moneda
Retiro Programado	Nuevos soles.
Renta Vitalicia Familiar	Nuevos soles indexados a la inflación.
Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida	Nuevos soles para la Renta Temporal, y nuevos soles indexados a la inflación o dólares en el caso de Renta Vitalicia Diferida.
Renta Mixta	Nuevos soles para el Retiro Programado, y dólares para la Renta Vitalicia Familiar.
Renta Vitalicia Bimoneda	Nuevos soles indexados a la inflación y dólares.

Fuente: SBS.

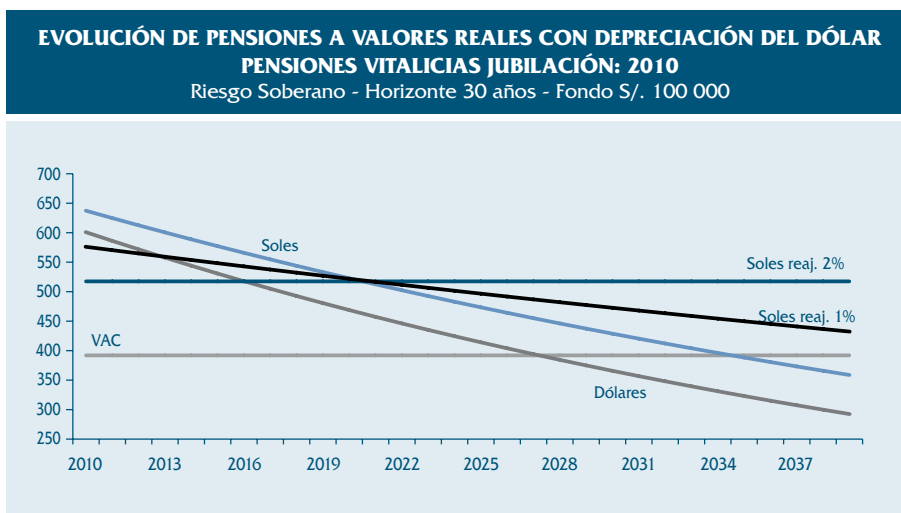
La SBS ha introducido recientemente las modalidades de Renta Mixta y Renta Vitalicia Bimoneda, pero en ellas se mantiene la preponderancia del dólar en los pagos. Por lo tanto, existe espacio



para mejorar la normativa, dotando a los afiliados de nuevas modalidades de pensiones en nuevos soles con las cuales evitar pérdidas en el valor de sus pensiones. Entre estas nuevas alternativas podría mencionarse las: i) pensiones vitalicias en nuevos soles corrientes y, ii) pensiones vitalicias ajustables en nuevos soles nominales.

Las pensiones vitalicias en nuevos soles corrientes podrían entregar pensiones iniciales mayores que las pensiones en dólares, si se tiene en cuenta, por ejemplo, que el rendimiento actual del bono soberano en nuevos soles a 30 años (6,58 por ciento) es mayor que el bono global en dólares (6,02 por ciento). Por su parte, las rentas vitalicias ajustables en nuevos soles nominales tendrían un crecimiento gradual, de tal manera que su valor nominal se incremente año a año. Este incremento podría coincidir con la inflación esperada (2 por ciento anual), con lo que la pérdida esperada del poder adquisitivo de las pensiones es nula y, a la vez, permitiría que la aseguradora tenga certeza del perfil temporal de sus pasivos en nuevos soles.

En el siguiente gráfico se comparan estas dos alternativas con las modalidades existentes, suponiendo que las previsiones actuales acerca de la economía mundial se llegasen a materializar y se produjese una depreciación del dólar, que para el ejemplo suponemos de 0,5 por ciento anual. Se puede observar claramente que las pensiones en nuevos soles reajustados al 2 por ciento mantendrían la capacidad de compra inicial, mientras que las pensiones en dólares perderían gradualmente valor en términos reales.



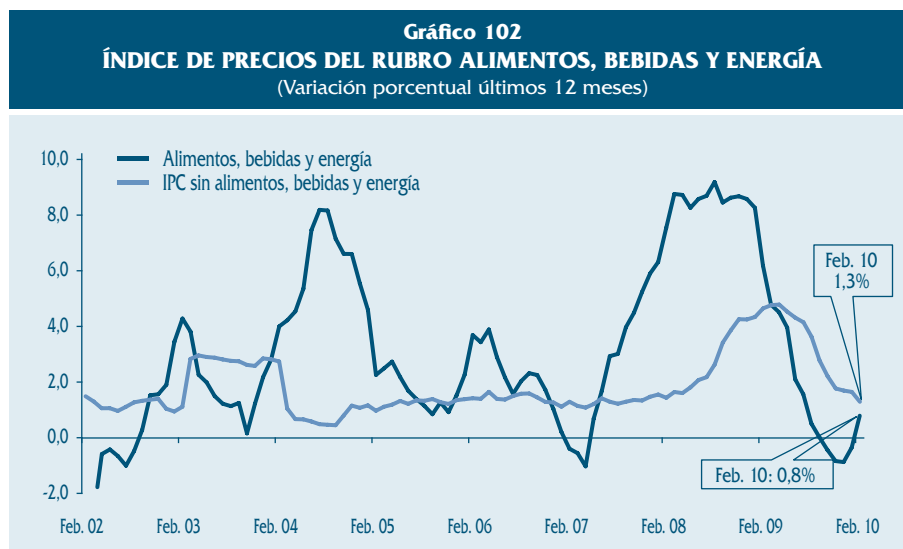
La libertad de elegir la modalidad de pensión reflejará las preferencias de los pensionistas sobre el flujo de sus pagos y permitirá que una fracción mayor de los mismos evite pérdidas en el valor adquisitivo de sus pensiones ante la eventual pérdida del valor del dólar.





