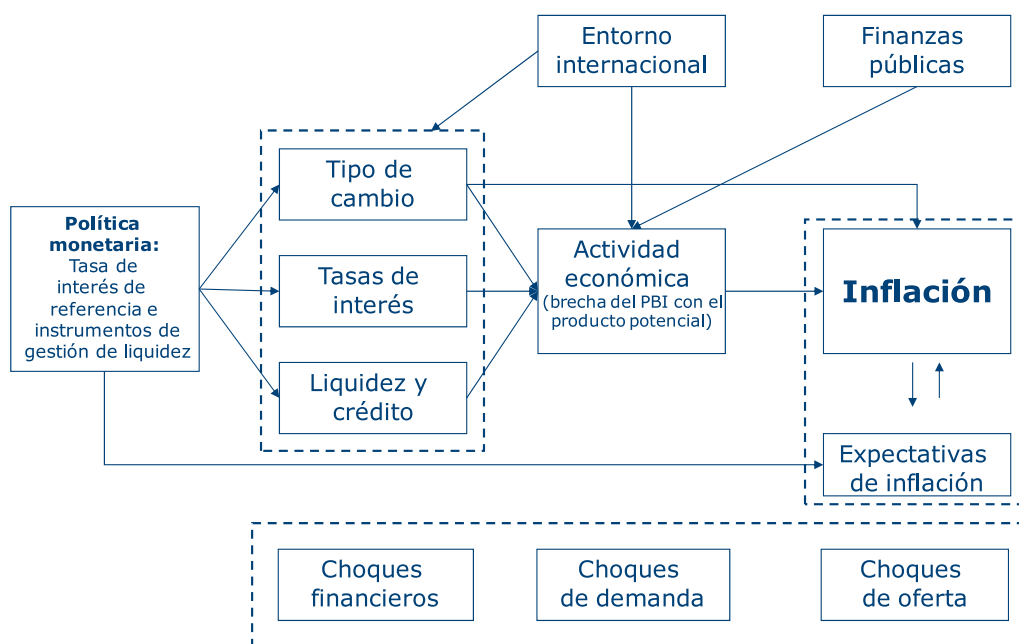


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2010-2012

Setiembre 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

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 2010-2012

Setiembre 2010

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	9
II. Balanza de pagos	32
III. Actividad económica	40
IV. Finanzas públicas	58
V. Política monetaria	75
VI. Inflación	94
VII. Balance de riesgos	103

RECUADROS

1. Precios de alimentos: Una comparación con el episodio 2007-2008	29
2. Perú: evolución de la productividad y agenda pendiente	55
3. Resultado económico estructural e impulso fiscal	68
4. Reglas fiscales de los gobiernos locales	72
5. Política monetaria en un contexto de dolarización	89
6. La intervención cambiaria del BCRP y sus mecanismos de esterilización ..	91

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

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). Con ello, el Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- 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. La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Adicionalmente, se toma en cuenta que la inflación puede ser influenciada por factores que escapan del control de las acciones del Banco Central, como pueden ser los choques de oferta o los precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación.
- 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 con rezagos y por distintos canales a la economía nacional y a la tasa de inflación, razón por la cual esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas. El Banco Central maneja además 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.

Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera. Así, mediante la intervención cambiaria se logra reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un alto porcentaje de dolarización financiera.

- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar 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.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en diciembre de 2010.





Resumen

- i. Desde el mes de mayo el Banco Central ha venido retirando el estímulo monetario, con lo cual se ha elevado la tasa de referencia desde su nivel mínimo histórico de 1,25 por ciento hasta 3,0 por ciento en setiembre. En los respectivos comunicados de política monetaria, el Directorio ha enfatizado el carácter preventivo de los ajustes de la tasa de interés de referencia, en un contexto caracterizado por el fuerte dinamismo de la demanda interna, donde no se han observado presiones inflacionarias del lado de la demanda, y en el cual diversos indicadores de la actividad económica señalan un alto crecimiento con una inflación que se ubica dentro del rango meta.

Desde mayo la inflación inició una fase de convergencia hacia el rango meta, alcanzando un valor de 2,3 por ciento en agosto. Se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango de tolerancia en los próximos dos años, aunque en 2010 estaría más cercana al límite superior de dicho rango por el efecto transitorio de aumentos de precios de algunos alimentos, evolución asociada a choques de oferta.

- ii. Los indicadores de actividad económica continuaron mostrando un fuerte dinamismo. La demanda interna creció a una tasa de 11,1 por ciento durante el primer semestre, por encima de lo previsto en el Reporte de junio, impulsada por una recuperación importante de la inversión y del consumo privado y también por el impulso fiscal que se ha venido observando desde el año pasado. Esta rápida expansión ha estado asociada principalmente a la evolución de algunos sectores no primarios, los que por su naturaleza tienen a su vez un impacto importante sobre la evolución del empleo y de los ingresos.
- iii. La actividad económica mundial mostró tasas de crecimiento más moderadas durante el segundo trimestre del año. En el caso de las economías desarrolladas este menor ritmo de crecimiento se atribuye al bajo dinamismo observado en el mercado laboral, en el que aún se mantienen tasas altas de desempleo, así como a la lenta recuperación del mercado de crédito, particularmente en un contexto de gradual desapalancamiento de los altos niveles de endeudamiento que todavía mantienen las familias.

En lo que respecta a las economías emergentes, el rápido crecimiento registrado en países como China, India y Brasil, aunado al surgimiento de algunas presiones inflacionarias, ha llevado a que se realicen ajustes en la posición de política monetaria en este conjunto de economías, por lo que se prevé también un menor ritmo de crecimiento, aunque todavía a tasas elevadas. Otro factor que también estaría impactando en el crecimiento mundial, particularmente entre los países de la Eurozona, está asociado a los programas de ajuste fiscal, que ya se vienen

ejecutando en algunos casos y que se estaría por implementar en otros, ante la débil posición fiscal que presentan diversas economías.

En este contexto, se ha revisado ligeramente a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para los años 2011 y 2012, de 4,0 a 3,7 por ciento. Por el contrario, se estima que el crecimiento en 2010 sería 4,2 por ciento, tasa algo mayor a la contemplada en el Reporte de Inflación de junio (4,0 por ciento) debido principalmente a una ejecución del primer semestre mejor a la prevista, particularmente en Europa y en las economías emergentes.

- iv. Teniendo en cuenta que en el horizonte de proyección se espera un panorama más moderado de la actividad económica mundial y un entorno interno en el que se continuará con el retiro del estímulo monetario y fiscal, se prevé que el ritmo actual de crecimiento se modere hacia los niveles de crecimiento potencial del PBI. Por tanto, se mantienen las previsiones de crecimiento de nuestra economía de 6 por ciento para los años 2011 y 2012 contempladas en el Reporte de junio; mientras que, para 2010 la tasa de crecimiento se ha revisado de 6,6 a 8,0 por ciento.
- v. La proyección de crecimiento real del gasto público de este año se ha revisado ligeramente de 9,8 a 12,3 por ciento en línea con los estimados del Marco Macroeconómico Multianual y se considera además una revisión de la proyección de crecimiento real de los ingresos del gobierno general de 14,0 a 16,6 por ciento. En el horizonte de proyección se espera una reducción del impulso fiscal en la medida que se vaya retirando el estímulo fiscal, lo cual permitiría pasar de un impulso positivo estimado de 1,2 por ciento para este año a una posición más neutral. Esta proyección fiscal es consistente con una política fiscal anticíclica durante los siguientes años y una trayectoria sostenible de las finanzas públicas.
- vi. Considerando las proyecciones de crecimiento del PBI y su efecto sobre una mayor demanda por importaciones, así como la evolución de los términos de intercambio, la proyección del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ha revisado al alza, pasando de 1,0 del PBI en el Reporte anterior a 1,7 por ciento del PBI en el año 2010, estimándose que se estabilizaría en 3,0 por ciento del PBI en 2011 y 2012.
- vii. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son los siguientes:
 - o **Deterioro del entorno internacional.** El escenario base considera que la actividad económica mundial se recuperaría y que los términos de intercambio se mantendrían en niveles altos, aunque decrecientes, durante el horizonte de proyección (2010 - 2012). En este escenario, se tendría una menor demanda mundial de *commodities*, menores precios para una buena parte de nuestras exportaciones primarias, condiciones crediticias internacionales

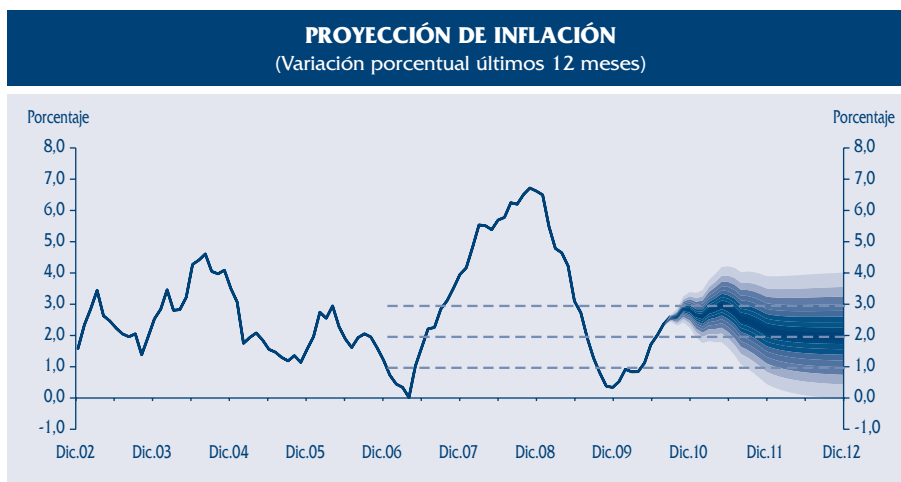




desfavorables, y una consecuente desaceleración en la economía doméstica. De materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo. Adicionalmente, el Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y distintos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia.

- o **Mayor dinamismo de la economía doméstica.** El escenario base de proyección considera una senda de crecimiento sostenido de la demanda interna, sin presiones inflacionarias. Sin embargo, si el gasto privado y público se elevan significativamente por encima de lo previsto en el escenario base, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
- o **Incremento de precios de alimentos.** La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios como el trigo, el maíz, la soya y el azúcar muestra que se ha incrementado la probabilidad de mayores precios a futuro. Además, existe incertidumbre sobre factores climáticos que podrían afectar la oferta doméstica de alimentos. Estos choques tendrían un efecto transitorio sobre la inflación. En este escenario, el Banco Central retiraría más rápidamente el estímulo monetario únicamente en la medida en que el potencial incremento de la inflación por factores de oferta afecte las expectativas de inflación.

El balance actual de riesgos de la proyección del crecimiento de la inflación se considera neutral.



I. Escenario Internacional

1. La economía mundial continuó con la evolución positiva reseñada en el anterior Reporte de Inflación. Los mercados financieros, por su parte, se vieron favorecidos por la menor incertidumbre en los países periféricos de la Eurozona.

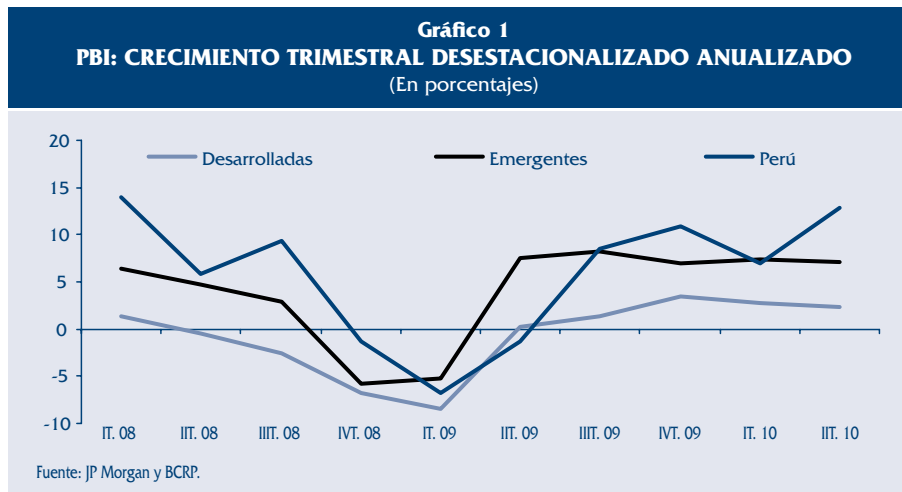
Sin embargo, se viene observando una moderación en las tasas de crecimiento de la demanda interna en Estados Unidos y en otras economías desarrolladas. Asimismo, el crecimiento de las economías emergentes ha venido desacelerándose en un contexto de incremento de las presiones inflacionarias y de menor dinamismo en China. El escenario central asume una mejora en las tasas de crecimiento para 2010 por los datos ejecutados al primer semestre, proyectándose para el segundo semestre una desaceleración económica sobre la base de indicadores recientes. Del mismo modo, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2011. Sin embargo, se ha revisado al alza la proyección de precios de los *commodities* por algunos factores de oferta y en algunos casos por demandas especulativas por la alta liquidez internacional.

Este escenario central presenta riesgos a la baja. No se descarta un menor dinamismo en el consumo privado de las economías desarrolladas en el caso de que el mercado laboral no se dinamice o en el caso de que las condiciones crediticias no mejoren significativamente. Asimismo, un escenario de deflación podría llevar a una postergación del consumo. Por último, existe el riesgo de un incremento de las presiones de precios en las economías emergentes que lleve a ajustes -por encima de los esperados- en la posición de la política monetaria y fiscal.

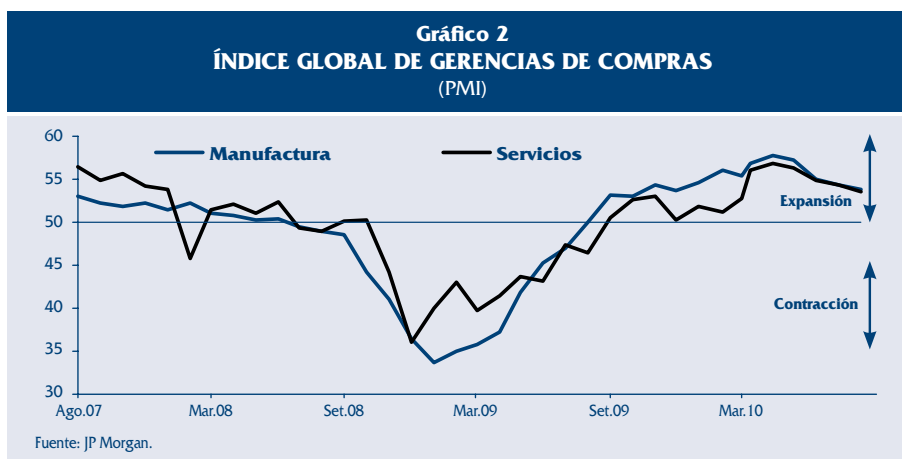
Tendencias globales

2. La economía mundial ha continuado mostrando, en términos generales, una evolución positiva en lo que va del año. Ello es reflejo, entre otros factores, de las medidas de estímulo fiscal y monetario, la gradual normalización de las condiciones financieras y de la recuperación del comercio internacional. En el caso de las economías desarrolladas, el crecimiento alcanzó tasas anualizadas de 2,8 y 2,4 por ciento en el primer y segundo trimestre, respectivamente. En el caso de las economías emergentes, las tasas fueron 7,4 y 7,1 por ciento.

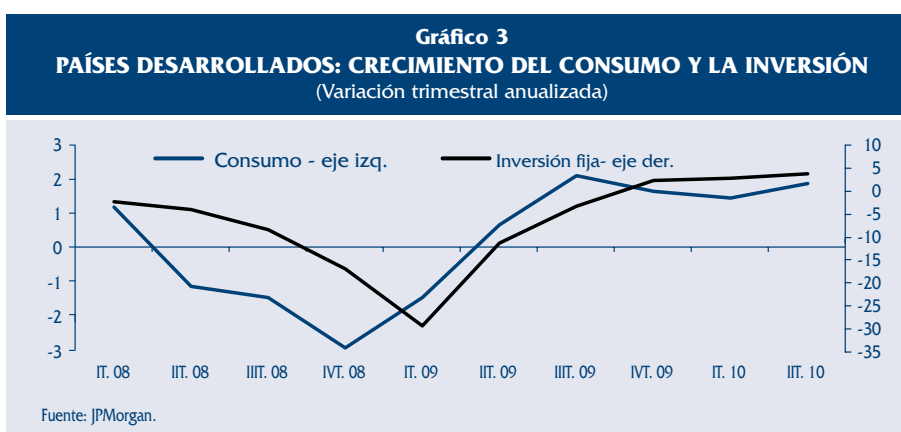




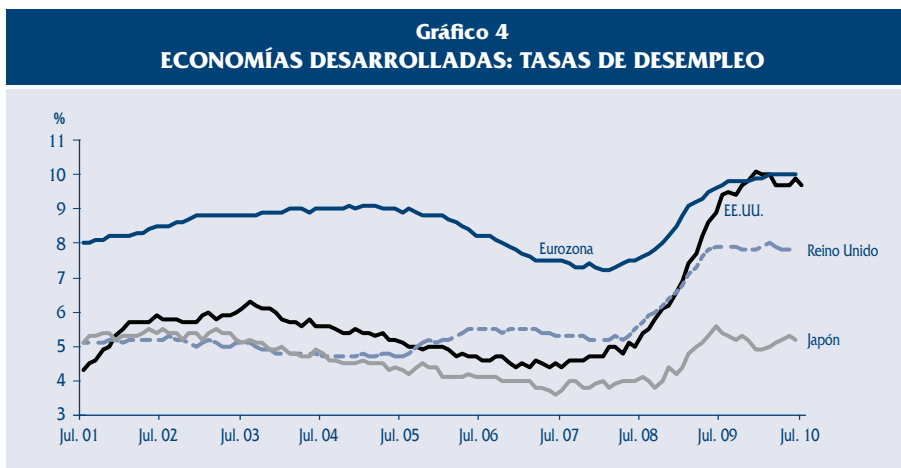
3. Sin embargo, de acuerdo con diversos indicadores, la economía mundial viene mostrando una moderada desaceleración en el crecimiento que, a la vez, introduce mayor grado de incertidumbre sobre el escenario central. En muchas economías, las tasas de crecimiento del segundo trimestre han sido menores que las observadas en el trimestre previo; en el caso de Estados Unidos, por ejemplo, la actividad económica se expandió 1,6 por ciento en el segundo trimestre, menor al 3,7 por ciento del primer trimestre.
4. Asimismo, el índice agregado de actividad manufacturera de la encuesta a las gerencias de compras (índice PMI) se redujo por cuatro meses consecutivos aunque se mantiene por encima del umbral de expansión y en niveles consistentes con un crecimiento moderado y sostenido de la actividad. Otros indicadores de actividad económica muestran una evidencia mixta, tanto para las economías desarrolladas como para las economías emergentes, en particular para las economías de Asia que vienen desacelerándose desde tasas excepcionalmente altas, influidas por el menor crecimiento de China.



5. Para el caso de las economías desarrolladas, esta desaceleración en las tasas de crecimiento es consistente con una recuperación en el consumo más lenta que la prevista en el Reporte de Inflación anterior; la que estaría parcialmente compensada con la mejor evolución de la inversión y del comercio mundial. La reactivación del consumo se ha visto limitada por el escaso dinamismo del mercado laboral, la lenta recuperación del mercado de crédito y por la continuación del proceso de despalancamiento de las familias.

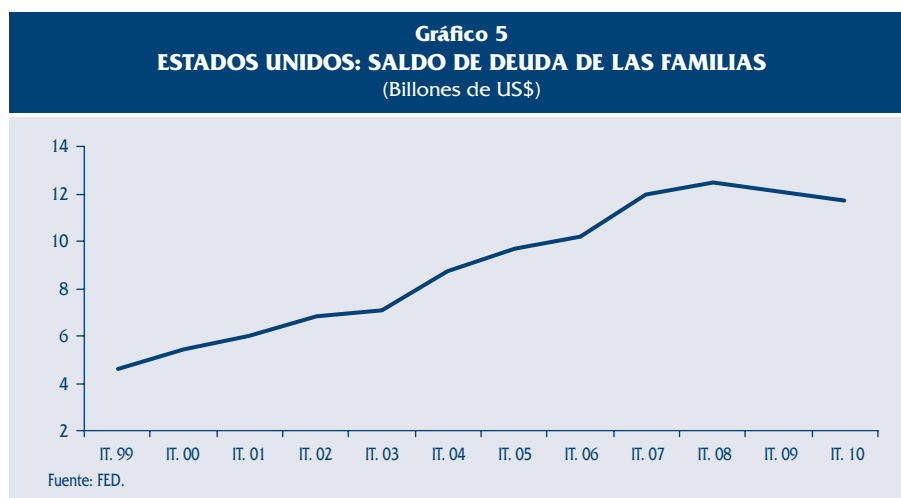


Así, en el caso del mercado laboral, se observa cierta estabilización en la tasa de desempleo aunque en niveles históricamente altos; en el caso de Estados Unidos, la tasa actual es la mayor en tres décadas y la creación de nuevos empleos ha sido más modesta que en otros periodos que han sucedido a una recesión. En el caso de la Eurozona, las tasas de desempleo se sitúan cerca del 10 por ciento, mientras que para aquellas economías que recientemente han enfrentado dudas sobre su sostenibilidad fiscal (Grecia, Irlanda y España), las tasas son significativamente más altas.





En lo referente a las condiciones crediticias, se observa un escaso dinamismo en el crédito al consumo, en particular en Estados Unidos donde la recuperación del crédito se concentra en el sector empresarial. Adicionalmente, el consumo sigue siendo afectado por el proceso de desapalancamiento, principalmente en economías que presentan aún altos niveles de endeudamiento privado (como Estados Unidos, España y Reino Unido). En Estados Unidos, por ejemplo, los niveles actuales de deuda son inferiores en sólo 6,5 por ciento a los niveles máximos previos a la crisis.



6. En el caso de las **economías emergentes** las perspectivas de un menor crecimiento se explican por otros factores. A diferencia de los países desarrollados, donde las economías aún no recuperan el dinamismo previo a la crisis, muchas economías emergentes –incluyendo las más grandes como China, India y Brasil– han venido creciendo fuertemente y, simultáneamente, han registrado un incremento en las presiones inflacionarias que ha llevado a un ajuste en la posición de la política monetaria, lo que se estima proseguiría en los próximos trimestres.
7. Las **perspectivas de la economía mundial** presentan un riesgo a la baja que podría incluso llevar a una nueva recesión en algunas economías desarrolladas. Entre estos factores se debe mencionar: (i) el agravamiento de las condiciones en los mercados laboral y crediticio, que en la actualidad vienen limitando una mayor recuperación del consumo en las economías desarrolladas, (ii) un escenario de deflación que lleve a una postergación del consumo y que suponga tasas de interés reales positivas que afecten la recuperación económica y (iii) un incremento de las presiones en las economías emergentes (en particular los BRICs¹) que lleven a ajustes -por encima de los esperados- en la posición de la política monetaria y fiscal.

Frente a ese riesgo de desaceleración o de recesión, el retiro de los estímulos monetario y fiscal podría postergarse y hacerse de manera más gradual que lo

1 Grupo de economías conformadas por Brasil, Rusia, India y China.

previsto hace unos meses. La Reserva Federal (FED), el Banco Central Europeo (BCE) y otros bancos centrales han dejado abierta la posibilidad de mantener el estímulo por un tiempo prolongado, en tanto no se consolide la recuperación y las presiones inflacionarias se mantengan controladas. En el mismo sentido, no se descarta que los estímulos fiscales se prolonguen, a pesar de las dudas que existen sobre la sostenibilidad fiscal en muchas economías desarrolladas.

Actividad económica

8. En este contexto, las proyecciones de crecimiento para el año 2011 han sido revisadas ligeramente a la baja. Por el contrario, para el año 2010, el crecimiento sería algo mayor al contemplado en el Reporte de inflación anterior, básicamente por una ejecución del primer semestre mejor a la prevista, particularmente en Europa y en las economías emergentes.

CUADRO 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2008	2009	2010		2011		2012	
			RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
Economías desarrolladas	0,3	-3,2	2,3	2,4	2,4	1,9	2,3	2,0
1. Estados Unidos	0,0	-2,6	3,2	2,7	2,9	2,4	2,5	2,4
2. Eurozona	0,5	-4,1	0,8	1,2	1,3	1,0	1,5	1,1
Alemania	1,3	-4,9	1,5	2,4	1,5	1,5	1,5	1,2
Francia	0,2	-2,6	1,2	1,4	1,5	1,3	1,7	1,3
3. Japón	-1,2	-5,2	1,9	2,4	1,9	1,0	1,9	1,4
4. Reino Unido	-0,1	-4,9	1,1	1,4	2,0	2,0	2,4	2,0
5. Canadá	0,4	-2,6	3,2	3,3	3,3	2,7	2,9	2,4
6. Otras economías desarrolladas	1,7	-1,2	3,8	4,4	3,4	3,2	3,5	3,1
Economías en desarrollo	6,2	2,4	5,9	6,2	6,0	5,8	6,0	5,8
1. África Subsahariana	5,6	2,2	4,7	5,0	5,9	5,5	5,2	4,9
2. Europa Central y del Este	3,1	-3,6	2,5	2,8	4,0	3,4	4,0	3,6
3. Comunidad de Estados independientes	5,5	-6,6	3,5	4,1	3,9	4,0	4,2	4,2
Rusia	5,6	-7,9	3,5	4,1	3,7	3,8	3,7	3,7
4. Asia en desarrollo	8,0	6,6	8,0	8,3	7,8	7,6	7,9	7,6
China	9,6	8,7	9,5	9,5	9,2	8,9	9,2	8,8
India	7,5	5,7	7,1	7,5	7,0	6,9	7,0	6,9
Resto	4,5	2,3	4,9	5,9	5,3	5,0	5,4	5,2
5. Medio Este y Norte de África	5,3	2,4	4,5	4,5	4,8	4,7	4,8	4,8
6. América Latina y Caribe	4,2	-1,8	4,0	4,8	3,8	3,7	3,8	3,6
Brasil	5,1	-0,2	5,5	7,0	4,0	4,0	4,1	4,0
Economía Mundial	2,9	-0,6	4,0	4,2	4,0	3,7	4,0	3,7
Nota:								
BRICs 1/	8,0	4,8	7,7	8,1	7,4	7,2	7,4	7,1
Socios Comerciales 2/	2,6	-1,2	3,6	3,7	3,5	3,3	3,5	3,2

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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





9. Entre las economías desarrolladas, el crecimiento anualizado de 1,6 por ciento de **Estados Unidos** del segundo trimestre (3,7 por ciento en el primer trimestre) ha mantenido la incertidumbre respecto a la solidez de la recuperación.

CUADRO 2 PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL (Tasas de crecimiento trimestrales anualizadas)						
	2009				2010	
	I	II	III	IV	I	II
Estados Unidos	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,6
Japón	-16,6	10,4	-1,0	4,1	5,0	1,5
Reino Unido	-9,0	-2,8	-1,0	1,7	1,3	4,9
Eurozona	-9,8	-0,3	1,6	0,5	1,3	3,9

Fuente: JP Morgan.

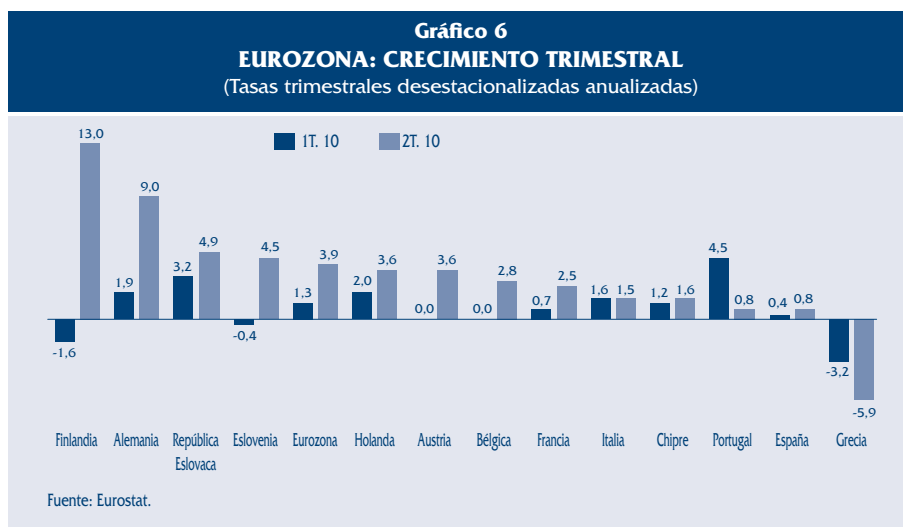
En particular, el consumo, cuyas tasas de crecimiento no han superado el 2 por ciento anual, muestra un crecimiento lento y además menor al tendencial y al observado en experiencias de recuperación pasadas. Este comportamiento ha sido compensado por la inversión privada que ha mostrado una significativa recuperación en el primer semestre del año. Sin embargo, de acuerdo con información reciente, se espera que la inversión se desacelere en el resto del año, en parte por el estancamiento del sector inmobiliario (asociado al vencimiento del incentivo tributario) y por la finalización del proceso de corrección de inventarios. Esta evolución ha implicado la revisión de la proyección de crecimiento para este año (de 3,2 a 2,7 por ciento) y para 2011 (de 2,9 a 2,4 por ciento).

CUADRO 3 ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO (Tasas trimestrales anualizadas)						
	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10
PBI	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,6
Consumo Personal	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,0
Duradero	4,8	-3,1	20,1	-1,1	8,8	6,9
No Duradero	0,4	-0,7	1,7	3,1	4,2	2,1
Servicios	-1,6	-1,7	-0,5	0,5	0,1	1,2
Inversión Bruta	-42,2	-18,5	11,8	26,7	29,1	25,0
Inversión Fija	-35,4	-10,1	0,7	-1,3	3,3	19,5
No Residencial	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,6
Residencial	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	27,2
Exportaciones	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1
Importaciones	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	32,4
Gasto de Gobierno	-3,0	6,1	1,6	-1,4	-1,6	4,3

Fuente: BEA.

El incremento de los riesgos de un menor crecimiento se ha reflejado en la extensión de las medidas monetarias no tradicionales de la FED. En la última reunión de política monetaria, la FED señaló que reinvertirá los vencimientos de sus tenencias de *Mortgage Backed Securities (MBS)* en títulos del Tesoro de largo plazo, con lo que mantendrá el valor de los títulos en su balance de activos. Asimismo, al cierre de agosto, el presidente de la FED aclaró que sólo si las condiciones económicas empeoran significativamente se dictarían medidas adicionales, descartando así las especulaciones de un inminente nuevo programa de compra de activos.

10. En **Europa** el crecimiento anualizado del segundo trimestre, por el contrario, ha sido mayor al del primer trimestre. En la **Eurozona** el crecimiento fue de 3,9 por ciento (1,3 por ciento en el primer trimestre) y las principales economías han mostrado, de manera generalizada, una favorable evolución por el fuerte dinamismo de las exportaciones netas, que más que ha compensado el estancamiento de la demanda doméstica. Sólo algunas economías de la región (las afectadas por la crisis de deuda soberana) han registrado una contracción mayor a la esperada (principalmente Irlanda y Grecia), descartándose el contagio hacia otras economías de la región.



Entre las economías de la Eurozona destaca el crecimiento de Alemania (9 por ciento anualizado luego de 1,9 por ciento en el primer trimestre), que de acuerdo a información reciente, estaría favorecida además por la recuperación del consumo privado interno.

En este contexto, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de la Eurozona para este año de 0,8 a 1,2 por ciento. Sin embargo, pese a los menores riesgos sobre el crecimiento por las mejores condiciones financieras, se ha reducido la proyección de crecimiento para el próximo año básicamente por los programas de estabilización fiscal que la mayoría de los países de la Unión Europea se han

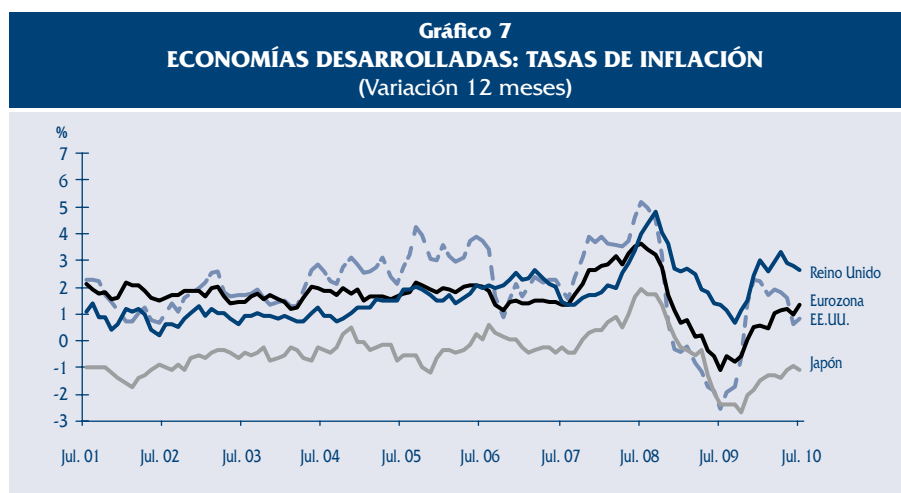




comprometido a iniciar. Para 2011, el crecimiento se ha revisado de 1,3 a 1,0 por ciento.

En **Reino Unido**, el crecimiento del segundo trimestre también superó las expectativas (4,9 por ciento luego de 1,3 por ciento en el primer trimestre). No obstante, de acuerdo con información reciente, se espera una desaceleración para el resto del año sustentada en la debilidad del consumo (afectado por el desempleo, el alza de los impuestos y la anticipación a las medidas de ajuste fiscal programadas para el próximo año), y en el menor aporte de los inventarios. La inversión privada ha mostrado, desde el segundo trimestre, una evolución desfavorable y no se esperan cambios significativos en esta evolución. En este contexto, la ejecución del primer semestre elevaría la proyección de crecimiento del año, de 1,1 a 1,4 por ciento, mientras que la proyección del siguiente año se mantiene en 2 por ciento.

11. En el caso de **Japón** la moderación del crecimiento en el segundo trimestre ha sido significativa. El crecimiento anualizado del segundo trimestre fue 1,5 por ciento (luego del 5,0 por ciento del primer trimestre) y se esperan tasas de crecimiento bajas para el resto del año básicamente por el menor aporte esperado de las exportaciones netas, por efecto de la desaceleración en las economías asiáticas y de la apreciación del yen. A diferencia del primer trimestre, la demanda privada (consumo e inversión) del segundo trimestre se redujo y los indicadores recientes no muestran cambios en esta tendencia. Esta evolución ha generado además el incremento de los riesgos de un evento de deflación.



En este contexto, el gobierno anunció medidas fiscales y el Banco de Japón ha extendido su línea de crédito de tres a seis meses más por ¥ 10 billones (antes en ¥ 20 billones) y ha iniciado una masiva intervención en el mercado cambiario para tratar de evitar una mayor apreciación. En este escenario se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de 2011 y 2012; mientras que, para 2010 se ha revisado de 1,9 a 2,4 por ciento por la ejecución del primer trimestre.

12. Dentro del resto de economías desarrolladas destaca el crecimiento de los países de Asia, en particular de Corea del Sur y Singapur (6,1 y 24,0 por ciento anualizado en el segundo trimestre, respectivamente). En Corea la expansión manufacturera se explica principalmente por los sectores de maquinaria y equipos, productos metálicos y automóviles. En Singapur, las extraordinarias tasas registradas en lo que va del año (45,7 por ciento anualizado en el primer trimestre) se explican por un crecimiento inusualmente grande de la producción farmacéutica de alto valor agregado.
13. Las **economías emergentes** continuaron creciendo a tasas significativas, muchas de ellas en un contexto de mayores presiones inflacionarias. Luego de crecer cerca de 12 por ciento en el primer trimestre del año, China registró un crecimiento de 10,3 por ciento el segundo trimestre, dando signos de ligera moderación en su ritmo de crecimiento. Así lo corroboran diversos indicadores de actividad como la producción industrial, la inversión en activos fijos y las exportaciones. Esta desaceleración se explicaría por la adopción de medidas por parte del gobierno para evitar un sobrecalentamiento de la economía, un excesivo aumento del crédito y la formación de una burbuja de precios en algunos sectores. Estas medidas son consistentes, además, con el incremento de la inflación que, entre noviembre de 2009 y julio de 2010, pasó de 0,6 por ciento a 3,3 por ciento anual.



CUADRO 4
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA

	Dic.09	Abr.10	May.10	Jun.10	Jul.10
PMI manufactura	56,6	55,7	53,9	52,1	51,2
Producción Industrial (var% 12 meses)	18,5%	17,8%	16,5%	13,7%	13,4%
Inversión en activos fijos (var% 12 meses)	30,5%	26,1%	25,9%	25,5%	24,9%
Ventas minoristas (var% 12 meses)	17,5%	18,5%	18,7%	18,3%	17,9%
Exportaciones (var% 12 meses)	17,7%	30,5%	48,5%	43,9%	38,1%
Importaciones (var% 12 meses)	55,9%	49,7%	48,3%	24,1%	22,7%
Nuevos préstamos (Miles de millones de yuanes)	380	774	639	603	533
Inflación (var% 12 meses)	1,9%	2,8%	3,1%	2,9%	3,3%
Precios de viviendas	7,8%	12,8%	12,4%	11,4%	10,3%

Fuente: Bloomberg.





Se estima que el crecimiento en China se estabilizará alrededor de 9 por ciento a partir de 2011. Las autoridades han señalado que irán paulatinamente cambiando el modelo de crecimiento orientado al exterior a uno orientado a la demanda interna.

Dentro de las economías emergentes de **Asia** destacó el crecimiento de Indonesia en el segundo trimestre (11,7 por ciento anualizado) lo que reflejó el dinamismo del consumo y la inversión. En otras economías, como Malasia y Tailandia la considerable recuperación desde la crisis ha llevado a los bancos centrales de la región a iniciar el retiro gradual del estímulo monetario, a pesar de que las presiones inflacionarias permanecen moderadas.

CUADRO 5
PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL
(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)

	2008	2009				2010	
	IV	I	II	III	IV	I	II
Asia Emergente							
China	6,8	6,2	7,9	9,1	10,7	11,9	10,3
Corea	-3,3	-4,3	-2,2	1,0	6,0	8,1	7,2
India	6,1	5,8	6,0	8,6	6,5	8,6	8,8
Indonesia	5,3	4,5	4,1	4,2	5,4	5,7	6,2
Malasia	0,1	-6,2	-3,9	-1,2	4,4	10,1	8,9
América Latina							
Brasil	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0	8,8
Chile	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,5	6,5
Colombia	-1,1	-0,9	0,1	0,7	3,4	4,4	5,0*
México	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	4,3	7,6
Perú	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,1	10,1

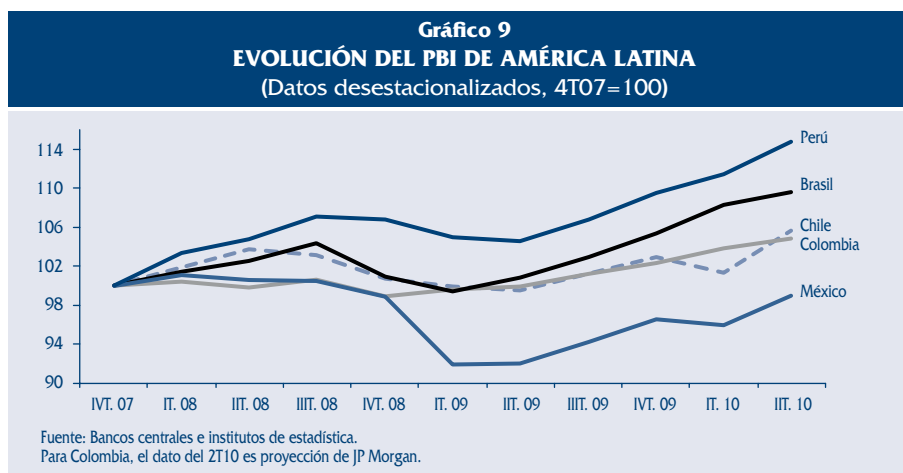
Fuente: Bancos centrales e Institutos de Estadística, FMI, Bloomberg.

* Encuesta de Bloomberg.

14. Las economías de **América Latina** mantienen el dinamismo impulsadas por la recuperación del empleo y la demanda interna; sin embargo, entre países, se observa cierta diferencia en el ritmo de crecimiento. Mientras que Brasil habría moderado su tasa de expansión en comparación con el primer trimestre del año, en Chile, la producción industrial y las ventas minoristas mantendrían un fuerte impulso aún en el tercer trimestre del año.

Aunque el impulso inicial para la recuperación de algunas economías vino de la demanda externa, la expansión de la actividad se viene reflejando en la reducción del desempleo, lo cual a su vez está permitiendo que el consumo retome su dinamismo. No obstante, aún existen riesgos asociados a la evolución de la actividad en Estados Unidos y su potencial efecto sobre las economías de América Latina sobre todo en aquellos casos donde la recuperación todavía no

se ha consolidado a nivel de todos los sectores. Se estima que la región crecería 4,8 por ciento en 2010, 0,8 puntos porcentuales por encima de lo previsto en el Reporte de junio. En los próximos dos años la región crecería alrededor de 3,7 por ciento.



15. Las economías de **Europa Central y del Este**, por su parte, se han visto favorecidas por el incremento de sus exportaciones a Alemania y Rusia. El crecimiento del primer semestre de Rusia se asocia al consumo privado, las exportaciones y al estímulo fiscal; sin embargo, la sequía y los incendios forestales como consecuencia de los fenómenos climáticos de la ola de calor han desacelerado la economía y afectado la producción de trigo, generando además una preocupación por la inflación.

Mercados financieros

16. La turbulencia observada desde mayo por la crisis de deuda soberana en algunos países de la Eurozona se estabilizó desde julio, aunque aún no se ha corregido totalmente ante las señales de desaceleración del crecimiento global.

Las condiciones de los mercados financieros mejoraron significativamente ante el avance de las políticas de ajuste fiscal y de los programas de apoyo a las economías con crisis de deuda en la Eurozona, aunque los *spreads* soberanos de algunos países se mantienen por encima de los niveles observados en abril. Asimismo, desde agosto, la difusión de indicadores de actividad, en particular de Estados Unidos (que señalan una lenta recuperación del consumo y desaceleración de la actividad de servicios), ha incidido en un incremento relativo de la aversión al riesgo. En este contexto, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, entre otros, han decidido prorrogar sus programas de apoyo a los mercados de dinero y mantener el tamaño de sus balances.





CUADRO 6
SPREAD DEL CREDIT DEFAULT SWAP 1/
(CDS, en pbs.)

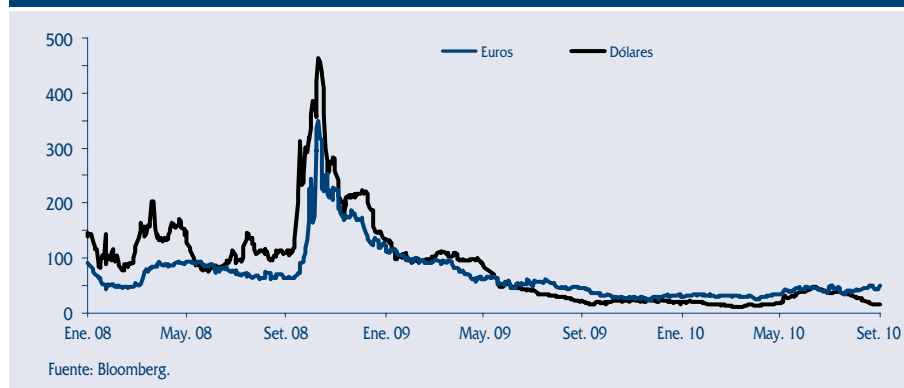
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10	Abr.10	May.10	Jun.10	Jul.10	Ago.10	13.Sep.10
Portugal	18	96	92	139	290	305	310	230	345	323
Italia	20	157	109	116	142	196	190	138	230	191
Irlanda	n.d.	181	158	42	193	232	266	212	352	366
Grecia	22	232	283	333	719	663	909	746	926	878
España	18	101	113	116	167	219	261	185	244	219
Alemania	7	46	26	32	44	40	45	38	44	37
Reino Unido	9	107	83	77	76	80	76	58	71	64
Francia	10	54	32	46	63	69	90	66	82	74
Nota:										
Perú	116	303	124	127	121	134	136	108	116	123

Fuente: Bloomberg.

1/ El CDS es un instrumento financiero que asegura contra las pérdidas ante un evento de *default*.

17. En los mercados de dinero, las condiciones de liquidez se han venido normalizando en la Eurozona. Los resultados de los *stress tests* a la banca europea fueron favorables; ello, sumado a las utilidades corporativas del segundo trimestre del año, colocan a la banca en una mejor posición financiera. En este contexto, las tasas de interés interbancarias de corto plazo regresaron a los niveles previos a la crisis y la demanda por las líneas de liquidez extraordinarias del BCE a la banca se han reducido sustancialmente. La mayor parte de este incremento de liquidez extraordinaria se concentró en los bancos de países con crisis de deuda soberana de la Eurozona.

Gráfico 10
SPREAD ENTRE LA TASA LIBOR Y EL TÍTULO DEL TESORO A 3 MESES
(TED spread en puntos básicos)

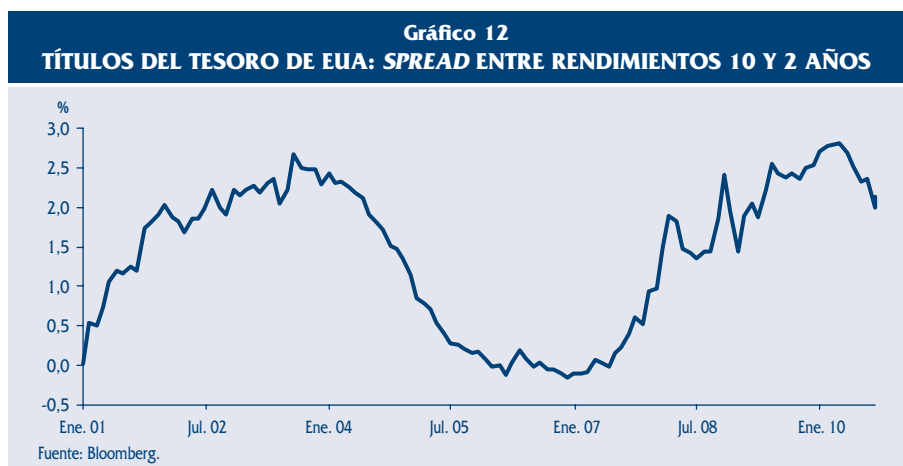
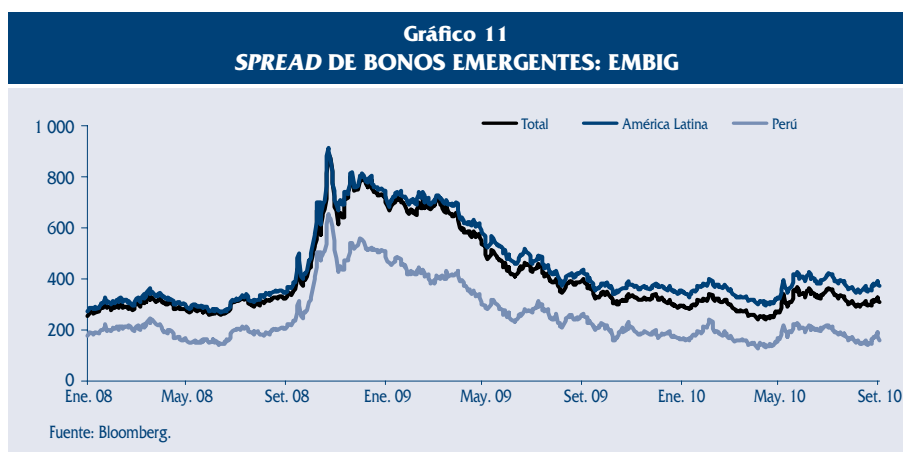


Fuente: Bloomberg.

Respecto a los resultados de los *stress tests* aplicados a la banca europea, se difundió que de los 91 bancos evaluados (que representan el 65 por ciento de

los activos del sistema bancario de toda la UE), sólo 7 bancos (5 cajas españolas fusionadas, el alemán Hypo Real Estate y el griego Agricultural Bank) no cumplieron con mantener los ratios de capital de regulación (Tier 1) mínimo (de 6 por ciento) bajo los escenarios adversos y por lo tanto requerirán levantar capital por un total de €3,5 mil millones (se esperaba falla de 10 bancos y capital por €37 mil millones). Estos resultados han sido bien recibidos por el mercado por el mensaje de transparencia y por la difusión de información detallada a nivel de cada banco.

18. Por otro lado, en los mercados de capitales, las condiciones han mejorado significativamente pero sin alcanzar los niveles observados en abril. Así, los *spreads* crediticios corporativos y los retornos bursátiles mostraron mejoras, las que se han visto limitadas por las mayores evidencias de moderación del crecimiento mundial. Este factor también ha influido en la reducción de los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos los cuales ya venían siendo presionados a la baja por el anuncio de compras por parte de la FED.



**Decisiones de bancos centrales**

19. Desde el último Reporte de Inflación, la mayoría de los bancos centrales mantuvieron o elevaron sus tasas de interés ante la evidencia de un mayor crecimiento y, en el caso de las economías emergentes, de un incremento en las presiones inflacionarias. Así, dentro de las economías emergentes, destacan las elevaciones, entre mayo y setiembre, en las tasas de Brasil (200 pbs) y Chile (200 pbs).

Dentro de las economías desarrolladas, Canadá fue la primera economía del G7 en elevar sus tasas (con tres aumentos de 25 pbs). Otras economías que elevaron sus tasas de interés entre junio y setiembre fueron Corea, Taiwán, y Suecia. Cabe señalar que, en muchas economías, esta tendencia al alza en las tasas de interés se ha moderado recientemente ante la incertidumbre respecto al entorno internacional. En otras economías donde la evidencia sobre una recuperación en el crecimiento es más débil –como Estados Unidos, algunos países de la Eurozona y Japón– las tasas de interés no se han modificado y se espera que se mantengan en niveles bajos por un periodo prolongado.

CUADRO 7
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Niveles					Var. con respecto a:		Inflación* 2010
	Set.08	Dic.09	Mar.10	May.10	Set.10	May.10	Dic. 09	
Pakistán	13,00	12,50	1,25	12,50	12,50	0	0	n.d.
Brasil	13,75	8,75	8,75	9,50	10,75	125	200	5,4
Islandia	15,50	10,00	9,00	8,50	7,00	-150	-300	n.d.
Indonesia	9,25	6,50	6,50	6,50	6,50	0	0	4,9
Sudáfrica	12,00	7,00	6,50	6,50	6,00	-50	-100	5,2
Turquía	16,75	6,50	6,50	6,50	6,50	0	0	8,6
China	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	0	0	2,9
Hungría	8,50	6,25	5,50	5,25	5,25	0	-100	4,7
India	9,00	4,75	5,00	5,25	6,00	75	125	9,6
Australia	7,00	3,75	4,00	4,50	4,50	0	75	3,0
México	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	4,6
Filipinas	6,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0	0	4,3
Polonia	6,00	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	2,5
Colombia	10,00	3,50	3,50	3,00	3,00	0	-50	3,4
Nueva Zelanda	7,50	2,50	2,50	2,50	3,00	50	50	2,6
Malasia	3,50	2,25	2,25	2,50	2,75	25	50	1,9
Eslovaquia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	n.d.
Noruega	5,75	1,75	1,75	2,00	2,00	0	25	2,3
Corea del Sur	5,25	2,00	2,00	2,00	2,25	25	25	2,8
Perú	6,50	1,25	1,25	1,50	3,00	150	175	2,5
Israel	4,25	1,50	1,50	1,50	1,75	25	25	2,5
Tailandia	3,75	1,25	1,25	1,25	1,75	50	50	3,5
Taiwán	3,50	1,25	1,25	1,25	1,38	13	13	1,3
Chile	8,25	0,50	0,50	0,50	2,50	200	200	3,6
República Checa	3,50	1,00	1,00	0,75	0,75	0	-25	1,6
Canadá	3,00	0,25	0,25	0,25	1,00	75	75	1,8
Reino Unido	5,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	3,0
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	1,6
Suecia	4,75	0,25	0,25	0,25	0,75	50	50	1,3
Suiza	2,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0,8
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-1,0

* Consensus Forecast.

Términos de intercambio

20. Los precios internacionales de los *commodities* continuaron subiendo en el primer semestre del año en línea con la recuperación de la actividad económica y el comercio mundial. Las perspectivas de mayor demanda, la menor producción observada en algunos productos y la elevada demanda de inversionistas en operaciones de cobertura, posiciones no comerciales, etc. se encuentran entre los principales factores que continuaron brindando soporte a los precios. No obstante, entre mayo y junio, se observó cierta moderación en esta tendencia debido a los problemas financieros en Europa, al retraso en la recuperación del consumo en Estados Unidos y a los signos de desaceleración observados en algunos indicadores de demanda en China. En julio y agosto, los *commodities* retomaron su tendencia alcista al irse normalizando las condiciones financieras.