## VI. Inflación

87. En 2009 la inflación se ubicó por debajo del rango meta por la reversión de los choques de oferta en los precios de los alimentos, registrando a diciembre una tasa de 0,25 por ciento. A partir de enero se observa una reversión de la tendencia decreciente de la inflación aunque todavía por debajo del rango meta. A febrero de 2010 la inflación anualizada fue de 0,8 por ciento, explicada por el aumento en los precios de algunos alimentos, así como de los combustibles.



88. La inflación subyacente acumulada en los últimos doce meses se ubicó en 1,9 por ciento a febrero de 2010, continuando con su tendencia decreciente. La inflación no subyacente, que incluye alimentos perecibles y combustibles, pasó de -2,5 por ciento en diciembre a -0,5 por ciento en febrero.



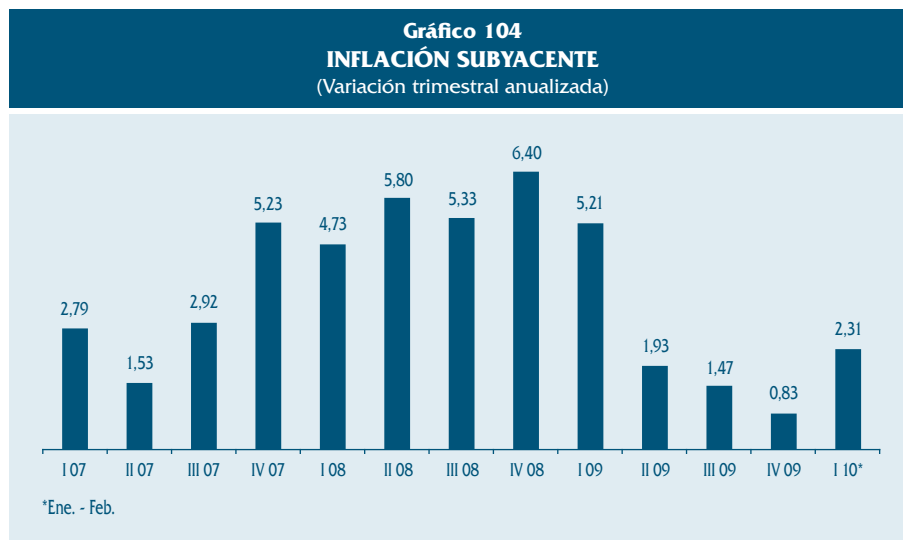
La inflación acumulada entre enero y febrero fue de 0,62 por ciento, debido principalmente a los alimentos no subyacentes (1,9 por ciento) y los combustibles (3,5 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y febrero fue de 0,38 por ciento, destacando los incrementos en los precios de las comidas fuera del hogar (0,7 por ciento) y de las bebidas gaseosas (5,8 por ciento).

**CUADRO 31**  
**INFLACIÓN**

	Peso		Ene.-Feb. 2009		Ene.-Feb. 2010	
	Dic. 01 = 100	2009=100*	Var%	Contribución	Var%	Contribución
<b>I. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,62</b>	<b>0,62</b>
<b>II. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>60,6</b>	<b>65,2</b>	<b>0,81</b>	<b>0,46</b>	<b>0,38</b>	<b>0,25</b>
Bienes	34,0	32,9	0,90	0,28	0,50	0,16
Servicios	26,6	32,2	0,69	0,18	0,27	0,09
<b>III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>39,4</b>	<b>34,8</b>	<b>-0,98</b>	<b>-0,42</b>	<b>1,06</b>	<b>0,37</b>
Alimentos	22,5	14,8	1,29	0,32	1,92	0,28
Combustibles	3,9	2,8	-13,54	-0,72	3,50	0,10
Transportes	8,4	8,9	-0,56	-0,05	-0,60	-0,05
Servicios públicos	4,6	8,4	0,61	0,03	0,52	0,04

\* A partir de enero de 2010 el INEI cambió la base del IPC.





**CUADRO 32**  
**INFLACIÓN**  
(Variación porcentual)

	Peso		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
	Dic.01=100	2009=100*									Ene.-Feb.	12 meses
<b>I. INFLACIÓN</b>	100,0	100,0	1,52	2,48	3,48	1,49	1,14	3,93	6,65	0,25	0,62	0,84
<b>II. INFLACIÓN</b>												
<b>SUBYACENTE</b>	60,6	65,2	1,23	0,73	1,23	1,23	1,37	3,11	5,56	2,35	0,38	1,91
Bienes	34,0	32,9	0,96	0,10	0,81	0,80	0,97	3,30	5,32	2,17	0,50	1,76
Servicios	26,6	32,2	1,57	1,53	1,75	1,77	1,85	2,88	5,86	2,56	0,27	2,13
<b>III. INFLACIÓN</b>												
<b>NO SUBYACENTE</b>	39,4	34,8	1,96	5,16	6,75	1,87	0,83	5,07	8,11	-2,54	1,06	-0,52
Alimentos	22,5	14,8	0,28	3,73	5,82	1,62	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,92	-0,80
Combustibles	3,9	2,8	15,60	8,94	17,77	6,89	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	3,50	4,55
Transportes	8,4	8,9	0,11	10,99	3,49	1,29	1,12	0,82	5,86	0,19	-0,60	0,33
Servicios públicos	4,6	8,4	1,96	-1,98	6,19	-1,72	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,52	-2,41

\* A partir de enero de 2010 el INEI cambió la base del IPC.