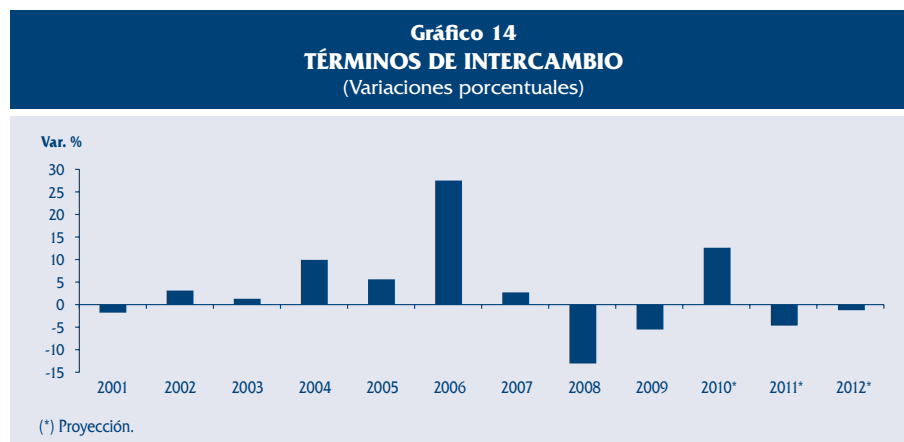
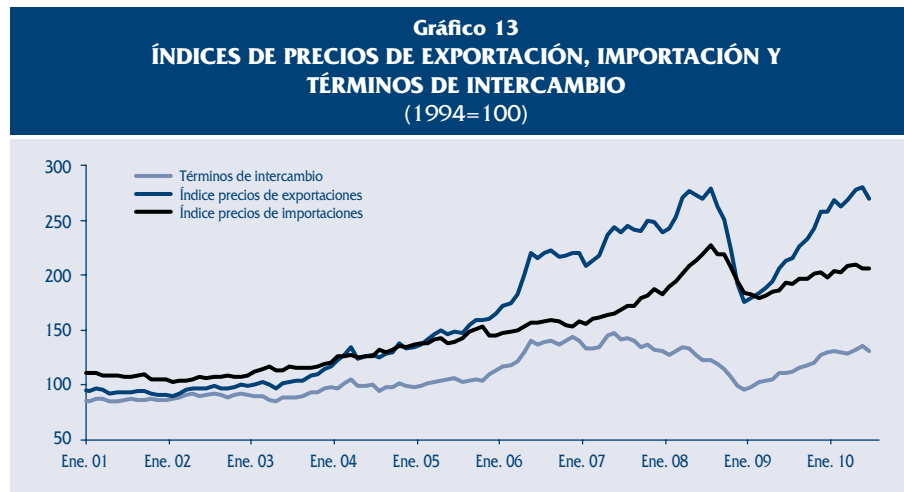
En este contexto, la proyección de crecimiento de los términos de intercambio para 2010 se mantiene alrededor de 13 por ciento. La mayoría de precios de nuestros productos de exportación e importación han sido revisados ligeramente al alza. Para los años 2011 y 2012 se estima que los precios de los productos de exportación se estabilizarán alrededor de los niveles promedio actuales; y en el caso de los alimentos de importación, los precios se han revisado ligeramente al alza.

CUADRO 8
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones y precios promedio)

	Ejecución		2010*		2011*		2012*	
	2009	Ene.-Jun.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
Términos de intercambio	-5.5	25.0	12.6	13.8	-3.3	-3.6	-1.3	-1.6
Precios de Exportaciones	-12,5	39,5	20,7	24,4	-1,5	-0,4	0,6	0,6
Cobre (ctv por libra)	234	324	313	324	300	325	300	325
Zinc (ctv por libra)	75	98	96	93	90	90	90	90
Oro (US\$ por onza)	974	1 152	1 167	1 180	1 212	1 212	1 208	1 212
Precios de Importaciones	-7,4	11,7	7,2	9,4	1,9	3,3	2,0	2,2
Petróleo (US\$ por barril)	62	78	75	76	76	75	77	75
Trigo (US\$ por TM)	193	158	174	199	206	266	225	257
Maíz (US\$ por TM)	139	133	140	147	157	181	165	180
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	782	813	817	867	910	879	926
Arroz (US\$ por TM)	561	512	462	483	440	450	448	450
Azúcar (US\$ por TM)	412	509	414	496	345	405	345	356

* Proyección.

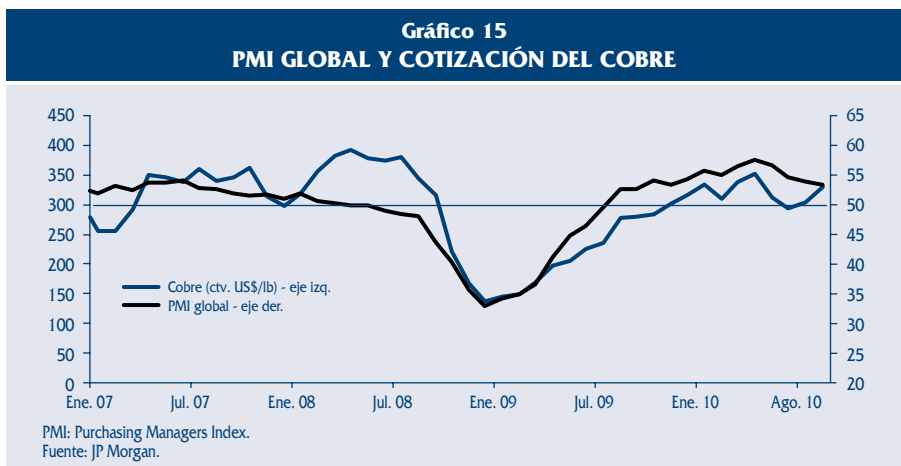




Cobre

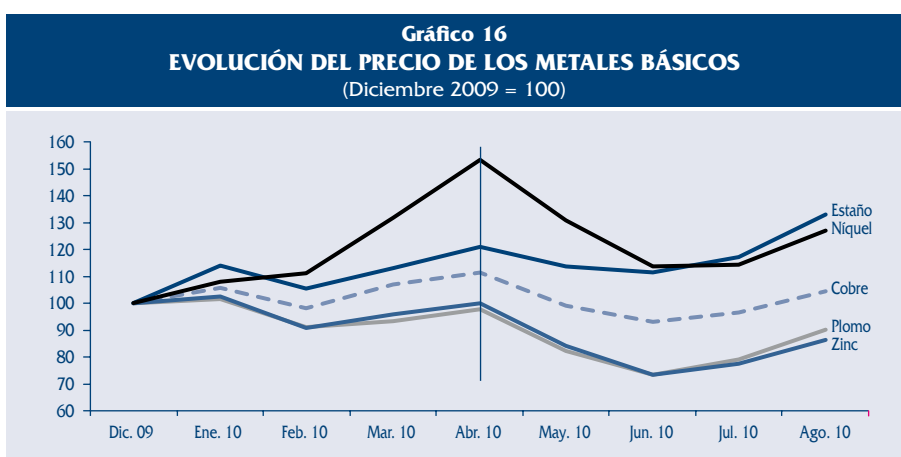
21. El precio del cobre subió 5 por ciento entre enero y agosto de 2010. Sin embargo, en lo que va del año el cobre no ha mostrado una clara tendencia ascendente. Entre enero y abril el precio llegó a US\$/lb 3,53 para luego caer a US\$/lb 2,95 en junio y posteriormente recuperarse ligeramente; cerrando agosto en US\$/lb 3,31. Las buenas perspectivas de demanda global durante los primeros meses del año fueron revirtiéndose debido a los problemas financieros en algunos países de Europa, el retraso en la recuperación en el consumo de Estados Unidos y los signos de desaceleración mostrados por China.

La reciente recuperación de precios del cobre se encuentra en línea con los reportes de menor producción en Chile y China y con los indicadores favorables de industria y manufactura en Europa. La demanda de refinados de Japón y China también brindaron soporte al precio internacional del cobre.



Zinc

22. La evolución del precio del zinc en lo que va del año fue similar a la observada en el cobre y en los demás metales básicos, aunque sin llegar a recuperarse totalmente respecto al nivel de diciembre 2009. El precio subió hasta el mes de abril llegando a US\$/lb 1,079 para luego caer a US\$/lb 0,790 en junio. En los meses de julio y agosto el zinc nuevamente subió hasta US\$/lb 0,930 como promedio de agosto, lo cual representa un caída de 14 por ciento respecto el promedio de diciembre 2009. Esta evolución está explicada por los mismos factores que afectaron el precio de los demás metales básicos. Sin embargo, a diferencia del caso del cobre, los inventarios de zinc en bolsas de metales han permanecido elevados.



Oro

23. Entre enero y agosto del presente año, el precio internacional del oro registró un incremento de 7 por ciento ubicándose en agosto en un promedio de US\$/oz.tr. 1 212.





La demanda de oro alcanzó máximos entre mayo y junio al agudizarse los problemas financieros en algunos países de Europa. El oro, a diferencia de otros *commodities*, ha mantenido su tendencia alcista la mayor parte del año debido a que es considerado como activo de refugio, cobertura y reserva de valor y por lo tanto es un activo financiero sustituto del dólar, el cual ha venido perdiendo valor a lo largo del año.

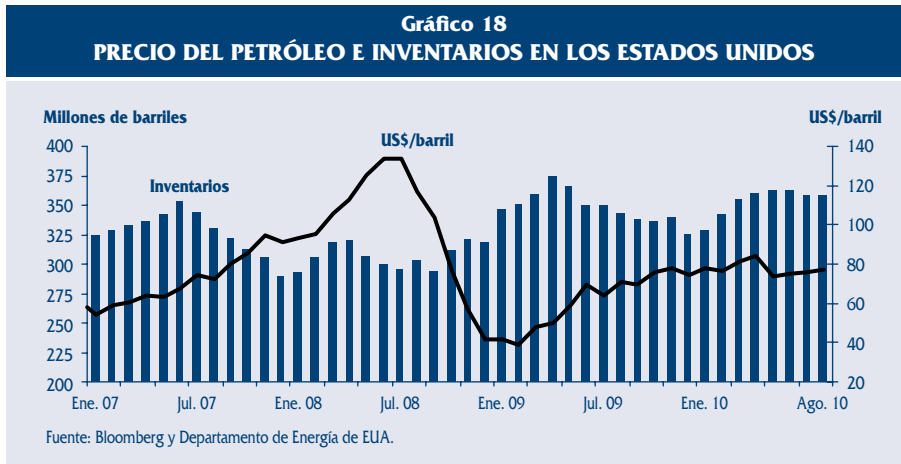
Se estima que el precio se mantendría alrededor de los niveles actuales debido a la persistencia en la incertidumbre sobre la recuperación económica mundial y los problemas financieros en diversas regiones del mundo, así como por la mayor demanda de oro para joyería por parte de India y Turquía en la segunda parte del año.



Petróleo

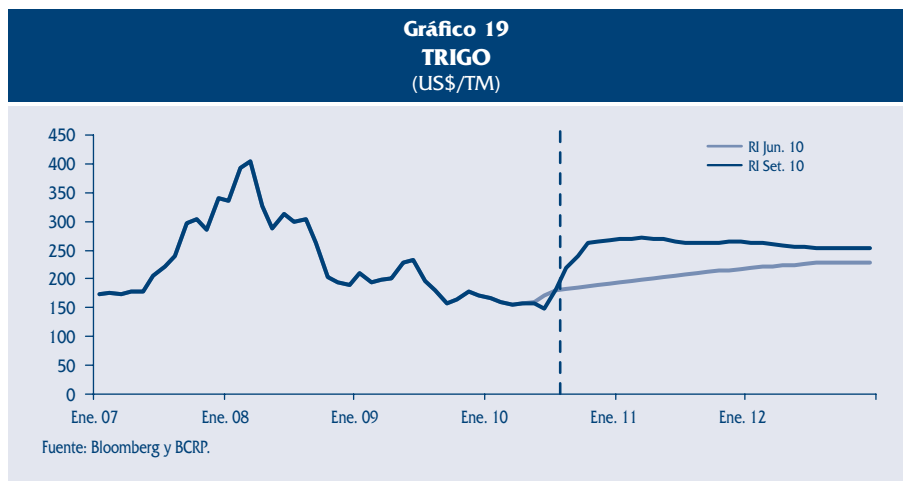
24. En lo que va de 2010 el precio del petróleo aumentó 4 por ciento ubicándose en agosto en un nivel promedio de US\$. 77,5 por bl. El precio del petróleo siguió un comportamiento similar al de los metales básicos. Las perspectivas de recuperación de la demanda mundial de crudo, así como restricciones en la oferta de algunos países productores incidieron en el aumento, principalmente en el periodo enero-abril en el que la cotización internacional llegó a US\$ 84 por bl. Los temores sobre un retraso en la recuperación de la demanda mundial revirtieron esta tendencia y el precio cayó hasta un mínimo de US\$ 65 por bl. a fines de mayo.

Desde julio, el precio se viene recuperando debido a la fuerte demanda de China, cuyas importaciones de crudo alcanzaron niveles récord en ese mes. Sin embargo, los inventarios de crudo en Estados Unidos al cierre de agosto son 10 por ciento más altos respecto al cierre de diciembre de 2009. Se estima que el precio se ubicará en el rango US\$ 75-US\$ 80 en lo que resta del año.



Trigo

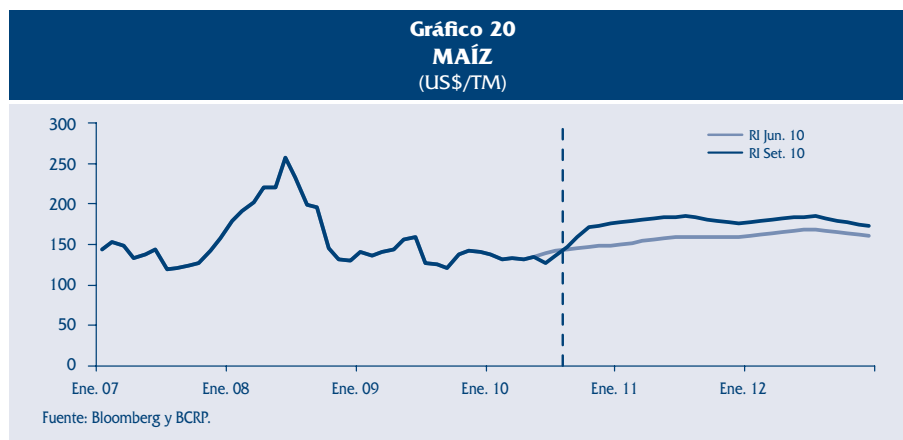
25. En el primer semestre del año, la cotización del trigo registró una tendencia descendente; evolución que se ha revertido en estos últimos dos meses -periodo en el cual se acumula un incremento de 47 por ciento- debido a problemas en la oferta mundial. Las altas temperaturas y la ausencia de lluvias han llevado a Rusia a enfrentar la peor sequía en más de 100 años, motivo por el cual las proyecciones de producción para la campaña 2010/2011 se han corregido paulatinamente a la baja. En ese contexto, el 5 de agosto, Rusia anunció la prohibición de exportaciones de granos hasta fines de año, factor que exacerbó la tendencia. En las últimas semanas, el precio se ha mantenido volátil aunque por el momento no se han anunciado nuevas restricciones por parte de países como Kazajistán y Ucrania, quienes también fueron afectados por los problemas climáticos. Con estos desarrollos, la proyección se ha revisado al alza en el horizonte de proyección.





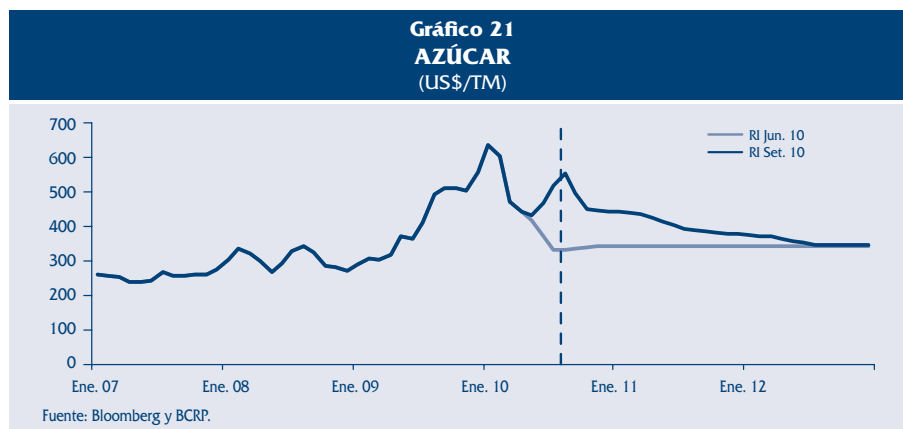
Maíz

26. En el caso del maíz, la proyección se revisó al alza ante las expectativas de una mayor demanda por el maíz como alimento para animales en sustitución del trigo, factor que ha estado presionando el precio al alza, con un incremento de 16 por ciento desde junio. Esta presión por mayor demanda se evidencia en el mayor ritmo de exportaciones de Estados Unidos en el último mes. Además, el reciente incremento en las importaciones de China también le daría soporte a los precios.



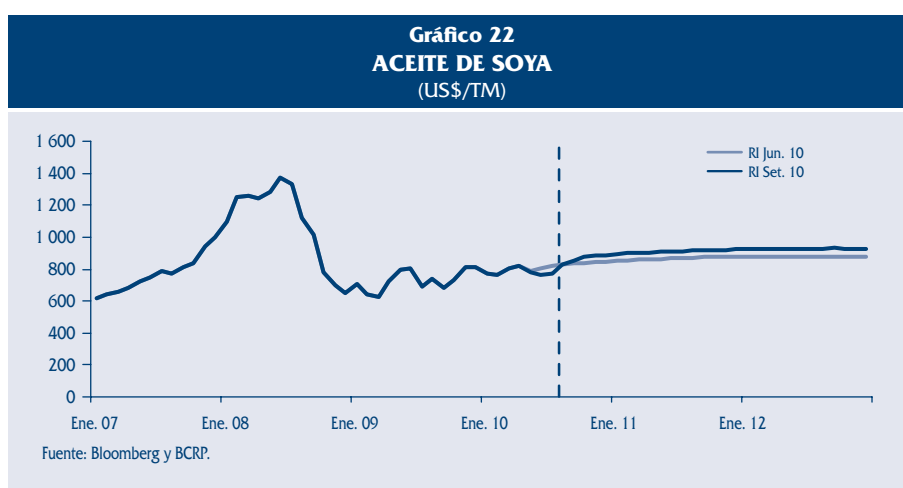
Azúcar

27. Entre junio y agosto, la cotización del azúcar se incrementó 18 por ciento, revirtiendo la tendencia a la baja observada desde febrero (por la mejora en las previsiones de producción de India y Brasil). El inicio de la temporada de monzón en India previsto para el mes de julio se retrasó impulsando nerviosismo en los mercados debido a los bajos niveles de inventarios actuales. A ello se sumaron los problemas logísticos en los puertos de Brasil y el aumento en las posiciones especulativas (en todos los mercados de *commodities*). Hasta el momento, las condiciones climáticas en India se han venido regularizando aunque todavía no se encuentran en los niveles considerados normales. La volatilidad en el mercado de azúcar se mantendrá hasta que haya una clara evidencia de recuperación de la producción.



Aceite de soya

28. El precio promedio del aceite de soya acumula un incremento de 9 por ciento en los últimos dos meses, aunque se mantiene por debajo de los niveles observados en diciembre de 2009. La evolución del aceite de soya ha estado muy ligada a la del petróleo; la tendencia al alza de los últimos meses coincide con el incremento en dicho producto. En línea con esta evolución, la proyección de la cotización se ha revisado ligeramente al alza.



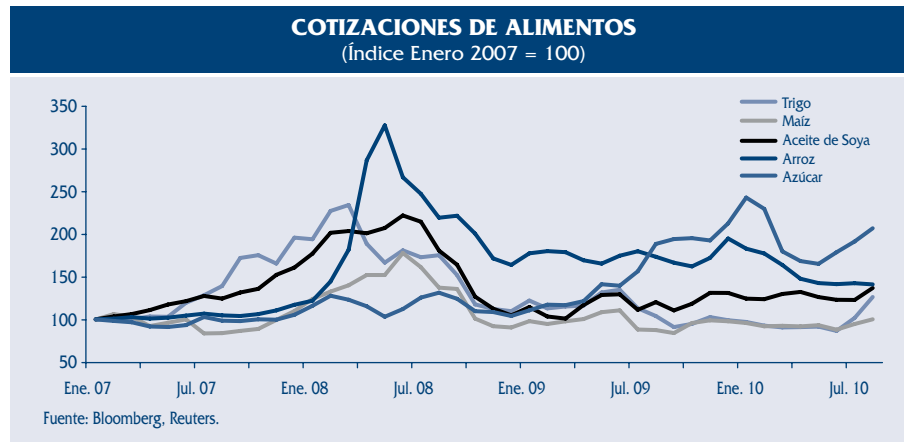
RECUADRO 1 PRECIOS DE ALIMENTOS: UNA COMPARACIÓN CON EL EPISODIO 2007-2008

El reciente incremento en los precios internacionales de los alimentos ha generado preocupación respecto a la posibilidad de que se repita lo sucedido en 2007-2008, cuando las cotizaciones experimentaron una fuerte alza en un contexto de incremento en la demanda interna.

Escenario 2007-2008

El precio de los alimentos tuvo una expansión significativa y sostenida entre el año 2007 y mediados de 2008, tendencia que también se observó en otros *commodities* que, incluso, alcanzaron récord históricos. En muchas economías emergentes, que enfrentaban un crecimiento acelerado por encima de su potencial, este aumento produjo presiones sobre otros precios de la economía, lo que llevó a incrementos de las tasas de interés por parte de los bancos centrales.





Las presiones al alza en los precios de estos *commodities* durante el periodo 2007/2008 se explicaron por varios factores:

- a. La demanda de las economías emergentes, en particular de China que generó presiones sobre casi todos los *commodities*.
- b. La política mundial de biocombustibles, que incrementó la demanda por maíz. En Estados Unidos aproximadamente un tercio de la producción de dicho producto se destina a la producción de biodiesel. Las presiones al alza se acentuaron además por el incremento en el precio del petróleo que en julio de 2008 llegó a un máximo histórico de US\$ 145,3 el barril.
- c. En tercer lugar, la depreciación del dólar favoreció la demanda de los *commodities* como activos alternativos de inversión. Entre enero 2007 y julio 2008 el dólar se depreció 23 por ciento frente al euro. En este periodo, las posiciones especulativas se incrementaron significativamente en casi todos los productos.
- d. Factores puntuales de oferta tales como las restricciones al comercio internacional de arroz impuesto por los principales países consumidores (con excepción de Tailandia y Paquistán), las condiciones climáticas desfavorables para la soya (China y Estados Unidos), la reducción del área sembrada en el maíz (Estados Unidos), entre otros factores.

Escenario actual

A raíz de la crisis financiera y el incremento en la aversión al riesgo, los precios de los *commodities* de alimentos se corrigieron significativamente. Con excepción del azúcar, los niveles actuales –a pesar del alza reciente- son significativamente menores a los máximos alcanzados en ese periodo. En este contexto, la posibilidad de que los precios de los alimentos registren los incrementos observados en el 2007/08 es menor debido a lo siguiente:

PRECIOS DE ALIMENTOS

	Variación observada		Nivel máximo alcanzado (US\$/TM)	
	2007/2008 *	2010**	2007/2008	2010
Trigo	135%	46%	406	218
Maíz	115%	15%	257	144
Arroz	228%	0%	1 054	589
Azúcar	45%	15%	343	637
Aceite de soya	123%	11%	1 376	846

Cálculos en base a precios promedio mensual.

* Variación entre el valor máximo de 2008 y el valor mínimo 2007.

** Variación últimos dos meses.

- Se esperaría que los problemas de oferta sean temporales aunque, cabe señalar, que este escenario central puede verse afectado por una intensificación del fenómeno de La Niña.
- En algunos casos, como el trigo y el arroz, los inventarios esperados para la campaña 2010/11 son superiores a los observados en 2007/08 aún si se miden en días de consumo. Sólo en el caso del maíz los inventarios, medidos de esta forma, son similares a los registrados en dicho periodo.
- Algunos factores presentes en el escenario 2007/08 como el fuerte incremento en el precio del petróleo y el debilitamiento del dólar no se observan en el episodio actual.

Sin embargo, los precios en el mediano plazo encuentran soporte en algunos factores que estuvieron presentes en el episodio 2007/2008. Así, se estima que el bloque de economías emergentes tendría un crecimiento anual superior al 6 por ciento durante 2010-2015, y que se continúe con el desarrollo de la política de biocombustibles que incrementa la demanda de maíz y aceite de soya.

DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Factor	Episodio 2007/2008	Episodio actual
Precios de petróleo	Alza de 187 % (alcanzó máximo de US\$ 145 barril)	Nivel de US\$ 73 por barril, perspectivas de alza moderada.
US\$/euro	Debilitamiento de 23% respecto al euro (hasta US\$ 1,594 por euro).	Dólar estable (US\$ 1,2795 por euro) perspectivas de variaciones moderadas.
Inventarios	En niveles mínimos en 30 años para varios productos.	Se mantiene bajos niveles de inventarios para mayoría de productos.
Posiciones especulativas	Alza generalizada (en particular en soya, azúcar y maíz).	Recuperación de posiciones pero por debajo de los niveles de 2007/2008.





II. Balanza de Pagos

29. El mayor dinamismo que se proyecta para la actividad económica para el año 2010 incidiría en un crecimiento de las importaciones mayor al proyectado en el Reporte de Inflación de junio. Como consecuencia, se ha revisado a la baja la proyección de superávit de la balanza comercial para el año 2010, pasando de US\$ 6,7 mil millones a US\$ 4,9 mil millones.

En el horizonte de proyección, continuarían los saldos positivos en la balanza comercial, cerrando el año 2012 con US\$ 2,2 mil millones. Esta trayectoria se explica por la ejecución prevista de importantes proyectos de inversión, los cuales requerirían mayores importaciones de bienes de capital. Asimismo, contribuiría a esta evolución una ligera tendencia decreciente de los términos de intercambio prevista a partir del próximo año.

**CUADRO 9
BALANZA COMERCIAL**

(Millones de US\$)

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
EXPORTACIONES	11 557	26 885	16 033	33 162	33 488	34 767	35 162	37 820	38 522
De las cuales:									
Productos tradicionales	8 654	20 571	12 521	25 897	25 958	27 003	26 978	29 270	29 390
Productos no tradicionales	2 838	6 160	3 385	7 060	7 307	7 556	7 979	8 332	8 920
IMPORTACIONES	9 710	21 011	12 944	26 474	28 546	29 689	32 447	33 116	36 295
De las cuales:									
Bienes de consumo	1 832	3 963	2 376	4 937	5 396	5 805	6 632	7 018	8 008
Insumos	4 374	10 077	6 427	13 212	13 721	14 412	15 106	15 598	16 425
Bienes de capital	3 439	6 850	4 030	8 192	9 280	9 331	10 545	10 333	11 683
BALANZA COMERCIAL	1 847	5 873	3 089	6 689	4 942	5 078	2 715	4 704	2 227

Nota: (Variación porcentual)

Volumen:

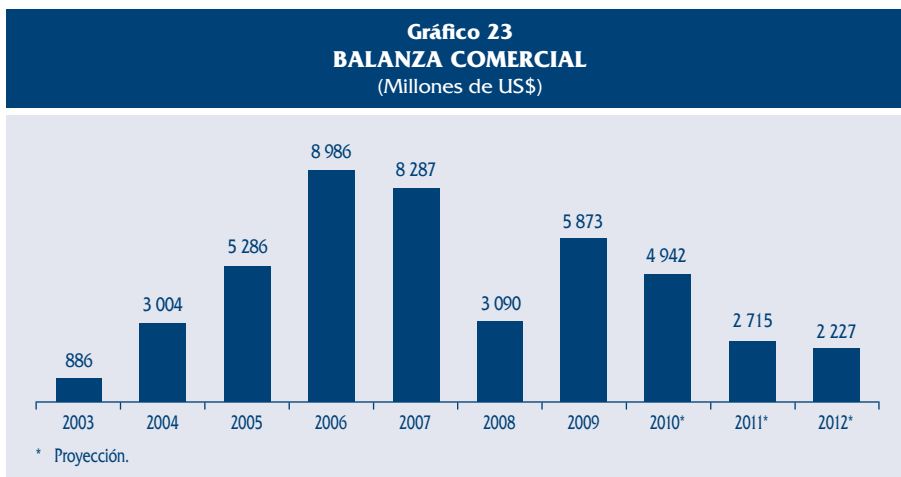
Exportaciones	-3,3	-3,3	-2,9	2,2	0,1	6,3	5,4	8,1	8,9
Importaciones	-22,0	-20,0	18,3	17,6	23,8	10,2	10,2	9,3	9,3

Valor:

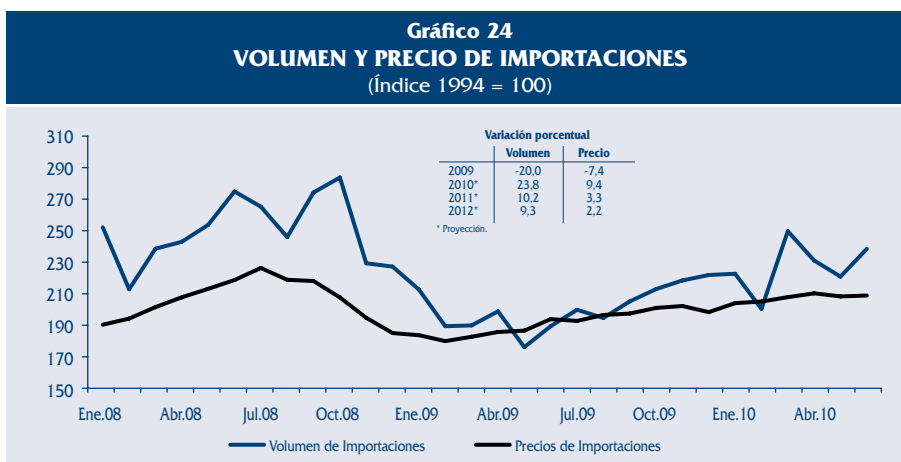
Exportaciones	-28,8	-14,7	38,7	23,4	24,6	4,8	5,0	8,8	9,6
Importaciones	-29,7	-26,1	33,3	26,0	35,9	12,1	13,7	11,5	11,9

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

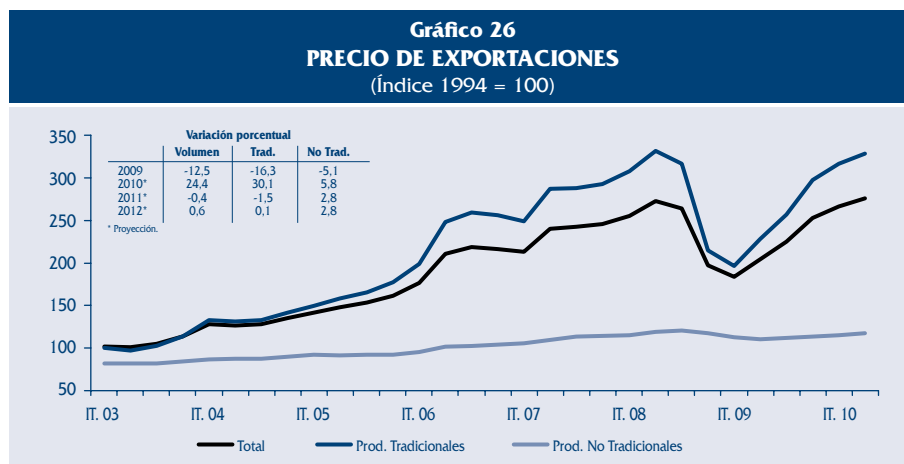
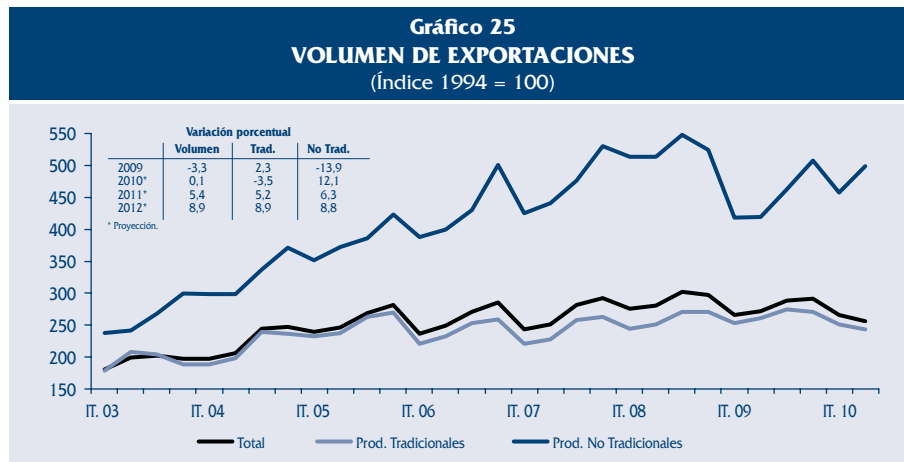


30. Durante el primer semestre de 2010, el volumen de importaciones se incrementó en 18,3 por ciento, en comparación con la caída de 22 por ciento observada en el mismo periodo de 2009. Esta recuperación de las importaciones, observada principalmente en insumos industriales como hierro y acero e insumos textiles, y en bienes de consumo duradero, es consistente con la evolución de la demanda interna.



Por su parte, las exportaciones disminuyeron 2,9 por ciento en el primer semestre, por menores volúmenes de oro, cobre, café y harina de pescado, atenuadas por el incremento de exportaciones no tradicionales de productos agropecuarios, químicos y siderometalúrgicos, principalmente.



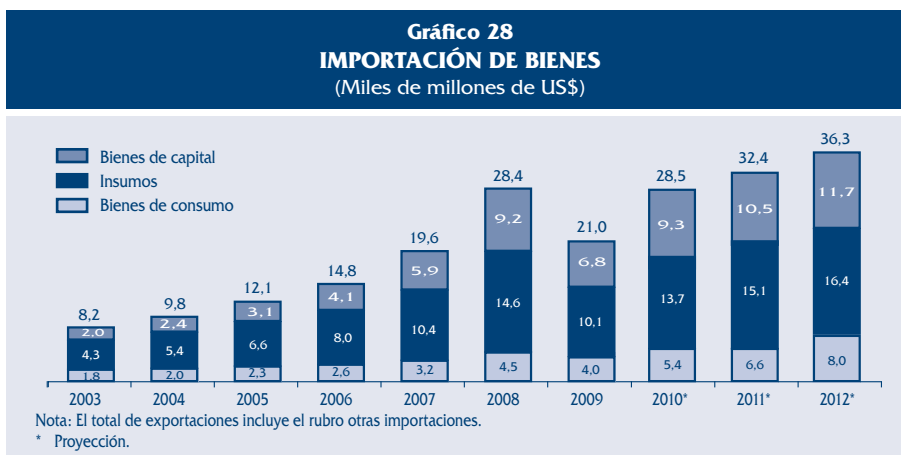


31. Se proyecta una recuperación en el valor de las exportaciones, que pasarían de US\$ 26,9 mil millones en 2009 a US\$ 33,5 mil millones en 2010. En esta evolución se consideran los mayores precios de los metales en lo que va del año, la entrada en operación de Camisea II (que elevaría las exportaciones de hidrocarburos), las exportaciones del proyecto de fosfatos de Bayóvar, y la continuación del ritmo de recuperación de las exportaciones no tradicionales que se viene observando a lo largo del año.

Se proyecta una trayectoria creciente de las exportaciones para 2011 y 2012, como resultado de un aumento en los volúmenes de cobre asociados a las ampliaciones de Antamina y Toquepala, al inicio de operaciones de Minas Justa, y a las mayores exportaciones de gas de Camisea II y fosfatos de Bayóvar. Las exportaciones de otros productos no tradicionales, principalmente agropecuarios, continuarían recuperándose en los años 2011 y 2012, aprovechando las ventajas de los acuerdos comerciales.



32. Para el año 2010, se ha revisado al alza el crecimiento del volumen de importaciones, en línea con las proyecciones de evolución de la actividad económica y con lo observado en lo que va del año. El crecimiento del volumen de importaciones se aceleró, pasando de 14,5 en el primer trimestre a 24,2 por ciento en el segundo trimestre. Para los años 2011 y 2012, el crecimiento de las importaciones se moderaría gradualmente, en línea con una trayectoria más suave prevista para el consumo y la inversión del sector privado.



33. Durante el primer semestre el déficit en cuenta corriente representó 1,1 por ciento del PBI. El superávit comercial y las mayores remesas del exterior, fueron compensados por el déficit en la balanza de servicios y por la mayor generación de utilidades de empresas mineras, petroleras y financieras con participación extranjera.
34. Considerando las proyecciones de crecimiento del PBI y su efecto sobre la mayor demanda por importaciones, así como la evolución de los términos de intercambio





y el crecimiento de los socios comerciales, se ha revisado al alza la proyección del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, pasando de 1,0 del PBI a 1,7 por ciento del PBI para el año 2010, estabilizándose en 3,0 por ciento del PBI en 2011 y 2012. Tal como se muestra en el siguiente gráfico, los flujos de capitales privados de largo plazo, que incluyen la inversión directa extranjera y los desembolsos de préstamos de largo plazo, representan más del doble de los requerimientos de financiamiento de la cuenta corriente durante el horizonte de proyección, contribuyendo así a su sostenibilidad.

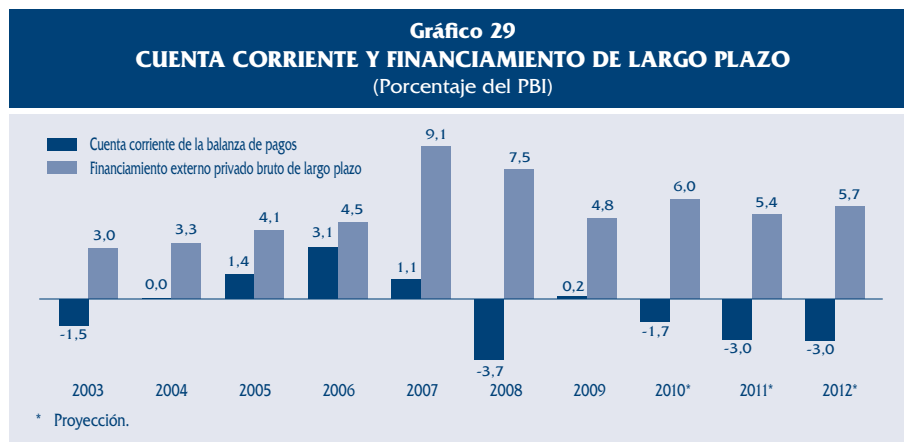
CUADRO 10 BALANZA DE PAGOS

(Millones de US\$)

	2009	2010*		2011*		2012*	
	Año	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	247	-1 500	-2 515	-3 324	-4 970	-4 000	-5 410
Porcentaje del PBI	0,2	-1,0	-1,7	-2,1	-3,0	-2,3	-3,0
1. Balanza comercial	5 873	6 689	4 942	5 078	2 715	4 704	2 227
a. Exportaciones	26 885	33 162	33 488	34 767	35 162	37 820	38 522
b. Importaciones	-21 011	-26 474	-28 546	-29 689	-32 447	-33 116	-36 295
2. Servicios	-1 112	-1 338	-1 352	-1 750	-1 743	-1 788	-1 771
3. Renta de factores	-7 371	-9 734	-9 034	-9 752	-9 086	-10 285	-9 280
4. Transferencias corrientes	2 856	2 884	2 928	3 100	3 144	3 368	3 415
Del cual: Remesas del exterior	2 378	2 494	2 508	2 716	2 731	2 985	3 001
II. CUENTA FINANCIERA	1 694	4 999	13 014	4 824	6 470	5 000	6 410
Del cual:							
1. Sector privado	1 655	5 024	9 276	4 232	6 531	5 335	6 264
a. Activos	0	-1 419	0	-1 544	0	-1 900	0
b. Pasivos	1 655	6 443	9 276	5 777	6 531	7 235	6 264
2. Sector público	1 032	-209	-271	747	175	-242	-195
a. Activos	-317	-102	16	-123	-126	-116	-116
b. Pasivos	1 349	-107	-287	870	302	-126	-79
3. Capitales de corto plazo	-1 675	418	3 861	0	-700	0	0
a. Activos	-186	-440	173	0	-700	0	0
b. Pasivos	-1 489	858	3 688	0	0	0	0
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	1 940	3 500	10 499	1 500	1 500	1 000	1 000
Nota:							
1. Financiamiento externo privado bruto de largo plazo							
En millones US\$	6 108	7 579	9 151	7 184	8 840	8 971	10 289
En porcentaje del PBI	4,8%	5,1%	6,0%	4,6%	5,4%	5,3%	5,7%
2. Saldo de RIN a fin de periodo							
En millones US\$	33 136	36 636	43 635	38 136	45 135	39 136	46 135
En porcentaje del PBI	26,1%	24,9%	28,8%	24,4%	27,5%	22,9%	25,7%

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.



Cuenta financiera

35. Durante el primer semestre de 2010, la cuenta financiera privada registró una entrada neta de capitales de US\$ 4 120 millones, explicado principalmente por los flujos de Inversión Directa Extranjera (IDE) e inversión de cartera hacia el país.

CUADRO 11
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem	Año	I Sem	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
1. ACTIVOS	-1 730	-4 106	427	-1 419	-351	-1 544	-1 025	-1 900	-2 602
Inversión directa en el extranjero	-5	-396	-87	-61	-87	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-1 725	-3 711	514	-1 357	-264	-1 544	-1 025	-1 900	-2 602
2. PASIVOS	3 391	5 761	3 692	6 443	9 627	5 777	7 556	7 235	8 865
Inversión directa extranjera en el país	2 802	4 760	3 444	5 296	7 457	4 159	6 544	5 395	7 142
Del cual: Reinversión	2 398	4 902	2 910	4 344	4 674	2 669	4 238	3 039	3 689
Inversión extranjera de cartera en el país	-210	55	480	52	1 498	-315	-75	-272	-106
a. Participaciones de capital	-71	47	3	15	3	0	0	0	0
b. Otros pasivos	-139	9	477	37	1 495	-315	-75	-272	-106
Préstamos de largo plazo	800	946	-231	1 094	672	1 933	1 087	2 112	1 829
a. Desembolsos	1 265	1 744	499	2 343	1 780	3 025	2 296	3 576	3 147
b. Amortización	-465	-798	-731	-1 248	-1 108	-1 092	-1 209	-1 464	-1 318
3. TOTAL	1 661	1 655	4 120	5 024	9 276	4 232	6 531	5 335	6 264

* Proyección.





Los ingresos por IDE ascendieron a US\$ 3 444 millones, total en el que se mantiene la importancia del componente reinversión de utilidades, en particular de empresas mineras. Una evolución positiva similar se aprecia en inversión de cartera (US\$ 480 millones en el primer semestre), explicada principalmente por la adquisición de inversores no residentes de Bonos de Tesoro Público y la participación extranjera en proyectos público-privados. Adicionalmente, se registraron ingresos netos por US\$ 514 millones, debido a un menor ritmo de adquisición de activos externos por parte de entidades domésticas, principalmente bancarias y no financieras.

36. Las proyecciones para el periodo 2010-2012 siguen contemplando una recuperación de la economía mundial, aunque a un ritmo más moderado, y un mayor dinamismo de la actividad económica doméstica. Ello se traduciría en un incremento del uso de recursos de fuente extranjera para el financiamiento de proyectos a través de inversión directa y préstamos de largo plazo. Por su parte, las instituciones financieras nacionales retomarían su dinámica de adquisición de activos externos, en particular las AFP, debido al incremento de los fondos de pensiones. Así, la cuenta financiera del sector privado registraría en 2010 un flujo positivo de US\$ 9 276 millones.

Durante el segundo trimestre de 2010, se ha registrado un importante influjo de capitales debido a una mayor adquisición de pasivos externos por parte de las empresas bancarias, con lo que la cuenta financiera de corto plazo cerraría el año con un flujo de US\$ 3 861 millones, mayor a lo previsto en el Reporte anterior.

En los años 2011 y 2012 se registrarían flujos netos de capitales positivos por US\$ 6 531 millones y US\$ 6 264 millones, respectivamente, explicados por la confianza en la sostenibilidad del crecimiento económico del país, lo cual se traduciría en crecientes niveles de inversión directa y desembolsos de largo plazo.

37. Al cierre de agosto, el nivel de reservas internacionales alcanzó a US\$ 40,7 mil millones, lo que equivale al 32 por ciento del PBI de 2009 (29 por ciento del PBI de los últimos cuatro trimestres). Este es uno de los niveles más elevados de la región, hecho que se mantiene incluso tras descontar nuestras obligaciones en moneda extranjera con residentes (encajes y depósitos del Sector Público), caso en el cual alcanzaría a 23 por ciento. Ello constituye un respaldo importante en caso de eventuales restricciones de financiamiento internacional y fuente adicional de confianza por parte de los inversionistas extranjeros respecto a la estabilidad de la economía.

Gráfico 30
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Millones de US\$)

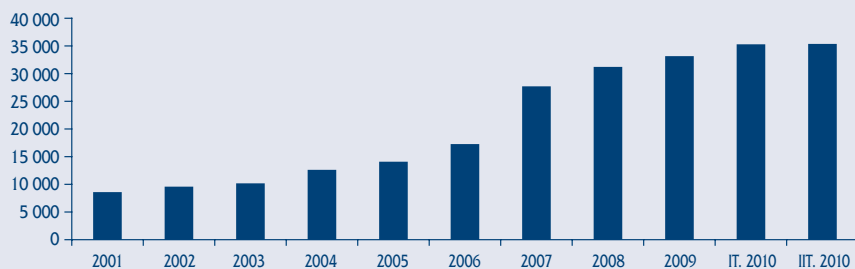
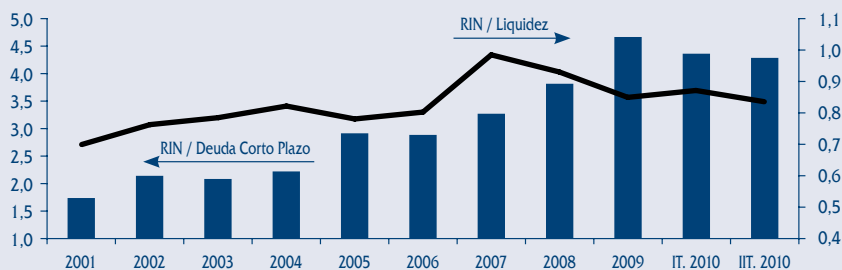


Gráfico 31
RATIOS DE RIN
(Número de veces)





III. Actividad Económica

38. Se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 6,6 por ciento en el Reporte de junio a 8,0 por ciento, dado el importante dinamismo mostrado por la actividad económica interna durante el primer semestre (el PBI y la demanda interna crecieron 8,2 y 11,1 por ciento, respectivamente). Esta evolución es un reflejo del proceso de acumulación de inventarios y de la expansión del consumo e inversión privada a tasas similares a las registradas antes de la crisis financiera internacional en un contexto de mejora en la confianza de los consumidores y empresarios acerca de las perspectivas de la economía.

La proyección de crecimiento de la producción de 8,0 por ciento para este año contempla una leve desaceleración para el segundo semestre, a tasas más cercanas al crecimiento potencial de la economía estimado para este periodo (6-7 por ciento).

39. Para los años siguientes se espera una tasa de crecimiento de la producción de 6,0 por ciento anual sin presiones inflacionarias de demanda, tasa similar a la prevista en el Reporte de Inflación de junio. Dicha proyección considera una tasa de crecimiento de la demanda interna superior a la del PBI, en base a una mayor expansión de la inversión privada y un menor crecimiento del gasto público.

CUADRO 12
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
1. Demanda interna	-3,5	-2,8	11,1	8,8	11,4	6,8	6,9	6,0	6,0
a. Consumo privado	2,8	2,4	5,6	3,9	5,2	4,5	4,5	4,6	4,6
b. Consumo público	14,4	16,5	13,2	7,8	9,9	3,7	4,4	3,2	3,6
c. Inversión privada	-10,3	-15,1	17,7	12,5	16,7	9,0	11,1	11,0	11,8
d. Inversión pública	18,5	25,5	33,1	23,9	31,6	7,3	6,3	6,5	3,4
2. Exportaciones	-1,8	-2,5	0,7	3,0	1,4	5,7	5,2	7,9	8,4
3. Importaciones	-18,6	-18,4	16,6	14,5	19,4	10,1	10,1	8,0	8,0
4. Producto Bruto Interno	0,3	0,9	8,2	6,6	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Nota:									
Gasto público total	15,6	19,6	19,2	13,7	17,8	5,1	5,2	4,5	3,5

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 32
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

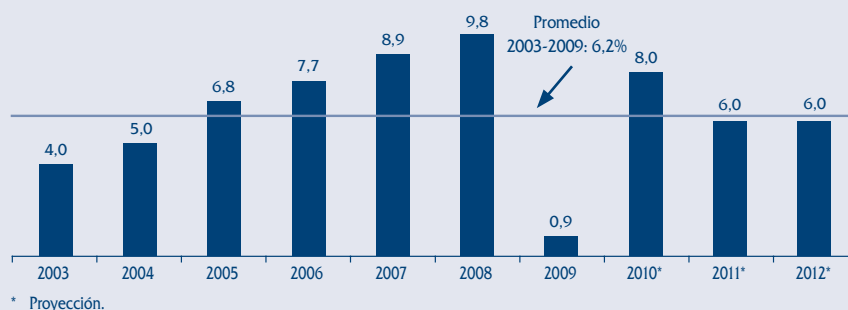
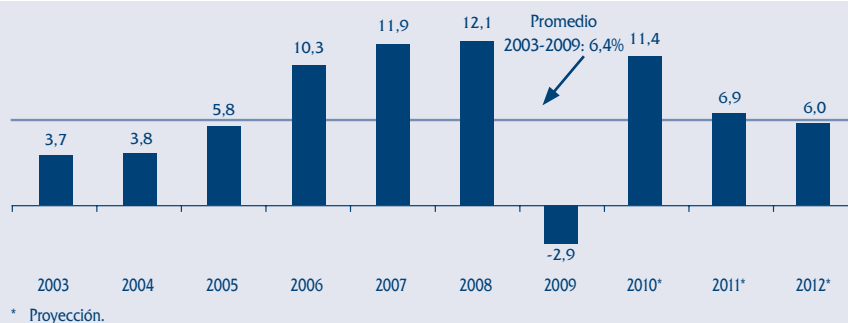


Gráfico 33
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)



CUADRO 13
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
a. Consumo privado	1,9	1,6	3,9	2,7	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
b. Consumo público	1,1	1,3	1,1	0,7	0,9	0,3	0,4	0,3	0,3
c. Inversión privada	-2,2	-3,4	3,4	2,4	3,2	1,8	2,3	2,3	2,5
d. Inversión pública	0,6	1,1	1,2	1,3	1,7	0,5	0,4	0,4	0,2
e. Variación de existencias	-4,9	-3,6	1,4	1,7	2,0	1,3	1,0	0,2	0,1
f. Exportaciones	-0,3	-0,5	0,1	0,6	0,3	1,1	0,9	1,5	1,5
g. Importaciones 1/	-4,2	-4,3	3,0	2,7	3,7	2,1	2,1	1,7	1,7
Producto Bruto Interno	0,3	0,9	8,2	6,6	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Nota:									
Gasto público total	1,6	2,4	2,3	2,0	2,6	0,8	0,8	0,7	0,6

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

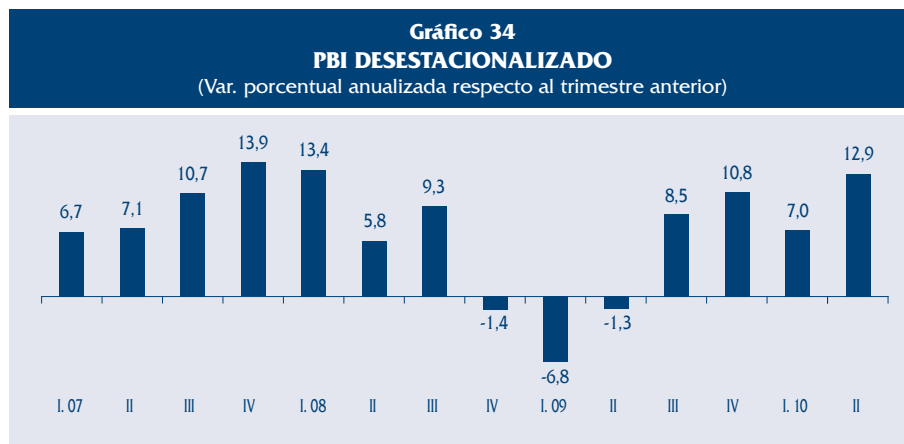
1/ (+) Indica contribución negativa, (-) Indica contribución positiva.





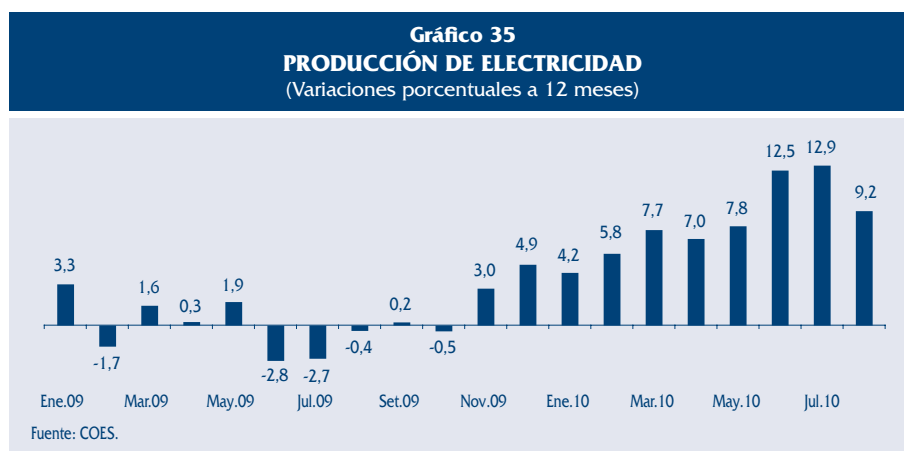
Indicadores de recuperación

40. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, muestra una sólida recuperación desde el tercer trimestre de 2009 en un contexto de aplicación de estímulos monetarios y fiscales importantes.