89. Entre enero y febrero, los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron legumbres frescas, otras hortalizas, comidas fuera del hogar, bebidas gaseosas, pescado y gasolina. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron transporte nacional, cítricos, uva, choclo, carne de pollo y palta.

**CUADRO 33**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - FEBRERO 2010**  
(Puntos porcentuales)

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Legumbres frescas	0,2	49,7	0,12	Transporte nacional	0,3	-9,2	-0,04
Otras hortalizas	0,4	25,6	0,09	Cítricos	0,5	-5,9	-0,03
Comidas fuera del hogar	11,7	0,7	0,08	Uva	0,1	-24,6	-0,03
Bebidas gaseosas	1,3	5,8	0,08	Choclo	0,1	-18,4	-0,03
Pescado fresco y congelado	0,7	8,4	0,06	Carne de pollo	3,0	-0,8	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	4,8	0,06	Palta	0,1	-16,9	-0,02
Azúcar	0,5	6,8	0,04	Pasaje urbano	8,5	-0,2	-0,02
Electricidad	2,9	1,5	0,04	Cebolla	0,4	-5,4	-0,01
Especias y sazónadores	0,5	6,2	0,04	Leche en conserva	1,6	-0,8	-0,01
Gas	1,4	2,4	0,03	Gastos judiciales	0,4	-3,2	-0,01
<b>Total</b>			<b>0,64</b>	<b>Total</b>			<b>-0,22</b>

90. En los meses de enero y febrero el abastecimiento de algunos alimentos a Lima estuvo afectado por las lluvias que se registraron en las zonas productoras de la sierra central y sur, principalmente Huánuco, Junín y Huancavelica. El impacto que este evento tuvo sobre los precios se estima en 0,2 puntos porcentuales, casi un tercio de la inflación acumulada durante esos dos meses, correspondiendo el mayor aumento a las legumbres frescas y a las otras hortalizas (en enero arveja verde americana, pepinillo, lechuga y brócoli; y en febrero, poro y lechuga).

Asimismo, durante febrero, las lluvias también afectaron el traslado de productos como la papa hacia la ciudad de Lima, provocando alzas en algunas variedades como papa blanca (7,1 por ciento) y papa amarilla (6,1 por ciento).

### Inflación importada

91. La inflación importada registró una variación acumulada de -6,2 en 2009 y de 1,1 por ciento entre enero y febrero de este año. El incremento en enero y febrero refleja la evolución de los componentes combustibles (3,5 por ciento) y alimentos importados (0,5 por ciento).



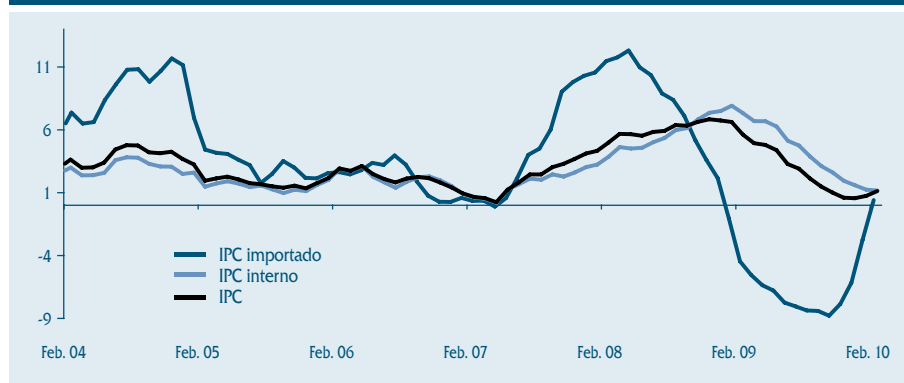


**CUADRO 34**  
**INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO**  
(Variación porcentual acumulada)

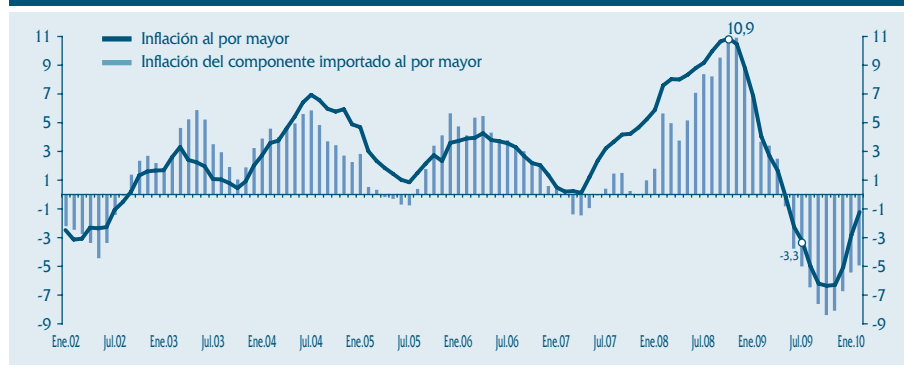
	Peso		2006	2007	2008	2009	2010	
	Dic.01=100	2009=100*					Ene.-Feb.	12 meses
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>0,27</b>	<b>10,46</b>	<b>2,20</b>	<b>-6,25</b>	<b>1,07</b>	<b>0,43</b>
Alimentos	5,4	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,46	-1,13
Combustibles	3,9	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	3,50	4,55
Aparatos electrodomésticos	1,0	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,03	-2,07
Otros	1,8	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	0,08	-0,74
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>89,2</b>	<b>1,28</b>	<b>2,84</b>	<b>7,44</b>	<b>1,35</b>	<b>0,57</b>	<b>0,92</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1,14</b>	<b>3,93</b>	<b>6,65</b>	<b>0,25</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>
<b>Tipo de cambio</b>			<b>-6,40</b>	<b>-7,00</b>	<b>4,47</b>	<b>-7,59</b>	<b>-0,82</b>	<b>-11,80</b>
Importado no alimentos		6,7	-1,02	4,31	0,06	-9,04	1,31	1,57
Doméstico alimentos y bebidas		42,1	1,72	4,14	10,53	1,14	1,42	0,93
Doméstico no alimentos		45,8	0,89	1,64	4,53	1,55	0,02	1,20

\* A partir de enero de 2010 el INEI cambió la base del IPC.

**Gráfico 105**  
**INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



**Gráfico 106**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR**  
(Variación porcentual últimos 12 meses)



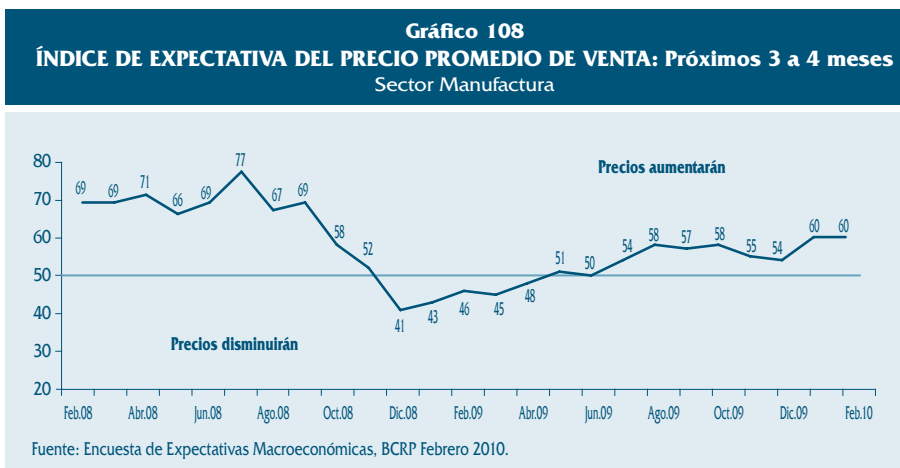
### Expectativas de inflación

92. Las expectativas de inflación de los agentes económicos del sistema financiero y de las empresas no financieras para 2010 se han mantenido respecto a la información presentada en el Reporte de diciembre. Para 2010 y 2011, en general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación para estos años dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento).

CUADRO 35 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS INFLACIÓN (%)		
	Dic.09	Feb.10
<b>SISTEMA FINANCIERO</b>		
2010	2,13	2,11
2011	2,50	2,50
<b>ANALISTAS ECONÓMICOS</b>		
2010	2,05	2,20
2011	2,16	2,50
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS</b>		
2010	2,00	2,00
2011	2,50	2,50

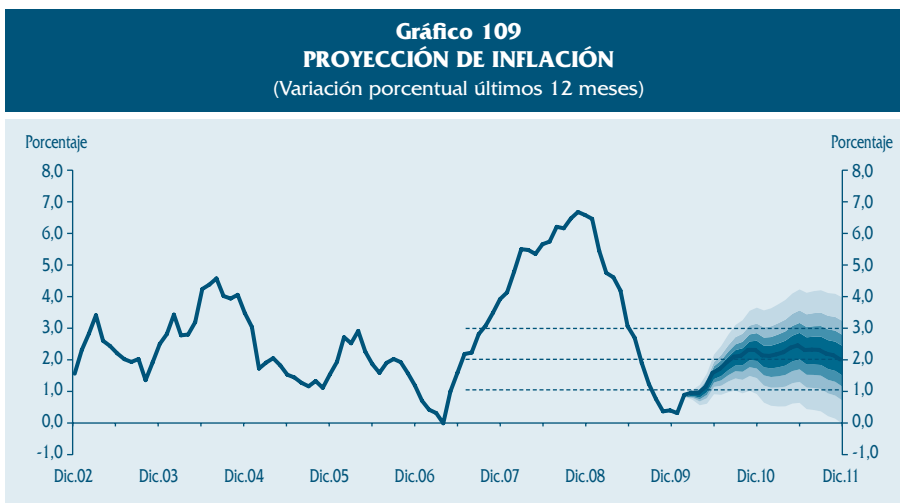
93. En lo que respecta a los precios promedio de insumos y de venta para los próximos 3 a 4 meses, el índice de expectativa de precio promedio de insumos se eleva de 54 en el Reporte de diciembre a 59 en este Reporte, lo que se debe a que el porcentaje de empresas que espera una reducción de los precios de insumos ha disminuido. Asimismo, el índice de expectativa de precio promedio de venta ha aumentado de 54 a 60 desde el último Reporte.