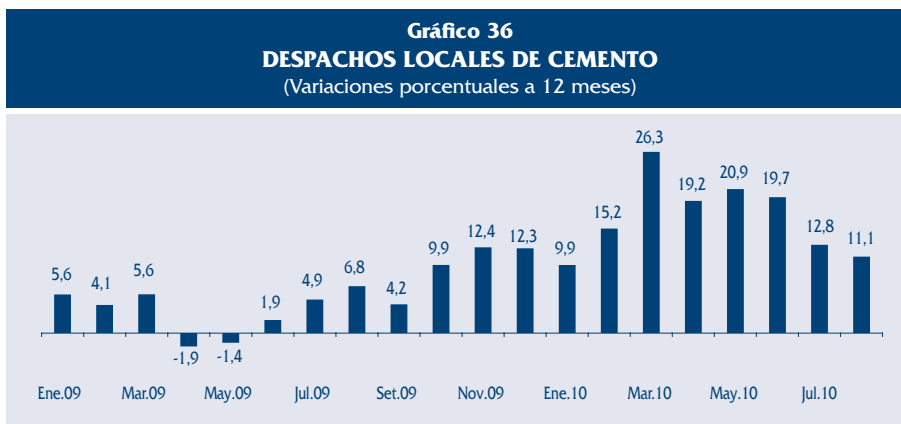


41. Indicadores recientes de actividad continúan mostrando la consolidación de la actividad económica:

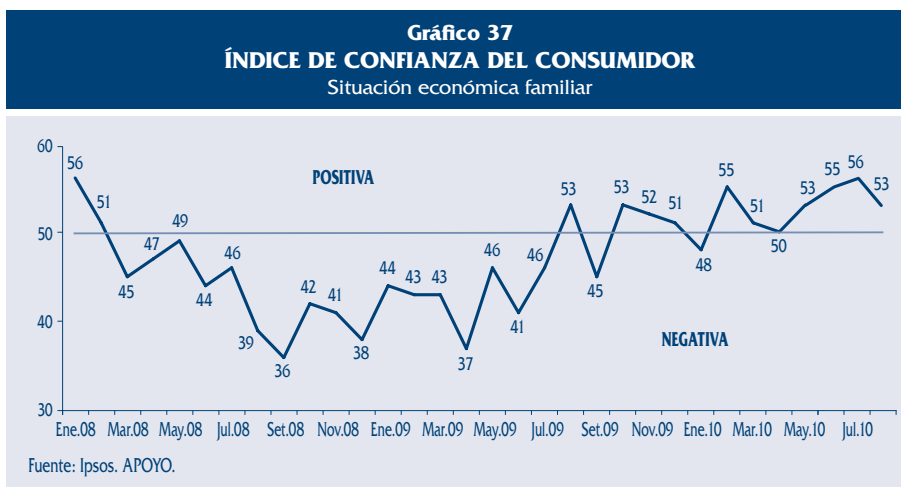
a. Durante agosto la producción de electricidad registró un crecimiento anual de 9,2 por ciento.



b. En agosto, los despachos de cemento crecieron 11,1 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.

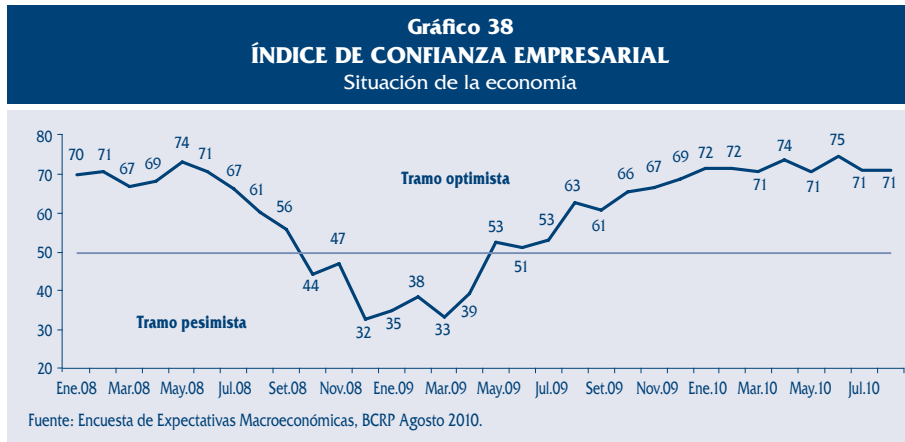


- c. El índice de confianza del consumidor se viene manteniendo desde el mes de febrero en el tramo positivo, reflejando un mayoritario optimismo entre los consumidores encuestados con respecto al futuro próximo de su economía familiar. En agosto, el índice de confianza del consumidor alcanzó los 53 puntos.

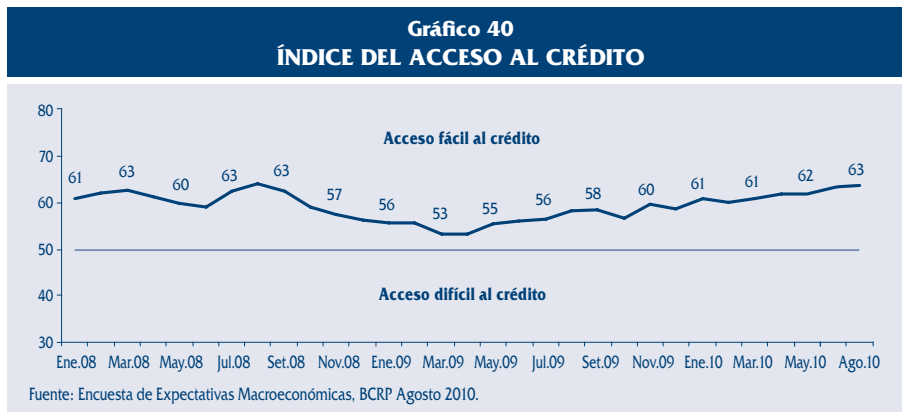
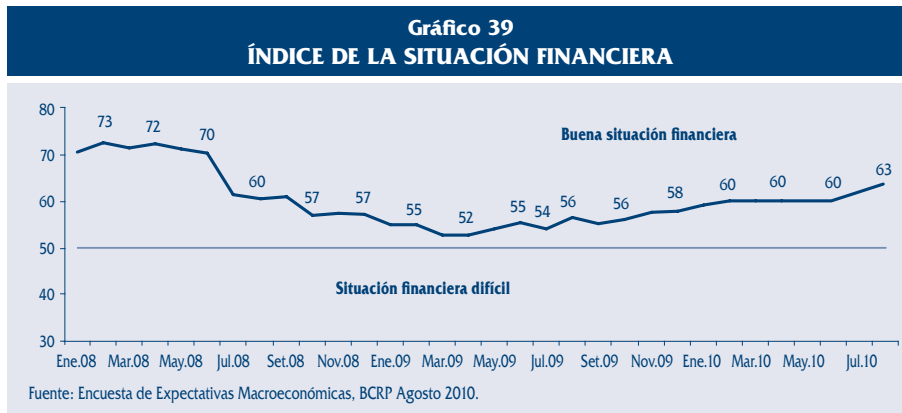


- d. El índice de confianza de los empresarios no sólo se ha recuperado sino que registra niveles superiores a los que se tenía antes de la crisis financiera internacional. En agosto, el índice de confianza empresarial alcanzó los 71 puntos, y en junio se registró el nivel más alto durante el año, lo cual refleja el mayoritario optimismo entre los empresarios encuestados con respecto al futuro próximo de la economía.





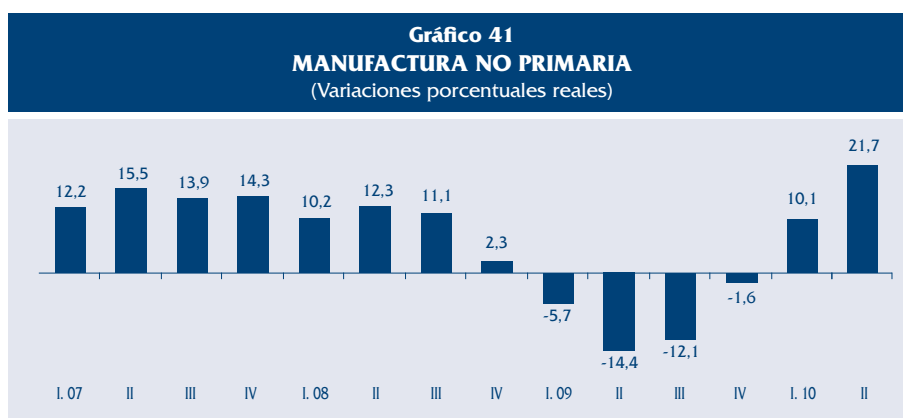
- e. La buena situación financiera de las empresas de mayor tamaño mejora sostenidamente, así como la percepción de que el acceso al crédito se está tornando cada vez más fácil.



- f. Para 2010 los analistas económicos y las instituciones del sistema financiero prevén un crecimiento del PBI de 7,0 y 7,5 por ciento, respectivamente, en tanto que las empresas no financieras esperan 6,5 por ciento de crecimiento. Para 2011, las previsiones se encuentran entre 5,7 y 6,0 por ciento, en tanto que para 2012, se espera un crecimiento de 6,0 por ciento.

CUADRO 14 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (%)				
	Mayo 2010	Junio 2010	Julio 2010	Agosto 2010
Sistema Financiero				
2010	6,0	6,0	6,8	7,0
2011	6,0	5,5	5,5	6,0
2012	6,0	6,0	6,0	6,0
Analistas Económicos				
2010	6,0	6,5	6,8	7,5
2011	5,5	6,0	5,9	5,7
2012	6,0	6,0	6,0	6,0
Empresas No Financieras				
2010	5,0	6,0	6,0	6,5
2011	5,5	6,0	6,0	6,0
2012	6,0	6,0	6,0	6,0

- g. La producción manufacturera viene manteniendo una significativa recuperación. Así, en el segundo trimestre de 2010 se registró una expansión de 21,7 por ciento.



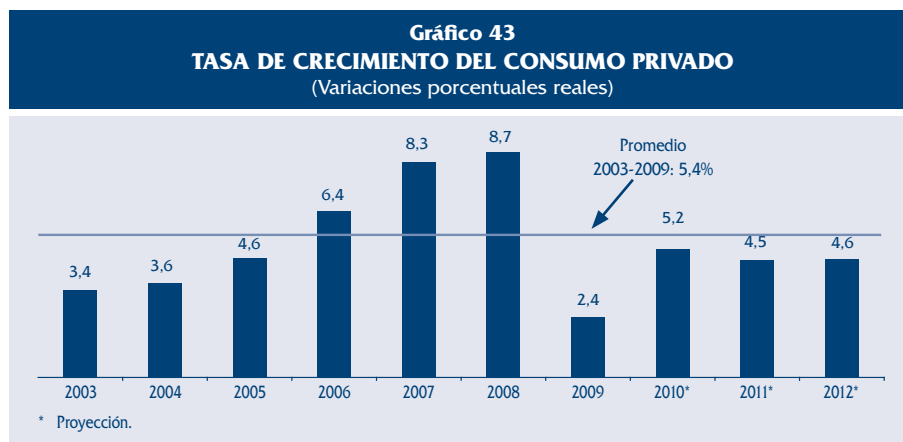
- h. El crecimiento del empleo durante el primer semestre de 2010 (3,1 por ciento) influyó en la dinámica del consumo privado. El continuo crecimiento del empleo formal contribuyó a mantener la confianza del consumidor. En términos anuales no se observan caídas del empleo formal desde el año 2001.





Proyección de los componentes del gasto

42. El **consumo privado** creció 5,6 por ciento en el primer semestre de 2010. Esta evolución estuvo asociada al mejor clima de confianza del consumidor, al aumento del empleo y a la significativa recuperación del ingreso nacional disponible.



43. 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 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. Para el año 2010 se ha revisado al alza la previsión del crecimiento del ingreso nacional disponible de 6,9 a 9,3 por ciento, comportamiento explicado principalmente por la evolución esperada del producto bruto interno y los mejores precios internacionales. Para los años 2011 y 2012, el crecimiento del ingreso nacional disponible sería de 5,2 y 6,0 por ciento, respectivamente.

CUADRO 15
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
1. Producto bruto interno	0,3	0,9	8,2	6,6	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
2. Producto nacional bruto	5,0	2,1	6,4	4,9	7,4	6,4	6,2	6,6	6,2
3. Ingreso nacional bruto	0,7	1,0	10,6	7,2	9,7	5,8	5,2	6,0	6,0
4. Ingreso nacional disponible ^{1/}	0,7	0,9	10,2	6,9	9,3	5,8	5,2	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.

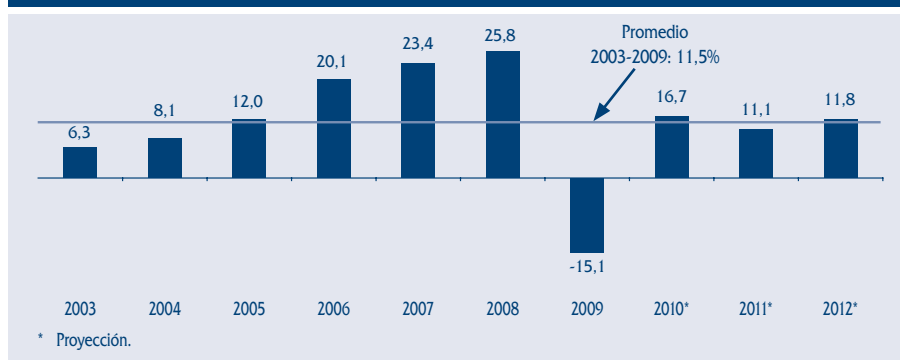
* Proyección.

^{1/} Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

44. Se espera una aceleración del crecimiento del consumo privado desde 2,4 por ciento en 2009 a 5,2 por ciento en 2010, asociada a la mayor expansión del ingreso nacional disponible. Para los años 2011 y 2012 se ha mantenido la previsión del Reporte de Inflación de junio.

45. La inversión privada tiende a ser uno de los componentes más volátiles del gasto durante los periodos de auge y caída del ciclo económico. 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 más rápida recuperación de la inversión privada, la cual crecería 16,7 por ciento en 2010, 11,1 por ciento en 2011 y 11,8 por ciento en 2012.

Gráfico 44
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones porcentuales reales)





CUADRO 16
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2012
(Millones de US\$)

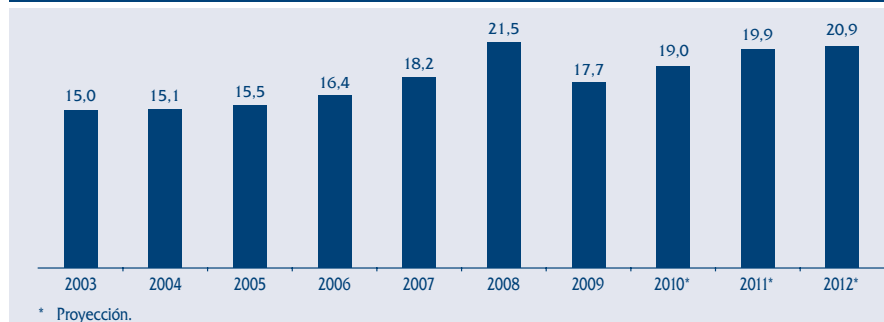
Sector	2010	2011	2012	Total
Minería	3 218	5 868	7 259	16 345
Hidrocarburos	2 396	2 051	2 146	6 594
Electricidad	778	1 267	1 611	3 656
Telecomunicaciones	441	239	46	727
Industrial	1 436	1 164	953	3 553
Infraestructura	2 348	1 113	626	4 086
Otros Sectores	1 450	848	419	2 718
Total	12 067	12 550	13 060	37 677

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

46. El incremento de la inversión privada se ha reflejado en un mayor número, tamaño y ritmo de ejecución de los proyectos anunciados para el periodo 2010-2012. Es así que el monto anunciado de proyectos de inversión se ha incrementado en US\$ 1 300 millones respecto al previsto en el Reporte de junio.

En el sector **minería e hidrocarburos** destacan grandes proyectos de inversión, tales como Toromocho, Galeno, ampliaciones de Antamina y Cerro Verde, Gasoducto Andino del Sur y Lote 67 (Perenco) y actividades de exploración y producción de crudo y gas en los lotes Z-6, Z-33 y Z-2b. En el sector **infraestructura** destaca la ejecución de proyectos asociados a la mejora de la vialidad e infraestructura directamente ligada al sector comercio (muelles, puertos y mejoramientos de aeropuertos). Algunos de estos proyectos se encuentran concesionados y otros estarían en proceso. Adicionalmente, en infraestructura eléctrica destacan los proyectos de centrales hidroeléctricas, de generación y líneas de transmisión.

Gráfico 45
INVERSIÓN PRIVADA FIJA
(Porcentaje del PBI)

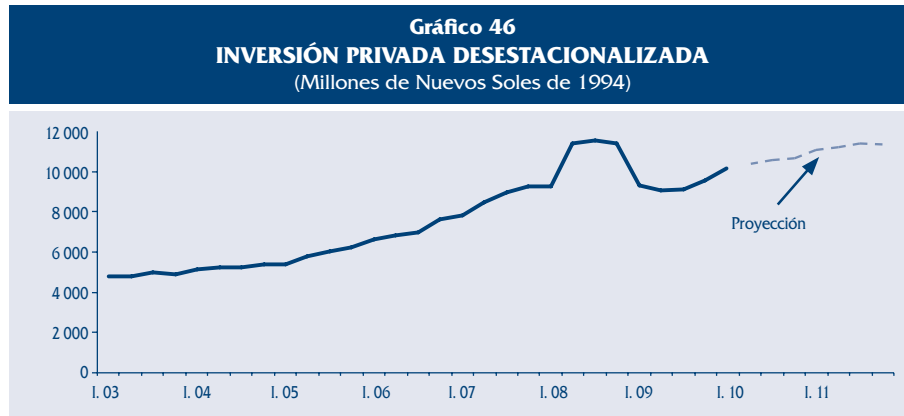


CUADRO 17
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2012

SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DE PROYECTO	
Minería	Xstrata Peru	Las Bambas	
	Northern Peru Copper	Galeno	
	Anglo American	Quellaveco	
	Minera Yanacocha S.R.L.	Minas Conga	
	Minera Peru Copper S.A.	Toromocho	
	Xstrata Peru	Antapaccay	
	Antamina	Ampliación de Tajo	
	Sociedad Minera Cerro Verde	Ampliación: Cerro Verde	
	Shougang Group Hierro Perú	Marcona	
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Suc. Perú	Quechua	
	Norsemont Perú S.A.C.	Constancia	
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa	
	Southern Peru Copper	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala y Cujajone	
	Barrick Misquichilca	Ampliación de Planta de lixiviación	
	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha	
	Río Alto	La Arena	
	Compañía Minera Milpo	Pukagaqa	
	Compañía Minera Milpo	Hilarión	
	Gold Fields La Cima	Cerro Corona	
	Sociedad Minera El Brocal S.A.	Colquijirca	
	Hidrocarburos	Perú LNG	Camisea II
		Savia Perú (Petro-Tech)	Lote Z-2B
		Perenco Peru Limited	Exploración Lote 67 / Oleoducto
Kuntur Transportadora de Gas		Gasoducto Andino del Sur	
Pluspetrol		Ampliación Malvinas	
Petrobras		Exploración, explotación de petróleo y gas	
Transportadora de Gas del Perú		Ampliación Capacidad de transporte de Gas	
Cálida Gas Natural del Perú		Ampliación de Red Principal	
Transcogas Perú		Gasoducto de Ica	
Kallpa Generación S.A.		Central Hidroeléctrica Cerro del Águila	
Fenix Power Perú SA		Planta Térmica (gas natural ciclo combinado)	
Odebrecht		Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla	
Electricidad	Kallpa Generación S.A.	Kallpa IV	
	SN Power	Central Hidroeléctrica Cheves	
	Abengoa Perú	Carhuamayo – Paragsha – Conococha – Huallanca – Cajamarca – Cerro Corona – Carhuauquero	
	Luz del Sur	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	
	Asa Iberoamérica	Línea de transmisión Chilca-Marcona-Montalvo	
	Interconexión Eléctrica (ISA)	Línea de Transmisión Zapallal (Lima - Trujillo)	
	Luz del Sur	Central Hidroeléctrica Santa Teresa	
	Técnicas Reunidas	Modernización Refinería de Talara	
	Vale do Rio Doce (CVRD)	Fosfatos de Bayóvar	
	Cementos Yura	Planta cementera	
Industrial	Votorantim Metais - Cajamarquilla S.A.	Ampliación Refinería Cajamarquilla	
	Aceros Arequipa	Ampliaciones y modernización de planta	
	Cementos Pacasmayo	Planta de Fosfatos	
	Backus & Johnston	Ampliaciones de planta	
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada	
	Cementos Portland	Planta cementera	
	Cementos Andino	Ampliación planta en Tarma	
	Dubai Ports World Callao	Muelle Sur	
	Conirsa	IIRSA Sur: Tramo 2	
	OAS S.R.L.	Vía expresa, Línea Amarilla	
	Odebrecht	IIRSA SUR Tramo 3: Inambari - Iñapari	
	Intersur	IIRSA SUR Tramo 4: Azángaro - Inambari	
Infraestructura	Chancay Port	Megapuerto Multipropósitos	
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4	
	COVISOL	Autopista del Sol	
	Odebrecht	IIRSA Norte Tramo Paita Yurimaguas	
	Santa Sofía Puertos	Puerto en Ancón	
	Tren Eléctrico Lima	Tren eléctrico	
	Covi Peru	Red Vial N° 6: Pucusana - Cerro Azul - Ica	
	Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)	Ampliación Puerto Paita	
	Odebrecht	IIRSA SUR: Tramo 5: Matarani - Azángaro	
	ACS Servicios, Comunicaciones y Energía	Planta de Tratamiento La Taboada	
	Odebrecht	Trasvase Olmos	
	Otros Sectores	NDG Perú	Proyectos inmobiliarios
Telefónica del Perú		Ampliación de red móvil y banda ancha	
Telmex		Nuevos Servicios	
Maple Etanol SRL		Planta de Etanol	

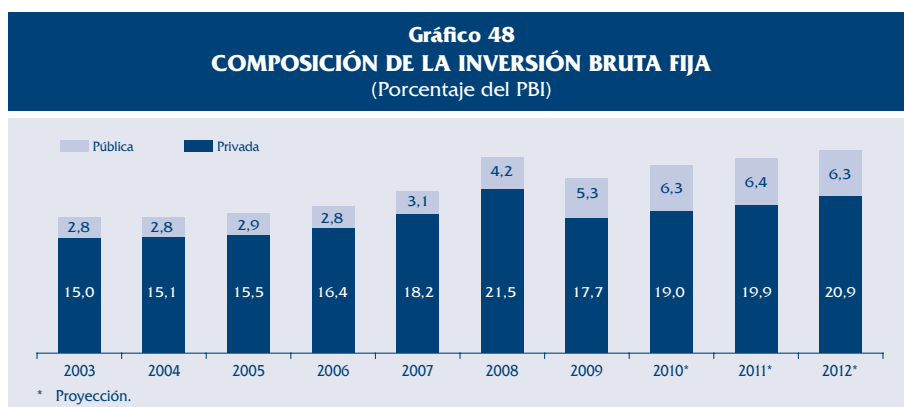
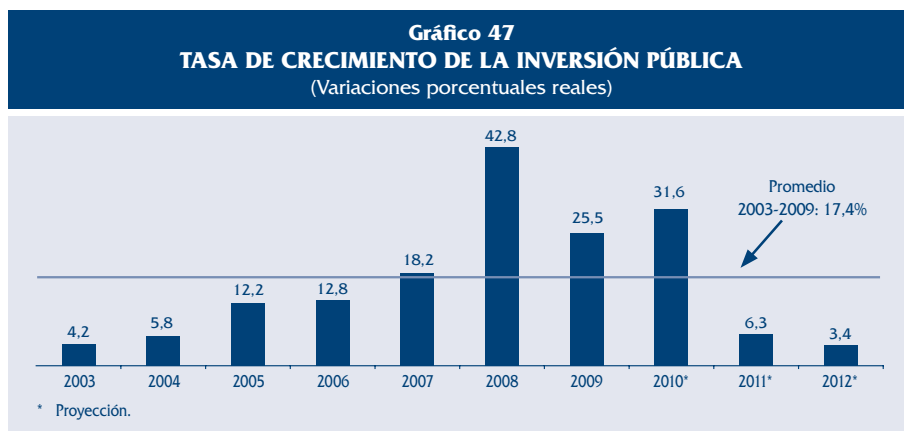
Fuente: Medios de prensa e información de empresas.





47. Se ha revisado al alza la proyección del gasto público para el año 2010, tanto por el lado del consumo público como de la inversión pública. Para el 2011 se mantiene la tasa de expansión del gasto público y para el 2012 se contempla un menor crecimiento del gasto público, asociada a un menor incremento de la inversión pública.

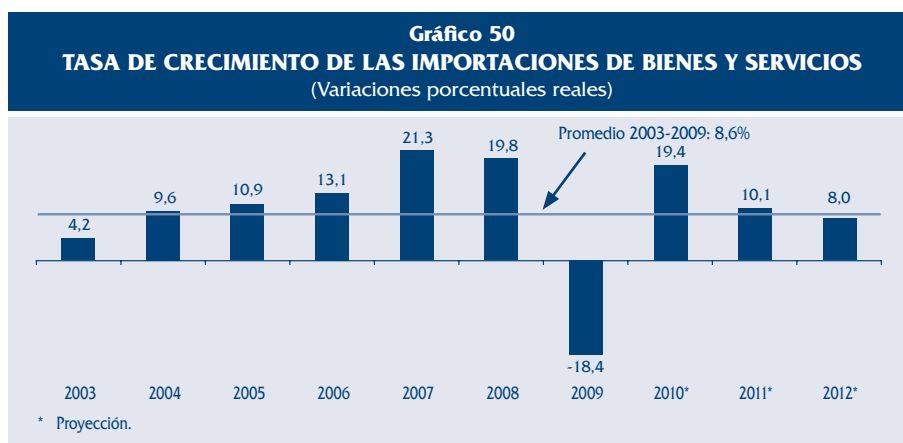
El crecimiento de la inversión pública en 2010 sería de 31,6 por ciento mientras que para 2011 y 2012 se proyectan aumentos de 6,3 y 3,4 por ciento, respectivamente.



48. Para los años 2010 y 2011 se proyecta un menor crecimiento de las exportaciones reales de bienes y servicios respecto a lo previsto en el Reporte de junio debido al menor volumen de exportaciones tradicionales. Para el año 2012 las exportaciones mostrarían una mayor recuperación considerando 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. Para 2010 se prevé una mayor aceleración de las importaciones reales de bienes y servicios consistente con el actual escenario de una más rápida recuperación del ritmo de crecimiento del producto, particularmente de la inversión privada. Para 2011 y 2012, las importaciones crecerían a tasas de 10,1 y 8,0 por ciento, respectivamente.