### Pronósticos de Inflación

94. Los resultados de inflación observados desde el Reporte de Inflación de diciembre 2009 han estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho reporte. Asimismo, la actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los años 2010 y 2011 ha generado cambios menores en el escenario central de proyección respecto al contemplado en el último Reporte.
95. De este modo, la proyección central de inflación de 2010 y 2011 se mantiene muy cercana a la del Reporte de Inflación de diciembre 2009. La inflación regresaría al rango meta a inicios del segundo trimestre de 2010 básicamente y como consecuencia de una mayor brecha del producto, expectativas inflacionarias en línea con la meta de inflación y la reversión de choques que afectaron a la inflación durante el año 2009. Luego, se prevé que la inflación permanecería ubicada entre 1 y 3 por ciento durante la segunda mitad de 2010.

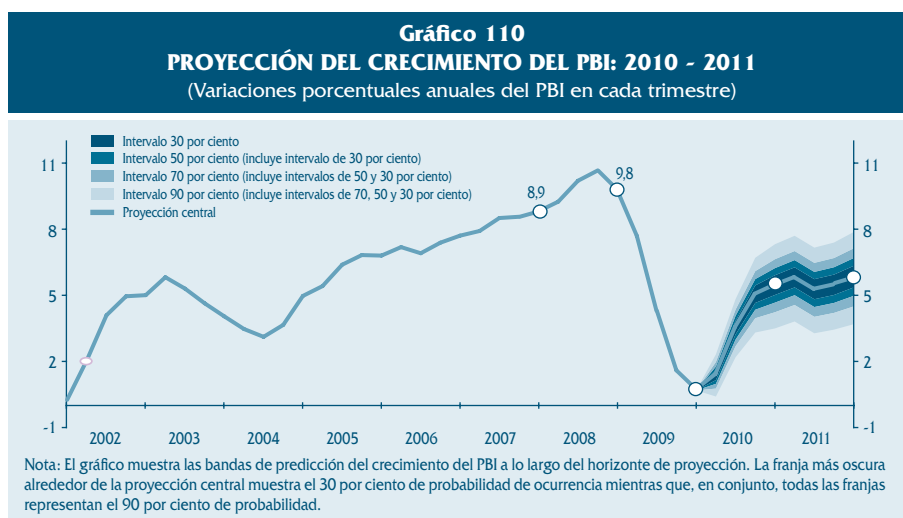




96. La proyección de inflación es compatible con el siguiente escenario: ante las señales de recuperación del nivel de actividad económica desde el segundo semestre de 2009, se mantienen las proyecciones previstas en el Reporte de Inflación de diciembre para los años 2010 y 2011 con una tasa de 5,5 por ciento de crecimiento para cada año. Asimismo, considerando las mejores perspectivas de precios internacionales y crecimiento mundial se ha revisado hacia la baja la proyección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 0,7 a 0,3 por ciento para 2010 y se ha mantenido la proyección de déficit del año 2011 en 1,2 por ciento del producto.

Se prevé que se continuará ejecutando el Programa de Estímulo Fiscal y que gradualmente se irá convergiendo a una posición que implique un impulso fiscal más neutral. Por ello, se mantiene el déficit previsto en el Reporte anterior de 1,6 por ciento para este año y se reduce la proyección de déficit fiscal para el año 2011 de 1,2 a 1,0 por ciento del producto.

El escenario base de proyección contempla que el estímulo monetario adoptado desde setiembre de 2008, junto con el impulso fiscal, han contribuido a recuperar el dinamismo en la actividad económica en 2010 con una tasa de crecimiento anual de alrededor del 5,5 por ciento.





**Cuadro 36**  
**RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2008	2009	2010 1/		2011 1/	
			RI Dic.09	RI Mar. 10	RI Dic.09	RI Mar. 10
<b>Var.% real</b>						
1. Producto bruto interno	9,8	0,9	5,5	5,5	5,5	5,5
2. Demanda interna	12,1	-2,9	6,2	6,8	6,1	6,3
a. Consumo privado	8,7	2,4	3,3	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	2,1	16,5	4,9	4,2	3,9	3,1
c. Inversión privada fija	25,8	-15,2	6,3	8,8	9,0	9,0
d. Inversión pública	42,8	25,9	22,0	19,8	9,8	6,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	8,8	-2,5	5,5	5,5	5,7	5,7
4. Importaciones de bienes y servicios	19,8	-18,4	8,8	11,9	8,9	9,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,6	-1,2	3,0	3,3	3,5	3,5
Nota:						
Brecha de producto 2/ (%)	4,3	-2,0, -1,0	-1, 0	-1, 0	-0,5, +0,5	-0,5, +0,5
<b>Var.%</b>						
6. Inflación proyectada	6,7	0,2	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	38,5	-38,2	32,3	29,2	4,9	3,9
8. Tipo de cambio nominal 3/	4,5	-8,0	1,4	-1,0	-0,3	0,5
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-4,8	0,9	1,4	0,0	-0,3	0,8
10. Términos de intercambio	-13,0	-5,5	10,1	12,9	-2,6	-2,9
a. Índice de precios de exportación	5,1	-12,5	20,3	17,2	0,0	-0,3
b. Índice de precios de importación	20,8	-7,4	9,2	3,8	2,7	2,6
<b>Var.% nominal</b>						
11. Circulante	16,7	11,0	12,5	18,0	14,0	18,0
12. Crédito al sector privado 4/	29,9	9,0	11,0	15,0	11,5	15,5
<b>% del PBI</b>						
13. Tasa de inversión interna	26,7	20,6	22,5	22,6	24,1	24,4
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,7	0,2	-0,7	-0,3	-1,2	-1,2
15. Balanza comercial	2,4	4,6	5,6	5,7	4,7	4,8
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,5	4,8	5,1	5,2	4,4	4,6
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,9	18,6	18,9	19,0	19,3	19,4
18. Gastos no financieros del gobierno general	17,3	19,6	19,4	19,4	19,5	19,3
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	-1,9	-1,6	-1,6	-1,2	-1,0
20. Saldo de deuda pública total	24,0	26,6	23,8	23,4	23,3	22,5