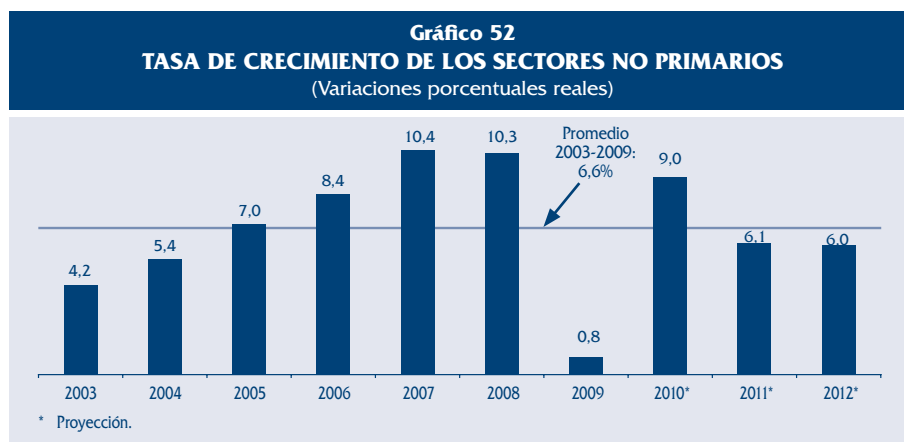
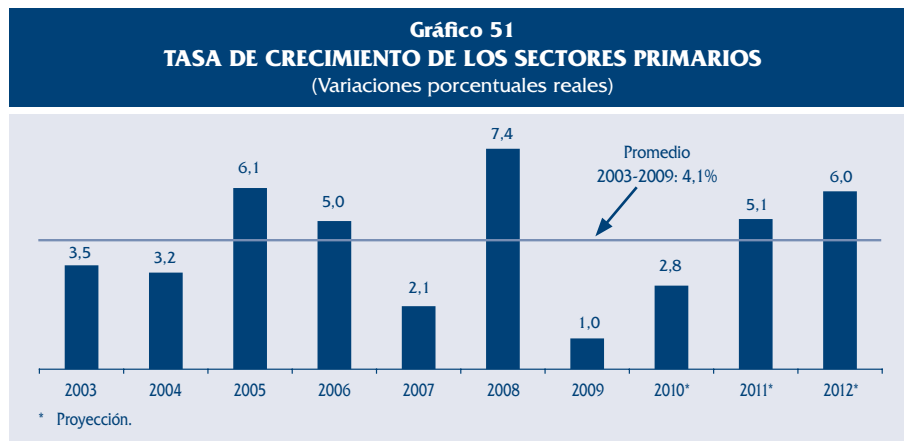




PBI por Sectores

50. En el primer semestre de 2010, en un contexto de una acelerada recuperación del dinamismo de la demanda interna, los **sectores no primarios** mostraron un importante repunte, con una tasa de crecimiento de 9,7 por ciento. Dentro de este resultado, destaca la recuperación de la manufactura no primaria (15,8 por ciento) tras dos semestres de registrar variaciones negativas. Asimismo, la construcción recuperó el dinamismo de los semestres previos a la agudización de la crisis financiera internacional, al registrar una expansión de dos dígitos (19,2 por ciento).

Por su parte, los **sectores primarios** registraron un leve incremento de 1,5 por ciento, en un escenario de caídas en pesca, manufactura de procesamiento de recursos primarios y minería metálica. El sector agropecuario fue el único que creció (4,6 por ciento).



CUADRO 18
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010*			2011*		2012*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
Agropecuario	2,4	2,3	4,6	4,2	4,4	3,5	3,5	4,7	4,7
Agrícola	1,1	0,9	4,7	4,4	4,4	3,3	3,3	4,8	4,8
Pecuario	4,9	4,4	4,5	3,8	4,3	4,3	4,3	4,7	4,7
Pesca	-5,4	-7,9	-11,1	-1,7	-4,0	5,3	5,4	2,6	2,6
Minería e hidrocarburos	2,1	0,6	0,6	1,4	1,8	7,0	7,1	8,5	8,5
Minería metálica	-0,1	-1,4	-1,5	-2,4	-2,4	4,6	4,7	10,0	10,0
Hidrocarburos	23,2	16,1	16,4	29,2	32,3	20,6	20,2	1,1	1,1
Manufactura	-8,0	-7,2	12,2	10,7	12,9	5,9	5,9	5,8	5,8
Recursos primarios	3,0	0,0	-3,8	2,5	1,8	5,3	5,4	4,9	4,9
Manufactura no primaria	-10,2	-8,5	15,8	12,3	15,1	6,0	6,0	6,0	6,0
Electricidad y agua	0,8	1,2	7,5	6,6	7,6	5,3	5,3	5,3	5,3
Construcción	1,9	6,1	19,2	13,9	14,4	9,3	9,3	12,0	12,0
Comercio	-1,0	-0,4	9,6	8,3	8,7	5,6	5,6	5,7	5,7
Otros servicios	2,7	3,1	7,0	5,1	6,9	5,9	5,9	5,2	5,2
PRODUCTO BRUTO INTERNO	0,3	0,9	8,2	6,6	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Primario	2,2	1,0	1,5	2,8	2,8	5,1	5,1	6,0	6,0
No Primario	-0,1	0,8	9,7	7,4	9,0	6,1	6,1	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.

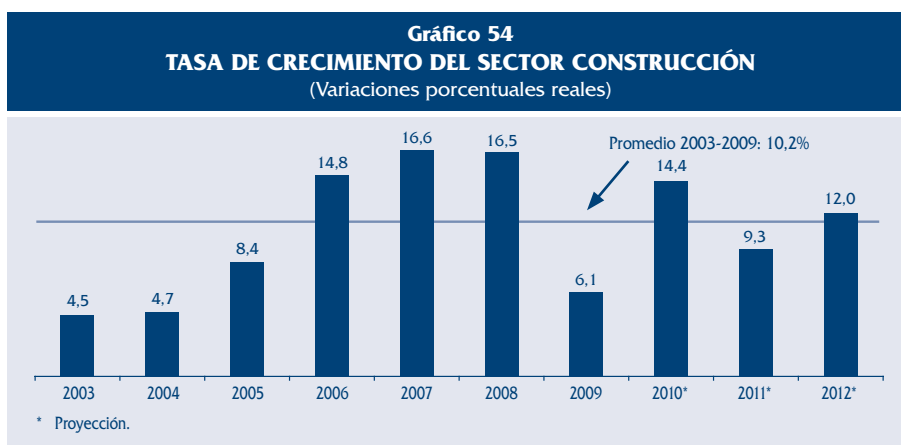
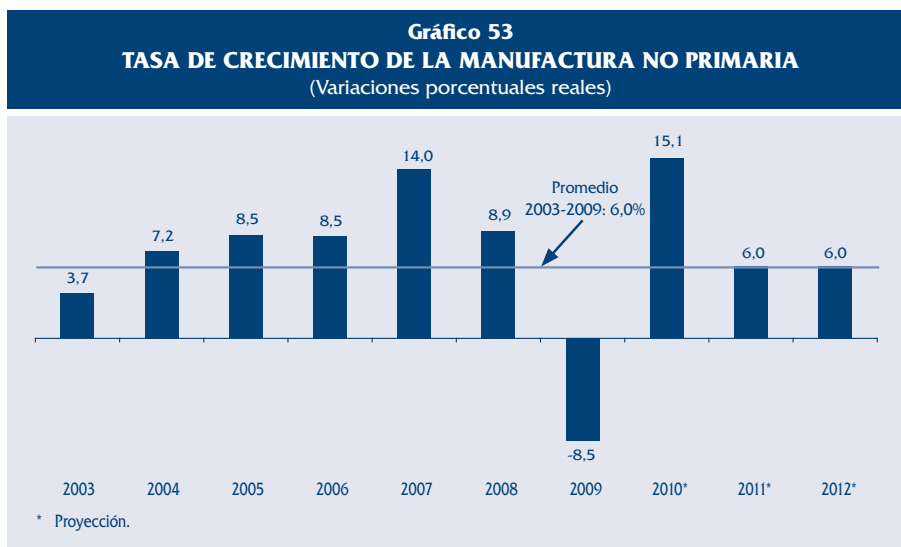
* Proyección.

51. La revisión al alza del crecimiento del PBI en 2010, de 6,6 por ciento a 8,0 por ciento, contempla un significativo aumento en el dinamismo de los sectores no primarios, dada la ejecución del primer semestre. La tasa de crecimiento de los sectores no primarios pasaría de 7,4 por ciento (previsto en el Reporte anterior) a una tasa de 9,0 por ciento en el actual Reporte, lo que a su vez es consistente con el mayor crecimiento considerado de la demanda interna. Por su parte, los sectores primarios contemplan un crecimiento de 2,8 por ciento producto de la mayor actividad del sub sector pecuario, la cual compensaría la mayor caída prevista en la minería metálica y la menor expansión del sub sector agrícola y del procesamiento de recursos primarios, considerando la ejecución del primer semestre.





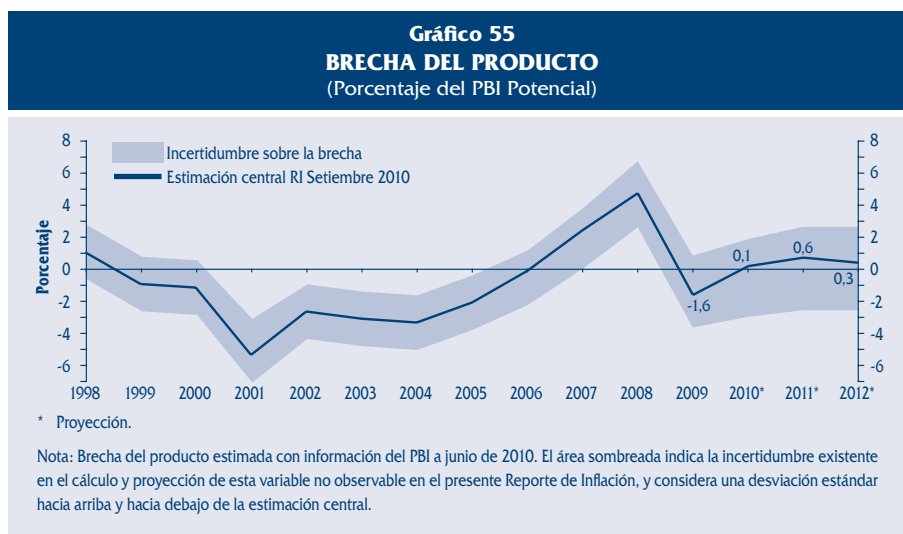
Para los años siguientes se espera una significativa recuperación de los sectores primarios, lo cual asume condiciones climáticas normales para la actividad agrícola y la pesca, así como un repunte del sector minero en el año 2012. Por el lado de los sectores no primarios se contempla una estabilización de la tasa de crecimiento alrededor de 6 por ciento anual, con un sector construcción liderando la dinámica, lo cual es consistente con el ritmo esperado de expansión de la inversión privada.



Brecha del Producto

52. La nueva información disponible sobre la evolución de la actividad económica muestra que la brecha producto se estaría cerrando más rápido de lo esperado en el Reporte de Inflación de junio. Así, con esta nueva información se revisa al alza la proyección de brecha producto promedio, de -0,4 a una brecha nula para 2010 y ligeramente positiva para 2011. La brecha del producto es el indicador agregado de las presiones de demanda inflacionarias. Una brecha de cero nos indica que la

actividad económica está creciendo a su nivel potencial o tendencial, sin generar presiones inflacionarias de demanda.



RECUADRO 2

PERÚ: EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD Y AGENDA PENDIENTE

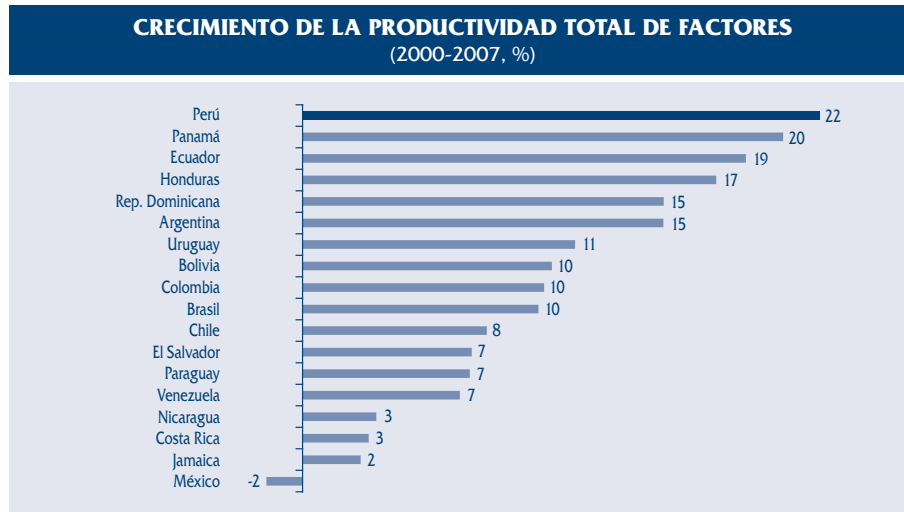
Mediante el ejercicio de contabilidad de crecimiento, la tasa de crecimiento de un país puede ser dividida en las contribuciones de tres factores productivos agregados: trabajo, capital y productividad total de factores (PTF). El factor trabajo refleja tendencias demográficas y del mercado laboral mientras que el factor capital captura la acumulación de los gastos de inversión en capital productivo. La PTF, por su parte, es una medida de la eficiencia en el uso de los factores productivos mencionados.

Sobre la base de información macroeconómica comparable internacionalmente (*World Development Indicators*, del Banco Mundial y; *Penn World Table* 6.3, de la Universidad de Pensilvania², disponible hasta el año 2007), se realizó un ejercicio de contabilidad de crecimiento con el objetivo de comparar la evolución de la productividad en los países de América Latina y el Caribe en lo que va de la presente década (2000-2007)³.

2 A. Heston, Summers R & Aten B, *Penn World Table* 6.3, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania (2009).

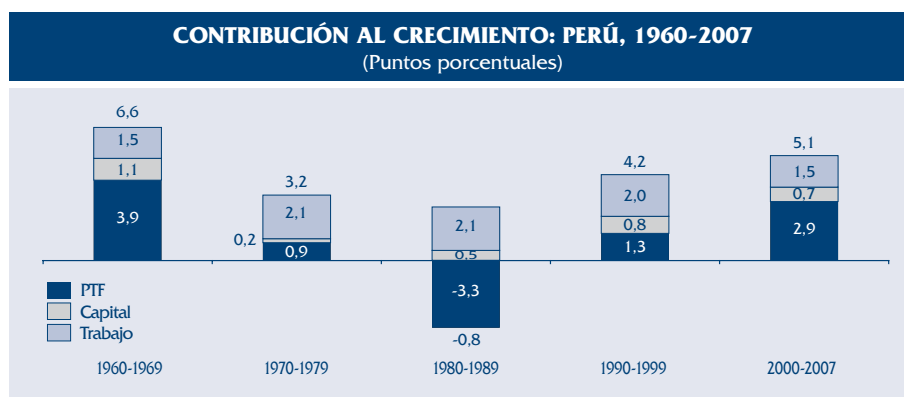
3 Para realizar la comparación internacional, el ejercicio asume tecnología homogénea entre países (función Cobb-Douglas con retornos constantes a escala), parámetros tecnológicos estándar para todos los países analizados (elasticidad PBI con respecto al stock de capital = 0,33 y tasa de depreciación = 0,07) y stock capital estimado mediante el método de inventarios perpetuos y la metodología de Easterly y Levine (2001) para el cálculo del stock inicial. Estos supuestos coinciden con los utilizados en el documento "On the Role of Productivity and Factor Accumulation in Economic Development in Latin America" (BID, 2010). De otro lado, el factor trabajo no incluye ajustes por capital humano debido a la falta de data de retorno educativo comparable entre países para el periodo analizado.





De acuerdo con estos cálculos, el Perú es el país con mayor crecimiento de productividad de la región con un aumento de la PTF de 22 por ciento entre 2000 y 2007 (2,9 por ciento anual)⁴. Así, el aumento de la PTF fue el principal contribuyente del crecimiento económico del país (55 por ciento) durante este periodo. El notable desempeño reciente de la productividad del Perú se explicaría por las externalidades positivas derivadas de la estabilidad macroeconómica, la creciente apertura comercial, la mayor profundización financiera, decreciente dolarización y la mayor inversión privada, entre otras razones.

No obstante, dado el irregular desempeño histórico de la PTF del Perú, la agenda pendiente para el crecimiento sostenible de la productividad es todavía amplia. Como referencia, sobre la base del ejercicio de contabilidad de crecimiento señalado, la evidencia sugiere que la PTF peruana creció a una tasa promedio anual de 1,0 por ciento desde 1960, resultado de la errática evolución histórica de esta variable (acentuada durante la década de 1980 con la reducción a una tasa negativa de 3,3 por ciento anual).



4 Se incluye países de la región con una población superior a 1 millón de habitantes (18 naciones).

Considerando diversos diagnósticos internacionales de determinantes del crecimiento⁵, la agenda pendiente de política incluye reformas en seis áreas estructurales que complementen los avances logrados:

- i. Fortalecer la institucionalidad del país, lo que incluye factores como estabilidad política, derechos de propiedad, solución de conflictos judiciales, entre otros.
- ii. Reducir las brechas de infraestructura física.
- iii. Mejorar la provisión de servicios de salud.
- iv. Elevar la calidad de la educación básica y superior.
- v. Aumentar la flexibilización del mercado laboral y promover la capacitación laboral.
- vi. Fomentar la capacidad de adopción tecnológica y la inversión en Investigación y Desarrollo.

5 *Global Competitiveness Report 2009-10* (Foro Económico Mundial) y *Doing Business 2010* (Banco Mundial), entre otros.

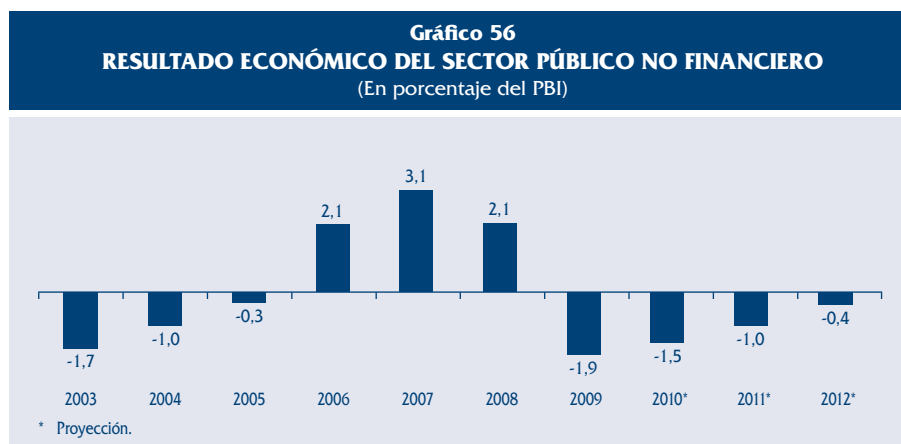




IV. Finanzas Públicas

53. El escenario central de proyección considera que el impulso fiscal, indicador de la posición fiscal en el ciclo económico, continuaría siendo positivo este año. No obstante que el mayor ritmo de actividad económica y el aumento de importaciones se tradujo en una mayor recaudación, el gasto real del gobierno general se incrementó también respecto a lo contemplado en el Reporte de junio de 9,8 a 12,3 por ciento. Esto ha llevado a reducir ligeramente el estimado de déficit fiscal de 1,6 a 1,5 por ciento para 2010, a pesar que la evolución del impulso fiscal muestra un incremento de 0,8 puntos del PBI estimado en el Reporte anterior a 1,2 puntos del producto en el presente Reporte.

Para 2011 y 2012 se contempla un déficit fiscal del orden de 1,0 y 0,4 por ciento, respectivamente. Los resultados fiscales de estos años son consistentes con el retiro del estímulo fiscal y con una reducción de la deuda pública como porcentaje del PBI a 20 por ciento del producto para el año 2012, contribuyendo de esta forma a la mejora de la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas.



54. Las reglas macrofiscales referidas al déficit y crecimiento del gasto público (déficit no mayor al 1 por ciento y un crecimiento del gasto de consumo menor al 4 por ciento) fueron suspendidas durante 2009 y 2010 en aplicación de la Ley N° 29368 (29 de mayo de 2009). En consecuencia, y de manera excepcional, en el año 2010, el déficit no debe ser mayor al 2 por ciento, en tanto que el crecimiento del gasto de consumo del gobierno central debe ser menor a 8 por ciento. Para alcanzar el cumplimiento de esta meta de gasto, el gobierno aprobó un conjunto de medidas que alcanzaban a las entidades del gobierno nacional (Decreto de Urgencia 037-2010). Se estableció, asimismo, que los pliegos del Gobierno Regional y Gobierno Local deberían aprobar medidas orientadas a reducir el gasto corriente en materia de bienes y servicios.

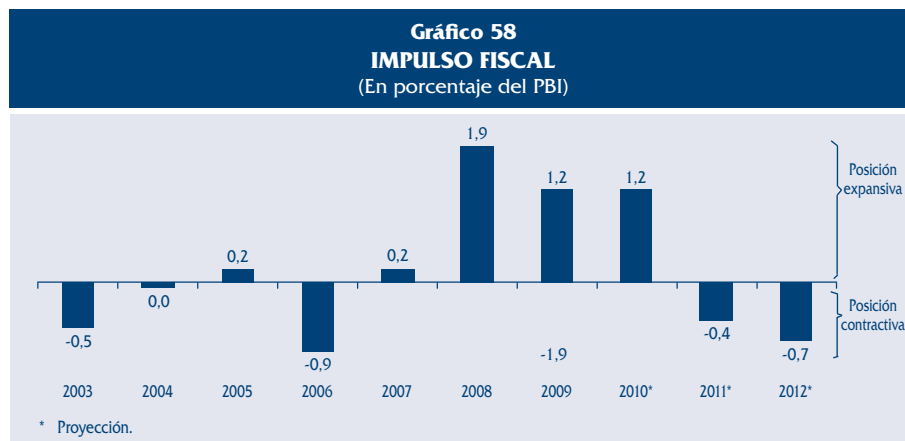
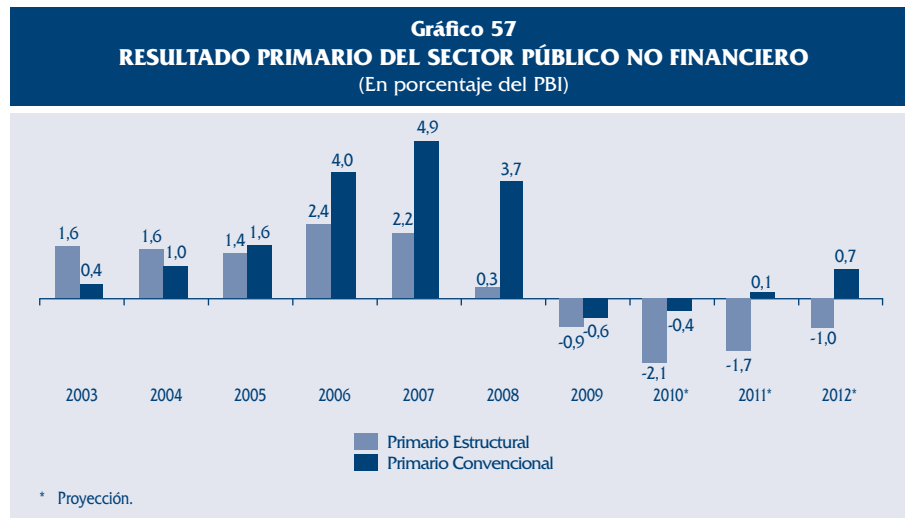
CUADRO 19
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2009	2010*		2011*		2012*	
		RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
1. Ingresos corrientes del Gobierno General 1/	18,6	19,5	19,7	19,7	20,0	19,9	20,1
Variación % real	-11,3	14,0	16,6	6,2	6,5	6,6	5,8
2. Gastos no financieros del Gobierno General	19,6	19,8	19,9	19,4	19,8	19,0	19,3
Variación % real	12,7	9,8	12,3	3,2	4,1	3,3	2,7
Del cual:							
a. Corriente	13,9	13,7	13,4	13,3	13,3	12,9	13,0
Variación % real	4,4	7,1	6,8	2,2	3,7	2,3	2,9
b. Formación bruta de capital 2/	5,2	5,7	6,1	5,9	6,1	5,9	5,9
Variación % real	32,5	18,7	28,8	8,5	5,1	5,6	2,4
3. Otros	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
4. Resultado Primario (1-2+3)	-0,6	-0,2	-0,4	0,3	0,1	0,9	0,7
5. Intereses	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,3	1,1
6. Resultado Económico	-1,9	-1,6	-1,5	-1,0	-1,0	-0,4	-0,4
Nota:							
Ingresos corrientes del Gobierno Central 1/	15,9	17,0	17,1	17,1	17,3	17,3	17,4
Gastos no financieros del Gobierno Central	16,6	16,9	16,8	16,5	16,9	16,3	16,8
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.							
2/ 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.							

Impulso fiscal

55. El indicador que permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico y de los términos de intercambio es el impulso fiscal, que se determina como el cambio en el resultado primario estructural. El resultado primario estructural se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. En 2010, la política fiscal continúa siendo expansiva como consecuencia de la ejecución del Plan de Estímulo Económico (PEE). Para los años 2011 y 2012 se esperaría más bien una posición fiscal contracíclica, consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público hacia valores más sostenibles de largo plazo. Considerando que el crecimiento del gasto público proyectado para 2010 es mayor respecto a lo previsto en el Reporte de junio, el impulso fiscal se elevaría de 0,8 a 1,2 puntos porcentuales en este Reporte, similar al impulso que se tuvo en 2009.





Evolución de los ingresos fiscales

56. Durante el primer semestre de 2010 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 20,7 por ciento del PBI, lo que representó un incremento de 19,3 por ciento en términos reales. El crecimiento se produjo tanto del lado de los ingresos tributarios (22 por ciento) cuanto por los no tributarios (16 por ciento). Los más importantes impuestos que sustentan la recaudación del Tesoro Público (el Impuesto a la Renta, el Impuesto General a las Ventas y el Impuesto Selectivo al Consumo) registraron tasas de crecimiento de dos dígitos en todos los casos. Por el lado de los ingresos no tributarios fueron importantes los mayores ingresos por canon y regalías petroleras.

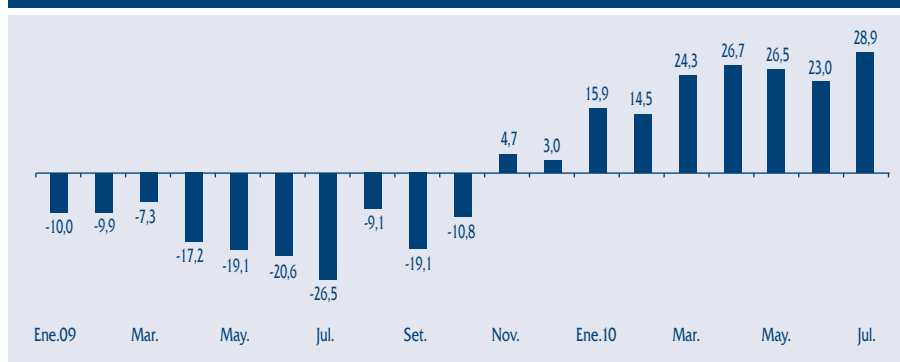
CUADRO 20
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL
 (En porcentaje del PBI)

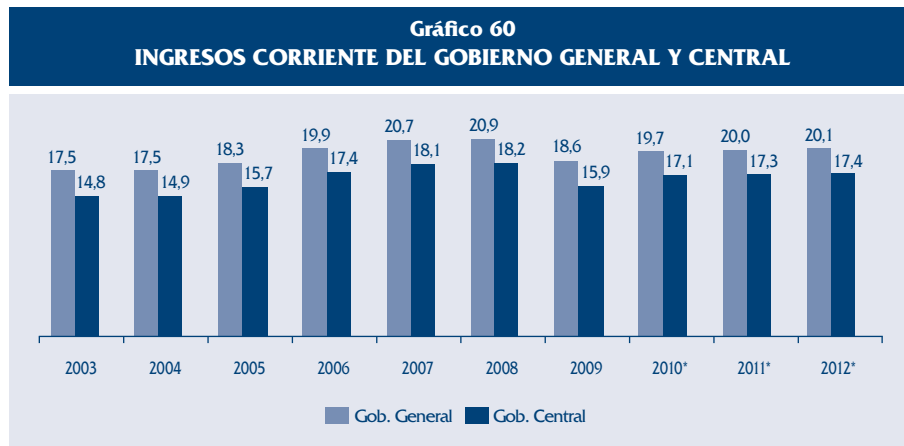
	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*
Impuesto a la renta	6,1	6,8	6,5	5,3	6,0	5,8	5,8
Impuesto General a las Ventas	7,1	7,5	8,5	7,7	8,2	8,4	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,3	1,3	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2
Impuesto a las importaciones	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos tributarios	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
Devoluciones de impuestos	-1,6	-1,8	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Total	15,0	15,6	15,6	13,8	14,9	15,2	15,3

* Proyección.