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (En porcentajes).

3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.

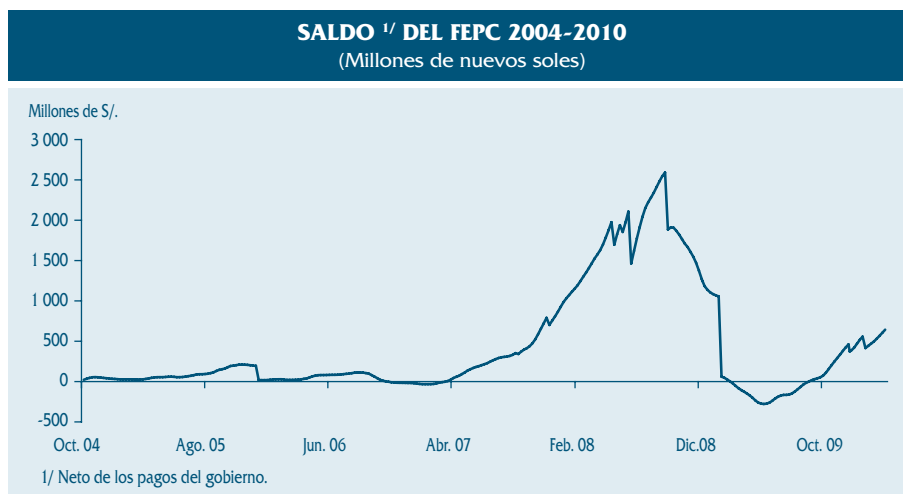
4/ Crédito de Sociedades de depósito medido a tipo de cambio constante.

5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.

**RECUADRO 6**  
**FONDO PARA LA ESTABILIZACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS COMBUSTIBLES**  
**DERIVADOS DEL PETRÓLEO**

El Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC) opera desde octubre de 2004 con el fin de evitar el impacto de la alta volatilidad del precio internacional del crudo de petróleo sobre los precios internos de sus derivados (gas licuado de Petróleo –GLP–, gasolinas, kerosene, diesel y residuales).

Este mecanismo de periodicidad semanal consiste en la compensación a los productores locales e importadores cuando el “precio de referencia” de los combustibles (calculado en base al precio de paridad de importación, salvo en el caso del GLP que utiliza un precio paridad ad-hoc<sup>4</sup>) se encuentre por encima del límite superior de la “banda de precios” (fijada por el Ministerio de Energía y Minas). En forma simétrica, los productores aportarán al Fondo cuando el precio se encuentre por debajo del nivel inferior de la banda.



El patrimonio del Fondo está constituido por el valor acumulado de las aportaciones netas de compensaciones que realicen las refinerías e importadores. En este esquema, los recursos que destina el fisco al Fondo constituyen un aporte contingente cuyo uso se haría efectivo ante la eventualidad de que al cierre del Fondo se hubiera generado un patrimonio negativo, lo que implica una deuda del Fondo con las refinerías e importadores.

**Situación Actual y Perspectivas**

Al 23 de marzo las compensaciones del FEPC se estiman en S/. 38,4 millones semanales como consecuencia del retraso de los precios domésticos (a nivel de refinería) respecto al precio

4 En el caso del GLP el precio de referencia es el precio de exportación FOB en Pisco (se asume equivalente al precio del GLP en Mont Belvieu, USA), más el costo de transporte, almacenamiento y despacho más eficientes para llevar este combustible al Callao.





de referencia internacional. Dicho retraso es del 15 por ciento en promedio, observándose los mayores en las gasolinas de menor octanaje (32 y 25 por ciento) y el GLP (25 por ciento).

**PRECIOS Y BANDA DE COMBUSTIBLES: DEL 23 AL 30 DE MARZO DE 2010**  
(Soles por galón)

Refinería	Precio	Banda vigente		Precio	Compensaciones		Atrasos		Precio Final		
		Lim. Inf.	Lim. Sup.	Referencia	S/. X Gl.	Mill. S/.	Brutos	Con FEPC	Actual	Sin FEPC	Var %
Gasolina 84	4,90	4,60	4,90	6,45	1,55	6,1	-32%	0%	9,40	11,39	21%
Gasolina 90	5,41	5,11	5,41	6,74	1,33	4,3	-25%	0%	10,52	12,23	16%
Gasolina 95	6,13	5,73	6,13	7,07	0,94	0,5	-15%	0%	13,09	14,30	9%
Gasolina 97	6,17	5,77	6,17	7,16	0,99	0,5	-16%	0%	13,67	14,94	9%
Kerosene	5,97	5,62	5,97	6,60	0,63	0,1	-11%	0%	10,90	11,65	7%
Diesel B2	5,97	5,67	5,97	6,64	0,67	12,4	-11%	0%	9,77	10,56	8%
Diesel B2 / 50 ppm	6,37	5,67	5,97	6,71	0,67	4,0	-5%	5%	10,01	10,80	8%
Residual 6	4,77	4,47	4,77	5,32	0,55	1,1	-12%	0%	6,30	6,95	10%
Residual 500	4,75	4,45	4,75	5,23	0,48	2,0	-10%	0%	6,25	6,82	9%
Gas Licuado	3,22	3,10	3,22	4,04	0,82	7,3	-25%	0%	6,28	7,26	15%
<b>PROMEDIO</b>	<b>5,25</b>	<b>4,93</b>	<b>5,20</b>	<b>6,03</b>	<b>0,82</b>	<b>38,4</b>	<b>-15%</b>	<b>1%</b>	<b>8,96</b>	<b>9,96</b>	<b>11%</b>

Si no existiera el FEPC los precios finales de los combustibles aumentarían 11 por ciento<sup>5</sup>. Las mayores variaciones se observarían en la gasolina de 84 y 90 octanos (21 y 16 por ciento, respectivamente) y GLP (15 por ciento).

**RECUADRO 7**  
**CAMBIO DEL AÑO BASE DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE LIMA METROPOLITANA**

A partir de enero del año 2010, el INEI calcula el IPC de Lima Metropolitana con una nueva estructura de ponderaciones con año base 2009. Esta nueva estructura de la canasta se ha estimado sobre la base de los resultados de la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares (ENAPREF) realizada entre mayo 2008 – abril 2009.

La nueva canasta de consumo incluye servicios y productos de consumo actual como servicios de Internet, servicios de telefonía móvil. Adecuándose a la nueva matriz energética, se incluye el GLP y GNV para vehículos y se excluye el kerosene.

Las características más saltantes de la nueva canasta son la menor ponderación del gasto en alimentos y bebidas y el mayor peso de los grupos de Transporte y Comunicaciones y Esparcimiento y Cultura.

<sup>5</sup> Bajo el supuesto que las refinerías trasladan a sus precios el monto que dejarían de percibir por compensaciones del FEPC.

<b>LIMA METROPOLITANA: PONDERACIONES DE GRANDES GRUPOS DE CONSUMO</b>			
	<b>ENAPROM 1994</b>	<b>ENAPREF 2009</b>	<b>Diferencia</b>
Alimentos y Bebidas	47,55	37,82	-9,7
Vestido y Calzado	7,49	5,38	-2,1
Alquiler de vivienda, combustibles y electricidad	8,85	9,29	0,4
Muebles, enseres y mantenimiento de la vivienda	4,95	5,75	0,8
Cuidados de la salud y servicios médicos	2,90	3,69	0,8
Transporte y Comunicaciones	12,41	16,45	4,0
Esparcimiento, cultura y diversión	8,82	14,93	6,1
Otros bienes y servicios	7,04	6,69	-0,4

Fuente: INEI.  
ENAPROM: Encuesta Nacional de Propósitos Múltiples.  
ENAPREF: Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares.

En el grupo de Alimentos destacan las menores ponderaciones de pan, pollo y papa blanca y la mayor ponderación de pollos a la brasa. En Transportes se tiene un mayor peso en petróleo y un menor peso en gasolina. Finalmente en Educación destaca el mayor peso de los gastos en pensión de enseñanza superior (universitaria y no universitaria), computadora, cable e Internet.

La nueva canasta incluye 170 rubros y 532 variedades. A nivel de rubros, se ha incluido 15 rubros nuevos y se ha excluido 8. La mayor parte de rubros nuevos corresponden a servicios.

<b>COMPARACIÓN DE CANASTAS POR RUBROS</b>	
<b>RUBROS NUEVOS</b>	<b>RUBROS EXCLUIDOS</b>
Cereales procesados (descascarillados, laminados)	Carnes secas
Alimentos preparados	Harina de menestras
Helados y hielo comestible	Aspiradoras y lustradoras
Refrescos instantáneos	Impuestos sobre la propiedad
Muebles para guardar objetos	Asociaciones recreativas
Productos naturales manufacturados	Otras grasas
Dispositivos anticonceptivos	Combustibles líquidos (Kerosene)
Enseñanza en áreas diversas	Transporte internacional
Reparación de diversas prendas	
Gastos en clases deportivas, música y baile	
Servicios y productos para mascotas	
Gastos de copropiedad de la vivienda	
Otros combustibles	
Consumo de gas natural para la vivienda	
Servicio de internet y otros	

La nueva estructura de la canasta implica un aumento de la ponderación de la inflación subyacente, principalmente por el mayor peso de los servicios. En el caso de la inflación no subyacente, el





menor peso de los alimentos es parcialmente compensado por un aumento en la participación de los servicios públicos (celulares, Internet).