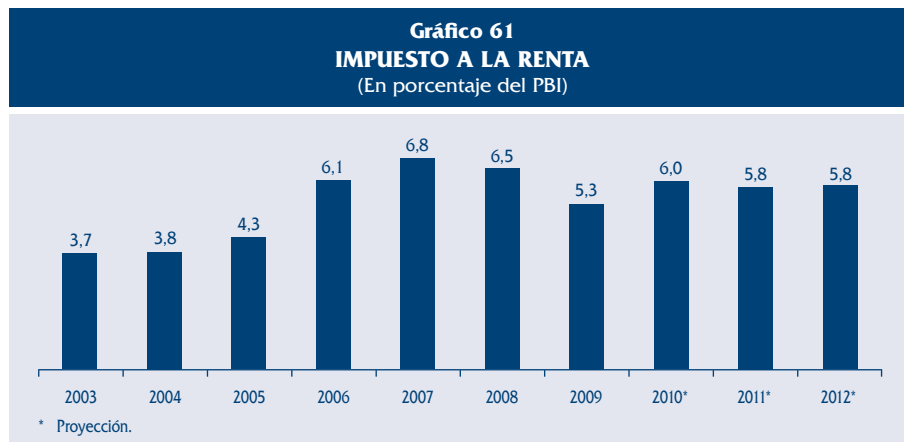
57. Para el año 2010 se ha revisado al alza la proyección de los ingresos del gobierno general como consecuencia del mayor dinamismo de la demanda interna y de los mayores precios de nuestros productos de exportación. Así, para 2010 se estima que los ingresos del gobierno general asciendan a 19,7 por ciento del PBI, 1,1 puntos porcentuales más que 2009, lo que implica un crecimiento real de 16,6 por ciento (14,0 por ciento en el Reporte de Inflación de junio). Durante el primer semestre se apreció un crecimiento a tasas de dos dígitos del Impuesto General a las Ventas y del Impuesto a la Renta.

Gráfico 59
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO NACIONAL
 (Variaciones porcentuales reales)

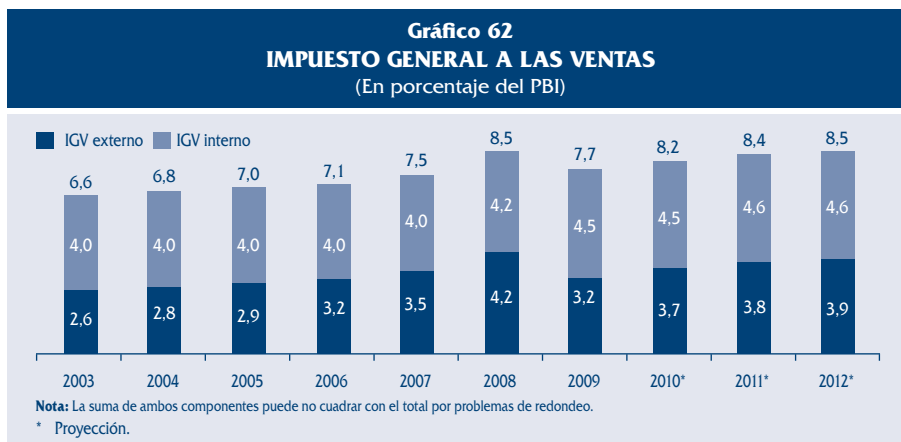




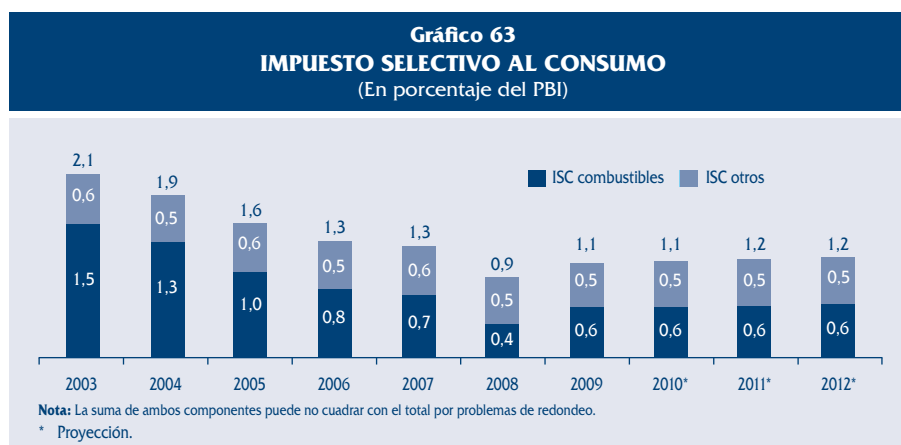
58. En 2010 el Impuesto a la Renta registraría una recuperación de 0,7 puntos del PBI producto de los mayores pagos por concepto de regularización, así como por los mayores pagos a cuenta por personas jurídicas, principalmente del sector minero, ante la mejora en los precios de los minerales de exportación. Contribuiría en este mismo sentido la disminución en el uso de saldos a favor que disponen los contribuyentes para el pago de impuestos.



59. El Impuesto General a las Ventas (IGV), nuestro principal ingreso tributario, ascendería a 8,2 por ciento del PBI para el año 2010, 0,5 puntos porcentuales adicionales a lo registrado en 2009 como consecuencia, tanto, de las mayores ventas gravadas por la recuperación del nivel de actividad y la reposición de inventarios de las empresas, cuanto por las mayores importaciones.



60. El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) permanecería en niveles de 1,1 por ciento del PBI en 2010, aunque con una variación real positiva de 13 por ciento. Cabe mencionar que desde enero del presente año entró en vigencia la norma que obliga usar combustible vehicular Diesel B2-S50 en sustitución del Diesel B2 en los vehículos de Lima Metropolitana, lo que en la práctica supone una menor tasa del ISC (S/. 1,24 por galón del nuevo combustible bajo en azufre, en lugar de S/. 1,44 del Diesel B).



61. Para los años 2011 y 2012 se estiman mayores ingresos corrientes del gobierno general de 20,0 y 20,1 por ciento del producto, respectivamente, niveles que son consistentes con el dinamismo que la actividad económica mostraría en los siguientes años, así como con las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación.





Evolución de los gastos fiscales

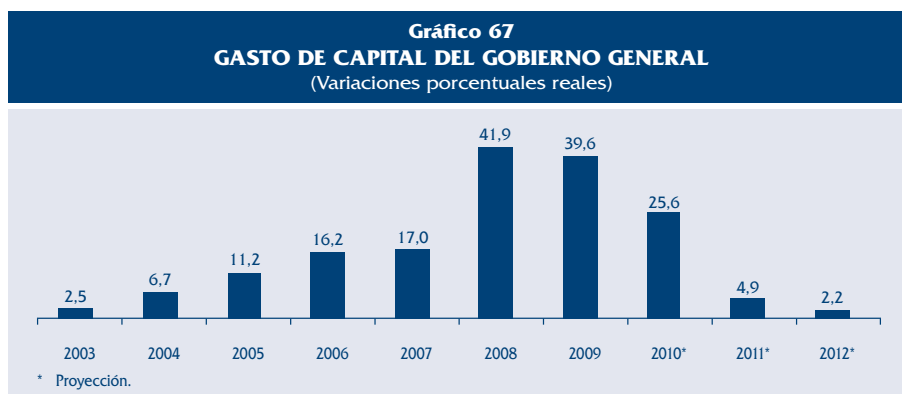
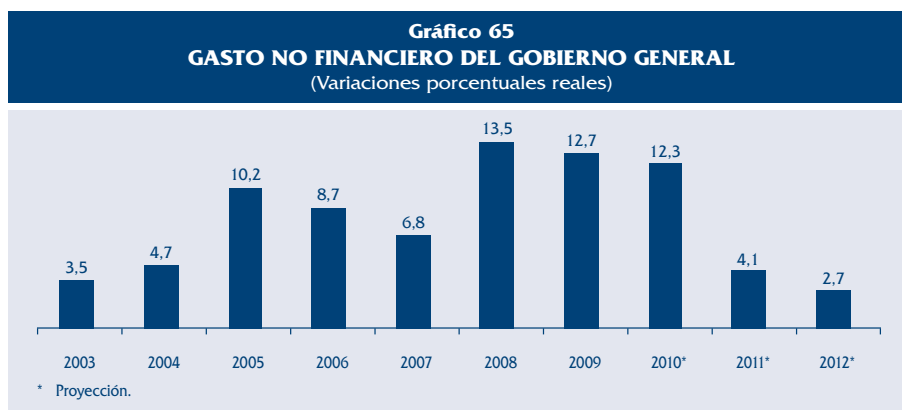
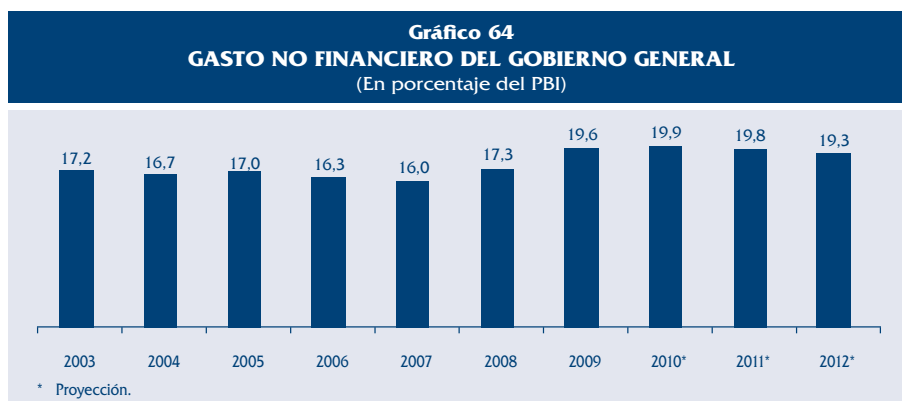
62. En el primer semestre de 2010 el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 16,9 por ciento del producto, lo que equivalió a un crecimiento del 15 por ciento en términos reales. Esta variación, vista por grupo de gasto, se divide en 7 por ciento para el gasto corriente y 40 por ciento para la formación bruta de capital. Cabe precisar, sin embargo, que si se deduce el efecto de las transferencias al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo, tanto del primer semestre de este año (S/. 475 millones) cuanto del primer semestre del año pasado (S/. 1 000 millones) el incremento del gasto no financiero total sería de 17 por ciento y el del gasto corriente pasaría a ser 10 por ciento en términos reales.

Por niveles de gobierno, el gasto no financiero de los gobiernos locales creció por encima del promedio (17 por ciento), en tanto que el gobierno nacional y los gobiernos regionales lo hicieron a una tasa menor (14 por ciento en ambos casos).

63. En concordancia con la revisión de agosto del Marco Macroeconómico Multianual se ha revisado la proyección de crecimiento del gasto real no financiero del gobierno general hacia arriba alcanzando un nivel de 19,9 por ciento del PBI en 2010, 0,3 puntos porcentuales más que en 2009, lo que implica un crecimiento de 12,3 por ciento en términos reales (9,8 por ciento en el Reporte de junio). Se asume una desaceleración en el ritmo de crecimiento del gasto que pasaría de 15 por ciento en el primer semestre a 11 por ciento en el segundo.

64. Para contribuir a alcanzar la meta de gasto de este año, el gobierno aprobó en el mes de mayo un conjunto de medidas de carácter obligatorio para las entidades del gobierno nacional (Decreto de Urgencia 037-2010), según las cuales el gasto devengado en bienes y servicios en 2010 no podrá ser mayor al 3 por ciento para estas entidades, así como también sólo podrán ejecutar hasta el 25 por ciento de lo destinado a los proyectos, que a la fecha de publicación de la norma, tengan una ejecución nula.

65. Para los años 2011 y 2012 se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 4 y 3 por ciento, respectivamente. Este crecimiento es menor al de 2010, año en el que aún se ejecutó parte del Plan de Estímulo Económico (PEE), considerando los efectos del término del PEE y la entrada en vigor nuevamente de las reglas fiscales sobre déficit fiscal y crecimiento del gasto contenidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP). Allí se señala que el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor de 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios.



**Requerimiento financiero**

66. El requerimiento de financiamiento para el sector público en el año 2010 ascendería a US\$ 4 047 millones, monto consistente con el déficit fiscal del año, 1,5 por ciento del PBI. Para los años 2011 y 2012 se proyectan requerimientos de US\$ 3 344 millones y US\$ 2 530 millones, respectivamente, montos que se cubrirían tanto por fuentes externas, cuanto por internas.

CUADRO 21
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2009	2010*		2011*		2012*	
		RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
I. Usos	3 838	3 688	4 047	3 231	3 344	2 452	2 530
1. Amortización	1 218	1 435	1 653	1 628	1 593	1 773	1 758
a. Externa	950	967	962	967	971	1 334	1 338
b. Interna	268	469	690	661	622	439	420
Del cual: Bonos de Reconocimiento	91	208	324	305	294	273	241
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	2 620	2 253	2 394	1 602	1 751	679	773
II. Fuentes	3 838	3 688	4 047	3 231	3 344	2 452	2 530
1. Externas	1 127	1 503	1 433	1 375	1 282	1 188	1 202
2. Bonos 2/	1 854	1 104	1 144	1 366	894	702	727
3. Internas 3/	857	1 082	1 471	490	1 169	561	601
Nota:							
Saldo de deuda pública bruta							
En millones de US\$	33 827	34 447	34 427	35 842	35 384	36 156	35 884
En porcentaje del PBI	26,6	23,4	22,7	22,9	21,5	21,2	20,0
Saldo de deuda neta 4/							
En millones de US\$	17 290	19 093	18 213	20 598	19 935	21 087	20 583
En porcentaje del PBI	13,6	13,0	12,0	13,2	12,1	12,4	11,5

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.

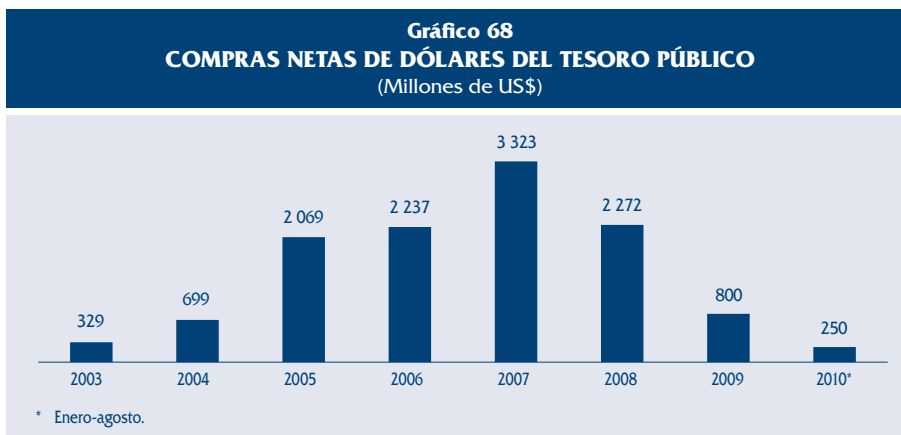
2/ Incluye bonos internos y externos.

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.

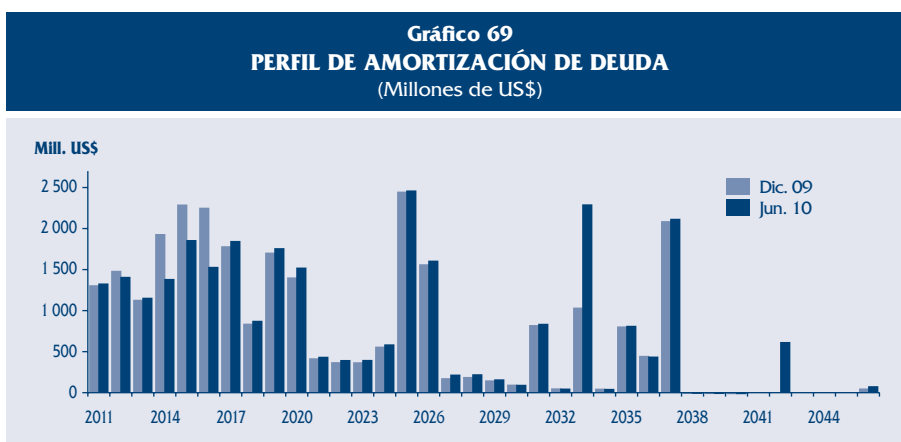
67. La demanda de moneda extranjera por parte del fisco ha sido de US\$ 250 millones en lo que va del año, monto mucho menor al promedio de los últimos 5 años (US\$ 2 140 millones).



68. En agosto de 2010 se realizó una operación de intercambio de bonos soberanos en el mercado doméstico. Los bonos sujetos al canje vencían en 2011, 2012, 2016 y 2017 y fueron intercambiados por bonos soberanos con redención en el año 2020. Se acogieron a este intercambio de deuda un total de S/ 1 516 millones, 46,4 por ciento del monto ofertado, y se entregaron S/. 1 494 millones de bonos soberanos 2020.

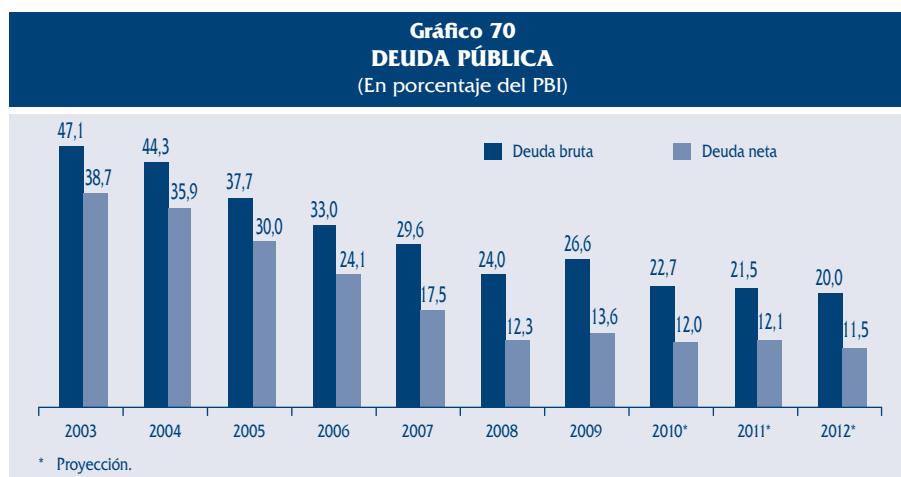
El principal objetivo de esta operación de administración de deuda fue reducir el número de puntos de referencia en la curva de rendimiento a tasa fija y consolidar la liquidez de bonos con vencimiento a 10 años. Asimismo, se ha logrado reducir el servicio por amortizaciones para los próximos años. Cabe destacar que el 36,3 por ciento de total intercambiado fue realizado por inversionistas extranjeros.

69. A lo largo del año se han efectuado dos intercambios de deuda, el que se menciona en el párrafo anterior, y el efectuado en abril, mediante el cual se intercambió y recompró US\$ 1 800 millones de bonos globales. Como resultado de ambas operaciones se ha reducido la concentración de pagos, especialmente durante los años 2014-2017, sustituyéndose estas cancelaciones de deuda por deudas con maduración en los años 2020 y 2033.





70. Se estima que los ratios de deuda bruta y neta continuarán reduciéndose en los próximos años llegando a niveles de 20,0 por ciento para la deuda bruta y 11,5 por ciento para la deuda neta en 2012 como resultado de la reducción del déficit fiscal y del crecimiento de la actividad económica.



RECUADRO 3 RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL E IMPULSO FISCAL

El resultado económico estructural es un indicador que permite analizar la posición de la política fiscal. A diferencia del resultado económico convencional excluye los efectos tanto de las decisiones discrecionales de la política fiscal como de las condiciones económicas que afectan la recaudación y los gastos del gobierno.

En el caso de economías pequeñas y abiertas productoras de *commodities*, las cuentas fiscales reflejan, además del ciclo de la economía doméstica, la volatilidad de las cotizaciones internacionales de los productos de exportación la cual se traslada a las cuentas del gobierno a través del impacto en la recaudación de ingresos fiscales (impuestos y regalías por ejemplo) provenientes de esas actividades.

Un factor específico que se tendría que considerar, en el caso del Perú, está referido al impacto presupuestal del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), el cual se registra en base de caja, es decir, en el momento en que éste es pagado a las empresas y no cuando se devenga en la forma de menores precios finales a los consumidores.

Teniendo en cuenta estos factores, el Resultado Económico Estructural se define como aquél que se obtendría cuando la actividad económica del país se encuentra en su nivel potencial; los precios internacionales de los principales productos de exportación (en el caso del Perú cotizaciones mineras y del crudo) se encuentran en un nivel “normal” o de “mediano plazo” y si el subsidio otorgado mediante el FEPC se registra en el gasto del gobierno en base devengada.

Una mejora del resultado estructural puede ser consecuencia de un aumento en los ingresos causado por medidas de política (aumento de las tasas, de la base o una mayor fiscalización tributaria) o de reducción de gastos, lo que equivale a una política fiscal menos expansiva o contractiva. De manera similar, una reducción del resultado económico estructural señalaría una posición expansiva de la política fiscal. El cambio en el resultado económico estructural es un indicador de la posición de la política fiscal respecto al ciclo económico y se conoce como “impulso fiscal”.

Es una variable no directamente observable que debe ser estimada a partir de información disponible. La metodología empleada consiste en ajustar los ingresos del gobierno general por desvíos del PBI respecto a su tendencia (brecha del PBI) y por desvíos de los precios de los minerales de exportación y del petróleo respecto de una media de largo plazo. Por su parte los gastos no financieros del gobierno general y el resultado primario de las empresas estatales se ajustan para reflejar en base devengada el impacto del FEPC.

Para ajustar los ingresos por la brecha del PBI se requiere un estimado de la elasticidad de la recaudación respecto al producto. Dicho estimado corresponde al promedio ponderado de las elasticidades de los principales componentes de los ingresos corrientes del gobierno general. Las elasticidades se estimaron para cada tipo de impuesto (Impuesto a la Renta, Impuesto General a las Ventas y otros ingresos).

El ajuste por ciclo económico asume que los ingresos corrientes del gobierno general reaccionan con elasticidad constante al PBI, por lo que el componente cíclico de los ingresos es:

$$Ajuste = R \left[\left(\frac{\bar{Y}}{Y} \right)^\beta - 1 \right]$$

Donde:

R Ingresos del gobierno general.

\bar{Y} Producto bruto interno de tendencia.

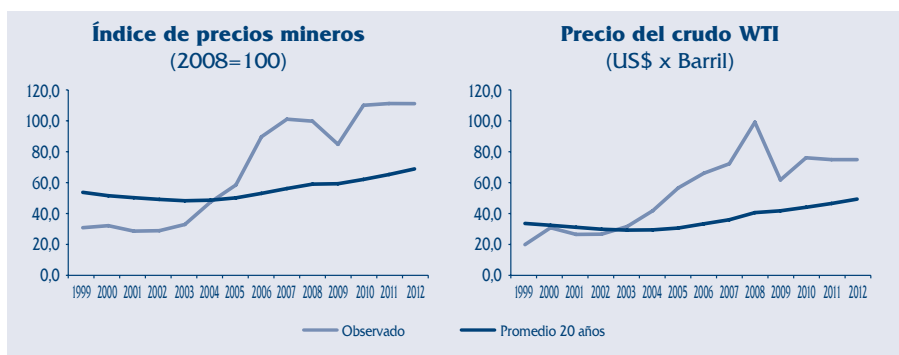
Y Producto bruto interno observado.

β Elasticidad de los ingresos corrientes respecto al PBI (1,09).

El nivel de largo plazo de los precios de minerales y el petróleo⁶ corresponde al promedio de 20 años de los precios reales de estos productos. Estos precios reales se obtuvieron deflactando las cotizaciones nominales por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos. Este promedio es finalmente expresado en dólares corrientes, valor que corresponde al precio “normal” para cada año de la muestra. Así, el componente cíclico de los precios de exportación de minerales es la diferencia entre el precio observado y el precio “normal” o de referencia.

6 En el caso de las exportaciones de minerales el precio internacional es el precio implícito de exportación FOB, mientras que en el caso del petróleo el precio internacional es la cotización del crudo WTI.





Para hacer el ajuste por precios internacionales de minerales se considera el impacto de dichos precios sobre el Impuesto a la Renta proveniente de la actividad minera. En el caso del petróleo se considera el impacto sobre el Impuesto a la Renta del sector hidrocarburos y los ingresos provenientes de las regalías petroleras.

En cualquier año la recaudación (R_t) del Impuesto a la Renta incluye el pago a cuenta del ejercicio (PC_t) y la regularización del ejercicio anterior, la cual no es sino la diferencia entre la obligación tributaria generada el ejercicio anterior (G_{t-1}) y los correspondientes pagos a cuenta (PC_{t-1}). Así se puede escribir:

$$R_t = PC_t + (G_{t-1} - PC_{t-1})$$

Si consideramos que los pagos a cuenta y la obligación generada del impuesto dependen del nivel corriente de precios de los productos de exportación (IPX_t) y así como de su nivel de producción (Q_t), esta expresión indica que la recaudación del impuesto a la renta en cada periodo depende de los precios de exportación (IPX) del mismo periodo y del periodo anterior, entre otras variables (como el nivel de producción). Es decir, es posible escribir:

$$R_t = R(IPX_t, IPX_{t-1}, Q_t, Q_{t-1}, \dots)$$

En este ejercicio se emplearon ecuaciones⁷ que relacionan el pago a cuenta y el impuesto generado con los precios internacionales para estimar el ajuste. El ajuste por precios de exportación aplicado a las cuentas fiscales es la diferencia entre la recaudación teórica correspondiente a los precios internacionales observados (IPX_t) y la que corresponde a los precios promedio que se usan como referencia (\overline{IPX}_t), manteniendo constantes todas las demás variables.