CLASIFICACIÓN SUBYACENTE - NO SUBYACENTE			
Ponderaciones			
	2009	Dic. 2001	Diferencia
<b>Subyacente</b>	<b><u>65,16</u></b>	<b><u>60,57</u></b>	<b><u>4,59</u></b>
<b>Bienes</b>	<b>32,92</b>	<b>33,98</b>	<b>-1,06</b>
Alimentos y bebidas	11,25	12,97	-1,72
Textil y calzado	5,51	7,56	-2,05
Aparatos electrodomésticos	1,29	0,99	0,30
Resto de productos industriales	14,86	12,46	2,40
<b>Servicios</b>	<b>32,24</b>	<b>26,59</b>	<b>5,66</b>
Comidas fuera del hogar	11,74	12,05	-0,31
Educación	9,12	5,12	4,00
Alquileres	2,41	2,26	0,15
Salud	1,08	1,28	-0,21
Resto de servicios	7,90	5,87	2,03
<b>No subyacente</b>	<b><u>34,85</u></b>	<b><u>39,43</u></b>	<b><u>-4,59</u></b>
<b>Alimentos</b>	<b>14,83</b>	<b>22,53</b>	<b>-7,69</b>
<b>Combustibles</b>	<b>2,79</b>	<b>3,93</b>	<b>-1,14</b>
<b>Transporte</b>	<b>8,87</b>	<b>8,36</b>	<b>0,51</b>
<b>Servicios públicos</b>	<b>8,35</b>	<b>4,61</b>	<b>3,74</b>

Fuente: INEI.

## VII. Balance de Riesgos

97. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son:

- **Recuperación más lenta de la economía mundial** junto con un **menor crecimiento en los términos de intercambio**. Al igual que el Reporte de Inflación de diciembre, el escenario base considera que la actividad económica mundial continuaría dando signos de recuperación a lo largo de 2010. No obstante, existe la posibilidad de que esta recuperación sea más lenta debido al retiro de los estímulos monetarios y fiscales en economías industrializadas y a la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunas economías europeas. Asimismo, una menor demanda mundial por *commodities* podría tener implicancias sobre el precio de las exportaciones primarias y una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

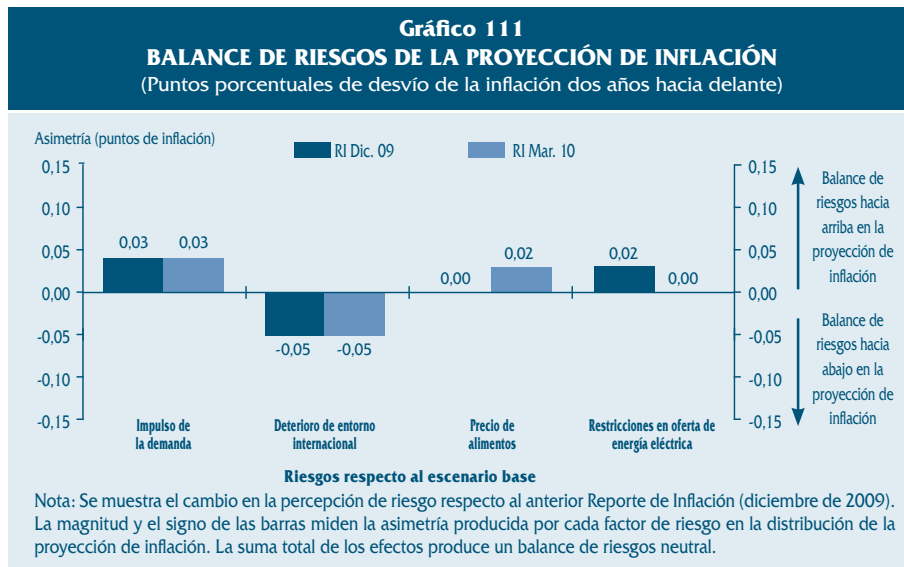
De materializarse estos riesgos, la política monetaria mantendría la posición de estímulo monetario por un mayor tiempo.

- **Mayor dinamismo en la economía doméstica**. El escenario de proyección considera un entorno de recuperación de la actividad doméstica sostenida principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado y el gasto público se elevan significativamente, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
- **Incremento en el precio de los alimentos**. La ocurrencia de determinadas condiciones climáticas anómalas podría afectar la producción interna y los precios de ciertos alimentos y, a través de ellos, extenderse a otros productos de la canasta de consumo. Asimismo, un alza de precios internacionales de alimentos por un incremento de la demanda mundial mayor a la esperada podría tener un impacto en los precios domésticos.

En el caso de producirse un aumento en los precios, se requeriría una respuesta de política monetaria, sólo si afectara las expectativas de inflación.

98. El balance actual considera que el riesgo de menores restricciones en oferta de energía eléctrica contemplado en el Reporte de Inflación de diciembre no sería significativo, dados indicios recientes sobre una expansión en la oferta energética que atendería el mayor crecimiento económico pronosticado. En particular, la materialización durante el último trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010 de proyectos de inversión en el sector de generación y distribución de energía eléctrica.





## CONCLUSIÓN

99. En los últimos meses, la tasa de inflación revirtió su tendencia decreciente y se espera que ésta retorne al rango meta hacia el segundo trimestre del año en curso. Los determinantes de tal proyección son: una brecha del producto que se cerraría gradualmente desde su nivel negativo actual como consecuencia de un mayor dinamismo en la actividad económica; la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de productos importados; y expectativas inflacionarias ancladas en el rango meta.

100. Los indicadores adelantados de actividad económica muestran señales claras de recuperación de su dinamismo, sin que por ello se vislumbre hasta ahora presiones inflacionarias en el corto plazo.

El Banco se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para adoptar ajustes preventivos en la posición de política monetaria que garanticen la ubicación de la inflación en el rango meta.