7 Regresiones log-lineales entre la recaudación, los precios internacionales y el nivel de producción.

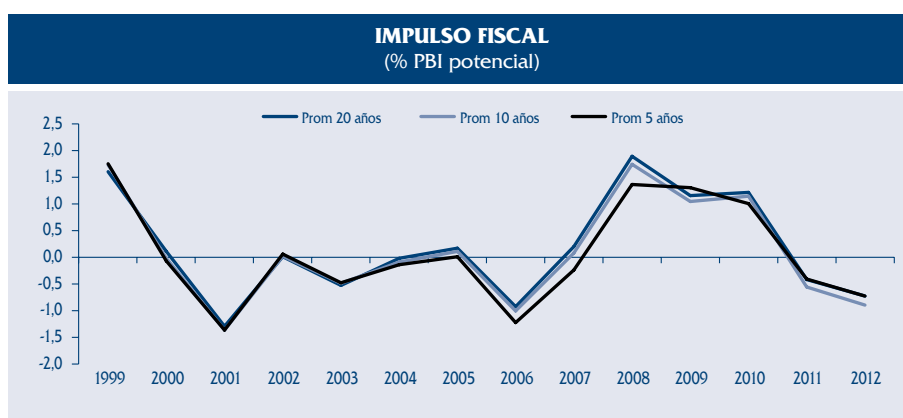
RESULTADO PRIMARIO ESTRUCTURAL DEL SPNF

(Porcentaje del PBI potencial)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. Resultado Primario convencional	5,0	3,8	-0,6	-0,4	0,1	0,7
2. Ajuste cíclico y mineras	-2,7	-3,5	-0,6	-1,6	-1,8	-1,7
por el ciclo	-0,5	-0,9	0,3	0,0	-0,1	-0,1
por mineras e hidrocarburos	-2,3	-2,5	-0,9	-1,6	-1,7	-1,6
3. Ajuste FEPC	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
4. Resultado Primario estructural	2,2	0,3	-0,9	-2,1	-1,7	-1,0
5. Impulso Fiscal (=Variación de -4)	0,2	1,9	1,2	1,2	-0,4	-0,7

Lo que muestra este cuadro es que entre 2008 y 2010 la política fiscal habría sido expansiva. En una coyuntura en que el nivel de actividad se encontraba por debajo del crecimiento potencial, como fue el caso del Perú en 2009 y hasta el primer semestre de 2010, se puede aplicar una política contracíclica. Para 2011 se espera un impulso fiscal negativo, lo que reflejaría principalmente la culminación del Plan de Estímulo Económico implementado desde el año 2009 y la intención de recuperar espacio fiscal para poder aplicar nuevamente políticas anticíclicas si la coyuntura internacional así lo requiere.

Cabe indicar que la medida de impulso fiscal es razonablemente robusta a cambios en la longitud del promedio móvil usado en la estimación. Si se utilizan medias móviles de 5, 10 ó 20 años, el estimado del impulso fiscal no cambia en forma sustancial, como se muestra en el siguiente gráfico.





RECUADRO 4 REGLAS FISCALES DE LOS GOBIERNOS LOCALES

Desde el año 2002 se han aprobado y aplicado importantes leyes para transferir competencias a los gobiernos subnacionales⁸. Un cierto grado de descentralización fiscal genera ganancias en eficiencia en la medida que acerque a los ciudadanos las decisiones sobre provisión de bienes públicos.

No obstante, el proceso de descentralización involucra riesgos tanto para la sostenibilidad de las finanzas públicas como para una adecuada asignación de recursos. En el primer caso, los riesgos están asociados a factores como un débil control sobre la acumulación de deuda subnacional, la ausencia de una estructura institucional adecuada para desarrollar, monitorear y aplicar la política de descentralización fiscal, y a una elevada dependencia de los gobiernos subnacionales de transferencias del gobierno nacional. En cuanto a la asignación de recursos, factores como la limitada capacidad de gestión en materia de prestación de servicios públicos y responsabilidades recientemente transferidas, así como la presencia de importantes diferencias regionales, pueden generar desequilibrios entre regiones y un mal uso de recursos fiscales.

Así, por ejemplo, entre 2006 y 2009 las transferencias intergubernamentales (canon, sobre canon y regalías) aumentaron por la mejora de los precios de exportación tradicional, lo que ha llevado a la acumulación de depósitos en algunos municipios y regiones. Estos cambios importantes en el nivel de transferencias, y la dificultad de regular, desde el gobierno nacional, el ritmo de uso de estos recursos, añaden una dimensión adicional al problema de diseño de una regla fiscal que asegure un manejo contracíclico de las finanzas públicas.

En este contexto, es importante la vigencia de reglas fiscales para los niveles subnacionales. Reglas de este tipo evitarán que los ajustes fiscales recaigan únicamente en el gobierno nacional y harían más predecible el comportamiento del gasto en regiones y municipios.

Reglas Subnacionales

Las reglas fiscales aplicables a los gobiernos subnacionales están establecidas en la Ley 27245, Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) y el Decreto Legislativo 955, Ley de Descentralización Fiscal (DF). Estas reglas consisten principalmente en límites a los ratios de stock y servicio de deuda sobre los ingresos corrientes netos, y el requerimiento de mantener la media móvil del resultado primario de tres años en un valor positivo.

8 Los gobiernos subnacionales, según la Cuenta General de la República 2008, conforman 26 gobiernos regionales y más de 1 842 gobiernos locales.

REGLAS FISCALES QUE DEBEN CUMPLIR LOS GOBIERNOS REGIONALES (GR) Y LOCALES (GL)		
REGLA	GENERAL ^{1/}	VIGENTE 2009-2010
LEY N° 27245 LEY DE RESPONSABILIDAD Y TRANSPARENCIA FISCAL (LRTF)		
R1. Saldo de deuda total / Ingresos corrientes netos	≤ 100%	≤ 120%
R2. Servicio de deuda total / ingresos corrientes netos	≤ 25%... en Región ≤ 30% en Municipio	≤ 30%... en Región ≤ 35% en gob. local
R3. Resultado primario (Promedio de los últimos 3 años)	≥ 0	> 0
DECRETO LEGISLATIVO N° 955 DESCENTRALIZACION FISCAL (DF)		
R4. Deuda de corto plazo (DCP) < respecto a ingresos corrientes netos	$DCP \leq \frac{IC}{12}$	DCP ≤ 25%IC... en Región DCP ≤ 30%IC... en gob. local
R5. Saldo de deuda total sin garantía / ingresos corrientes netos	≤ 45%	Suspendida
R6. Servicio de deuda sin garantía / ingresos corrientes netos	≤ 25%	Suspendida
R7. Límite de gasto no financiero (GNF) o gasto de consumo (GC)	$\frac{GNF_t - GNF_{t-1}}{GNF_{t-1}} \leq 3\% \text{ real}$	$\frac{GC_t - GC_{t-1}}{GC_{t-1}} \leq 4\% \text{ real}$
R8. Regla Final de Mandato	Prohíbe gasto corriente que implique compromiso de pago de la siguiente administración ^{2/}	Prohíbe gasto corriente que implique compromiso de pago de la siguiente administración ^{2/}
R9. Regla de Excepción, para gastos en atención a desastres naturales.	No se aplica la Regla R7	No se aplica la Regla R7

1/. Suspendida por D.U. 028-2009 (24 de febrero de 2009) y DU 108-2009 (9 de noviembre de 2009)

2/. Excepto pensiones.

Para los años 2009-2010, en el marco del Plan de Estímulo Económico, se flexibilizaron las reglas de ratios de saldo y servicio de deuda sobre ingresos corrientes, las de saldo y servicio de deuda sin garantía del gobierno nacional, suspendidas y la regla de límite de gasto fueron modificadas considerando esta vez el gasto en consumo (remuneraciones, bienes y servicios y pensiones) en lugar de gasto no financiero.

Cumplimiento

En los **gobiernos locales**, la información publicada en la Cuenta General de la República indica que durante 2006 y 2009, en promedio, el 95% de los municipios ha cumplido con los límites para el saldo y el servicio de deuda.

Sin embargo, en el caso de la deuda de corto plazo, se observa una disminución temporal del grado de cumplimiento, al pasar de 55 por ciento en 2006 a 38 por ciento en 2008, y recuperando en 2009 un cumplimiento de 68 por ciento de municipios. Ello probablemente se debe a las facilidades de crédito de corto plazo que obtienen los gobiernos locales con garantía de ingresos futuros de recursos determinados.

Respecto a la regla de resultado primario, el cumplimiento al nivel local mostró una tendencia decreciente pasando de 67 por ciento en 2006 a 26 por ciento de municipios en 2009. Asimismo, con respecto a la regla de límite de gasto, el grado de cumplimiento se redujo de un 35 por ciento en 2007 a un promedio de 25 por ciento en los años 2008 y 2009.





CUMPLIMIENTO DE LAS REGLAS FISCALES DE LOS GOBIERNOS LOCALES
(Porcentaje de los gobiernos locales)

REGLA	2006			2007			2008			2009 (*)		
	Cumplen	incumplen	Omisas	Cumplen	incumplen	Omisas	Cumplen	incumplen	Omisas	Cumplen	incumplen	Omisas
R1. Stock de deuda sobre ingresos corrientes netos inferior o igual al 100%. (Para 2009 < o igual a 120%)	92	3	5	94	2	4	98	2	0	94	5	1
R2. Servicio de deuda sobre ingresos corrientes netos inferior al 30%. (Para 2009 inferior al 35%)	93	2	5	96	0	4	100	0	0	98	1	1
R3. Resultado primario (Promedio de los últimos 3 años) mayor a 0. (Para 2009 es idéntico).	67	19	14	66	22	12	52	40	8	26	69	5
R4. Deuda de corto plazo inferior o igual a 1/12 de los ingresos corrientes netos. (Para 2009 menor a 35% de Ing. Ctes. Netos)	55	40	5	53	43	4	38	60	1	68	31	1
R5. Stock de deuda total sin garantía GN sobre ingresos corrientes netos inferior o igual al 45%. (Para 2009 suspendida)	79	16	5	86	10	4	87	13	0	suspendida		
R6. Servicio de deuda sin garantía GN sobre ingresos corrientes netos inferior o menor al 25%. (Para 2009 Suspendida)	69	26	5	96	0	4	99	0	1	suspendida		
R7. Variación % del gasto no financiero inferior o igual al 3% real. (Para 2009 menor a 4% real del gasto de consumo)	12	79	9	35	57	8	25	71	4	26	73	1

Nota: Ratios publicados en la Cuenta General de la República. Asimismo, para 2009 las reglas fueron modificadas y suspendidas

(*) Preliminar, Proyecto Ley Cuenta General de la República 2009.

Fuente: MEF - Dirección Nacional de Contabilidad Pública: Cuenta General de la República del 2006 al 2008.

Debe señalarse que la LRTF establece que el incumplimiento de las reglas fiscales en los gobiernos regionales y locales genera el recorte de las transferencias por Fondo de Compensación Regional (FONCOR) al Fondo Intergubernamental para la Descentralización (FIDE) o al Fondo de Compensación Municipal (FONCOMUN). Asimismo, la LRTF indica que cuando la ejecución presupuestal de los gobiernos regionales comprometa el cumplimiento del Marco Macroeconómico Multianual (MMM) y las reglas macrofiscales establecidas en la LRTF, el gobierno mediante Decreto de Urgencia adoptará medidas fiscales orientadas a estabilizar las finanzas públicas de estas entidades. Sin embargo, a pesar de los altos niveles de incumplimiento, ningún gobierno local ha recibido las sanciones establecidas en la Ley.

Esta situación se ve favorecida por la continua suspensión -desde el año 2005 hasta el presente año- de las medidas de transparencia para gobiernos subnacionales señaladas en la Ley de Descentralización Fiscal. Estas normas obligan a estas entidades a presentar informes de gestión fiscal al MEF⁹, donde se evaluará la situación financiera y se plantearán -si fuese necesario- las medidas correctivas a fin de que en un plazo máximo de dos años, todos y cada uno de los gobiernos regionales y locales satisfagan las exigencias de la Ley de Descentralización Fiscal.

En la medida que los gobiernos subnacionales manejan un monto creciente de recursos públicos es necesario asegurar que su conducta fiscal sea consistente con el mantenimiento de la sostenibilidad de las finanzas públicas.

9 Para su elaboración se debe detallar a través de manuales explicativos emitidos por el MEF.

V. Política Monetaria

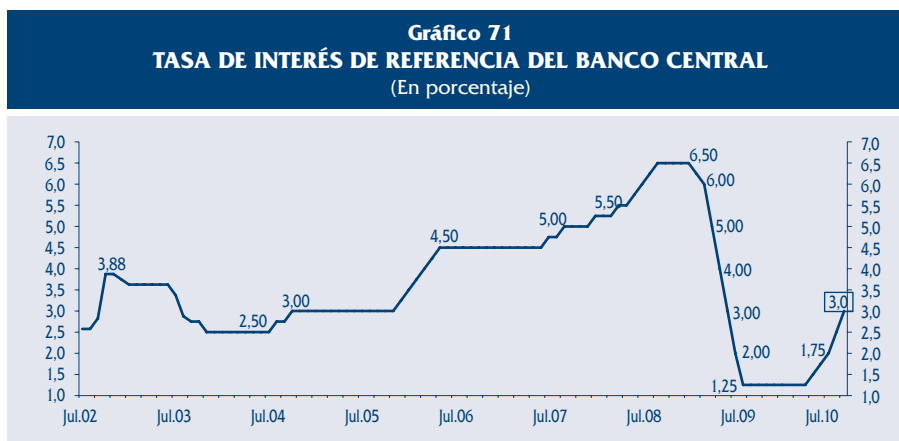
71. Luego del inicio del retiro del estímulo monetario en mayo de 2010, el Banco Central continuó elevando la tasa de referencia de la política monetaria, de manera preventiva, en un contexto de elevado crecimiento del gasto público y privado. Así, la tasa de referencia de política monetaria se elevó entre mayo y setiembre en 150 pbs, con incrementos de 25 pbs en junio y julio y de 50 pbs en agosto y setiembre.
72. Este retiro preventivo del estímulo monetario se da luego de que las condiciones macroeconómicas, que impulsaron una política monetaria expansiva del Banco Central y que lo llevó a reducir la tasa de interés de referencia hasta un mínimo histórico de 1,25 por ciento, han cambiado substancialmente. Así, la actividad económica, que se desaceleró por la crisis global en 2009, ha venido mostrando un ritmo de crecimiento elevado. En junio la tasa de crecimiento últimos doce meses alcanzó 11,9 por ciento con lo que el crecimiento del segundo trimestre fue 10,1 por ciento, acumulando en lo que va del año un aumento de 8,2 por ciento. Similar evolución muestran diversos indicadores tanto contemporáneos como adelantados de la actividad económica: en julio y agosto la producción de energía eléctrica creció 12,9 y 9,2 por ciento, los despachos locales de cemento crecieron 12,8 y 11,1 por ciento, la importación de bienes de capital creció 29 y 54 por ciento y la de insumos industriales, 35 y 56 por ciento. Ello anticipa que el ritmo de crecimiento elevado se mantendrá en los siguientes meses. Asimismo, diversos indicadores de la brecha producto muestran que ésta se estaría cerrando rápidamente, lo que hace necesario una posición más neutral de la política monetaria para garantizar que la inflación se mantenga dentro del rango de tolerancia en el horizonte de proyección.
73. En economías dolarizadas como la peruana, la reversión del estímulo monetario requiere un ajuste paralelo en las condiciones monetarias y crediticias en moneda nacional y extranjera para evitar inducir a un mayor proceso de dolarización del crédito, y a través de este proceso, una menor efectividad del ajuste monetario. Con ese objetivo, la elevación de la tasa de referencia ha sido acompañada por una serie de medidas de encaje tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que están induciendo una elevación de las tasas activas. Así, entre junio y setiembre se adoptaron las siguientes medidas de encaje:
- Se elevó la tasa de encaje mínimo legal de 6,0 a 8,5 por ciento, con una exoneración de S/.50 millones o el 6,0 por ciento del TOSE, el menor.
 - Se elevó el requerimiento mínimo en cuenta corriente de los bancos de 1,0 a 3,0 por ciento.
 - Se elevó la tasa de encaje marginal en moneda nacional a 15 por ciento.





- Se elevó la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 30 a 50 por ciento.
- Se elevó la tasa de encaje medio en moneda extranjera en 0,3 puntos porcentuales sobre la tasa implícita de encaje del periodo comprendido entre el 1 y el 31 de julio de 2010.
- Se elevó la tasa de encaje a depósitos de entidades financieras no residentes de 35 a 120 por ciento.
- Se elevó la tasa de encaje a los adeudados de corto plazo de 35 a 75 por ciento.

74. El Banco Central evalúa permanentemente las proyecciones de inflación y sus determinantes con la finalidad de adecuar la posición de su política monetaria de manera oportuna para garantizar que la inflación se ubique en el rango de tolerancia en el horizonte de proyección. En ese sentido, la evolución futura de la tasa de referencia dependerá de la forma como evolucionen los principales determinantes de la inflación.



MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS:
Julio – Setiembre 2010

Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 1,50 por ciento a 1,75 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente al fuerte dinamismo de la demanda interna e implica mantener el estímulo monetario, en un contexto en el que no se observan presiones inflacionarias.

Esta decisión no necesariamente implica una secuencia de alzas en la tasa de interés de referencia, las que estarán condicionadas a la evaluación de los determinantes de inflación.

Julio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 1,75 por ciento a 2,0 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente al fuerte dinamismo de la demanda interna e implica mantener el estímulo monetario, en un contexto en el que no se observan presiones inflacionarias.

Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información macroeconómica y su impacto en los determinantes de la inflación. En particular, persiste la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y el impacto que pudiera tener sobre la recuperación de la economía mundial.

Agosto: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 2,0 por ciento a 2,5 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente a un contexto de fuerte dinamismo de la demanda interna, situación en la cual se requiere seguir retirando el estímulo monetario a fin de mantener la inflación en el rango meta.

Setiembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 2,5 por ciento a 3,0 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente a un contexto de fuerte dinamismo de la demanda interna, situación que aconseja retirar el estímulo monetario a fin de mantener la inflación en el rango meta. Sin embargo, ajustes futuros en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

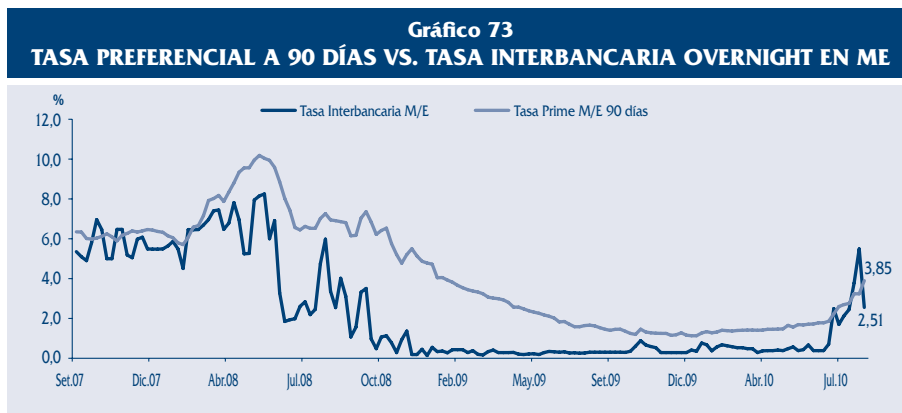
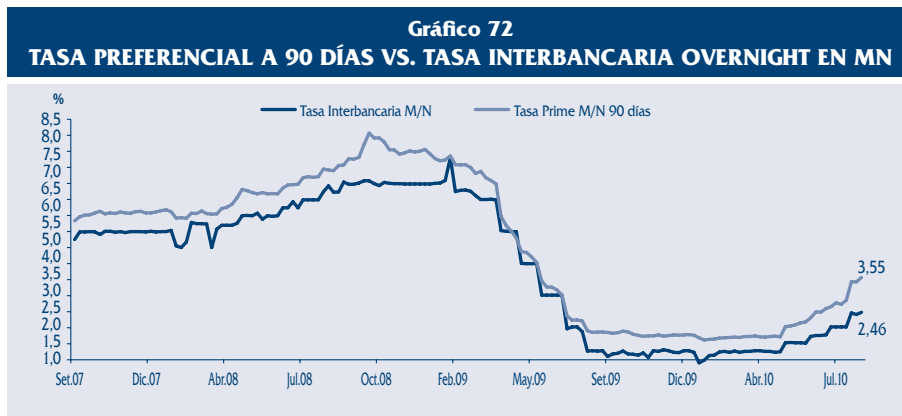
75. Las tasas de interés de corto plazo de los instrumentos del Banco Central continuaron aumentando en el trimestre, siguiendo los incrementos de la tasa de referencia iniciadas en mayo de este año con el objetivo de retirar el estímulo monetario. Se observa un incremento paralelo de la curva de rendimiento de corto plazo en el último trimestre y el acortamiento de los plazos de las emisiones de Certificados del Banco Central, que indicaría que se mantienen las expectativas al alza de tasas en el muy corto plazo y que para periodos más largos existe mayor incertidumbre en la fijación de tasas.

76. La magnitud de las alzas de la tasa de referencia (150 pbs. entre junio y setiembre) y los cambios en los requerimientos de encaje han venido modificando las condiciones crediticias de la economía. La información de agosto muestra que las tasas de interés en nuevos soles para el financiamiento de los clientes corporativos se incrementaron de 2,08 en mayo a 3,55 por ciento en agosto (mayor al incremento de la tasa de referencia), y las tasas de interés corporativas en dólares de 1,65 a





3,85 por ciento, en el mismo periodo. El mayor incremento en moneda extranjera está asociado a la menor disponibilidad de liquidez en esta moneda por el efecto de las medidas de encaje y de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, que buscan minimizar los efectos negativos de la volatilidad excesiva del tipo de cambio.



77. Por tipo de crédito, las tasas de interés en moneda nacional de créditos comerciales y de consumo registraron incrementos. Así, las tasas para créditos comerciales aumentaron de 7,2 por ciento en mayo a 8,5 por ciento en agosto, en tanto que las de consumo aumentaron de 40,7 a 42,1 por ciento. Por su parte, las tasas para créditos a microempresas se redujeron de 32,7 a 30,5 por ciento y las de crédito hipotecario se mantuvieron constantes.

En el caso de las tasas de interés en moneda extranjera, las tasas para créditos comerciales aumentaron de 6 a 7 por ciento entre mayo y agosto, las de consumo e hipotecario prácticamente se mantuvieron constantes, mientras que las de microempresas se han reducido, de 22,6 a 16,3 por ciento.

CUADRO 22
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA 1/ 2/
(En porcentajes)

	Moneda nacional				Moneda extranjera			
	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.08	11,0	35,3	37,8	11,4	9,3	23,9	20,8	10,8
Mar.09	10,8	32,1	42,2	11,5	8,6	23,1	22,4	10,7
Jun.09	8,5	34,3	43,0	10,4	7,9	23,3	21,5	10,3
Set.09	7,4	33,2	41,7	10,0	7,4	22,7	22,0	9,7
Dic.09	6,1	32,7	45,1	9,8	6,7	22,4	21,2	9,1
Ene.10	6,1	32,7	44,8	9,8	6,3	22,4	22,3	9,1
Feb.10	6,5	32,6	41,5	9,7	6,4	22,5	22,3	9,1
Mar.10	6,4	32,3	40,7	9,7	6,4	21,8	22,0	9,2
Abr.10	6,8	32,5	39,8	9,7	5,9	22,2	21,6	9,1
May.10	7,2	32,7	40,7	9,6	6,0	22,6	21,4	8,9
Jun.10	7,3	32,5	41,0	9,6	6,2	22,3	20,1	8,8
Jul.10	7,7	31,9	41,8	9,7	6,2	18,4	20,4	8,7
Ago.10	8,5	30,5	42,1	9,7	7,0	16,3	21,5	8,6

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

2/ A partir del 1 de julio de 2010, las empresas reportan a la SBS información más segmentada de las tasas de interés promedio de los créditos destinados a financiar actividades productivas -corporativos, grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas y microempresas-, de acuerdo con las definiciones establecidas en la Resolución SBS 11356-2008 y normas complementarias. Estos segmentos de tasas se publicarán cuando la SBS acumule 30 días de reporte.

Fuente: SBS.

En el caso de las tasas de interés pasivas, entre junio y agosto, las tasas para depósitos a 30 días se incrementaron de 1,6 a 2,2 por ciento. Asimismo, se observó un incremento de 0,6 a 2,3 por ciento en la tasa para depósitos de 30 días en moneda extranjera.

CUADRO 23
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs) (Jun.-Ago.)	
	Jun.10	Ago.10	Jun.10	Ago.10	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	1,6	2,2	0,6	2,3	57	168
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,8	2,3	1,0	1,1	46	18
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	2,5	2,9	1,7	1,7	39	-1
4. Activa preferencial corporativa	2,3	3,4	1,6	3,5	114	185
5. TAMN / TAMEX	19,1	18,1	8,0	8,3	-104	31

Operaciones monetarias

78. Las operaciones del BCRP estuvieron orientadas a garantizar niveles de liquidez adecuados para mantener la fluidez de las operaciones en el mercado monetario,





en un contexto de compras de moneda extranjera por el BCRP orientadas a reducir los efectos negativos de la volatilidad cambiaria. Las intervenciones en el mercado cambiario fueron completamente esterilizadas mediante la colocación de CDBCRP y mayores requerimientos de encaje.

Entre julio y agosto, el BCRP ha realizado compras de dólares por US\$ 3 642 millones, que se han esterilizado con la colocación neta de CDBCRP (por S/. 7 681 millones) y con los mayores requerimientos de encaje en moneda nacional (por S/. 659 millones), que refleja el incremento de la tasa de encaje mínimo legal en moneda nacional de 6 a 8,5 por ciento y la tasa de encaje marginal a 15 por ciento, en dicho periodo.

En el periodo julio-agosto, la mayor demanda por circulante por S/. 1 345 millones reflejó tanto el dinamismo de la actividad económica como la mayor demanda estacional de julio, con lo que su tasa de crecimiento últimos 12 meses en agosto fue de 23,6 por ciento. En este mismo periodo, el sector público realizó una compra de dólares al BCRP por US\$ 50 millones y ha venido acumulando depósitos en el BCRP por S/. 518 millones, esto último refleja principalmente la colocación de bonos soberanos por S/. 800 millones.

CUADRO 24
OPERACIONES DEL BCRP
(Millones de nuevos soles)

	FLUJOS					SALDOS		
	2009	2010				31.Dic.09	30.Jun.10	31.Ago.10
		1T	2T	Jul-Ago	Ene-Ago			
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	-562	6 626	2 407	10 014	19 047			
(Millones de US\$)	-48	2 329	851	3 565	6 745			
1. Operaciones en la Mesa de Negociación	108	2 340	841	3 642	6 822			
2. Sector público	-261	0	0	-50	-50			
3. Otras operaciones cambiarias 1/	105	-11	10	-27	-28			
II. OPERACIONES MONETARIAS	1 023	-8 143	-1 598	-8 224	-17 965	-36 323	-46 065	-54 288
1. Operaciones de esterilización	6 436	-8 143	-1 612	-8 210	-17 965	-36 323	-46 079	-54 288
a. CDBCRP 2/	4 509	-7 632	4 182	-7 681	-11 131	-14 121	-17 570	-25 252
b. Depósitos M/N del sector público	2 561	-1 217	-5 600	-518	-7 335	-21 006	-27 823	-28 341
c. Otras operaciones monetarias 3/	-635	706	-195	-10	500	-1 196	-685	-695
2. Operaciones de inyección de liquidez (Repos)	-5 412	0	14	-14	0	0	14	0
III. ENCAJE EN MONEDA NACIONAL	668	490	-228	-659	-398	-4 307	-4 045	-4 705
IV. OTROS 4/	776	644	164	213	1 021			
V. CIRCULANTE*	1 905	-383	744	1 345	1 705	19 241	19 602	20 946
(Variación últimos 12 meses)						11,0%	21,2%	23,6%

1/ Incluye compra con compromiso de recompra de ME y operaciones fuera de mesa.

2/ Incluye CDBCRP NR y CDR BCRP.

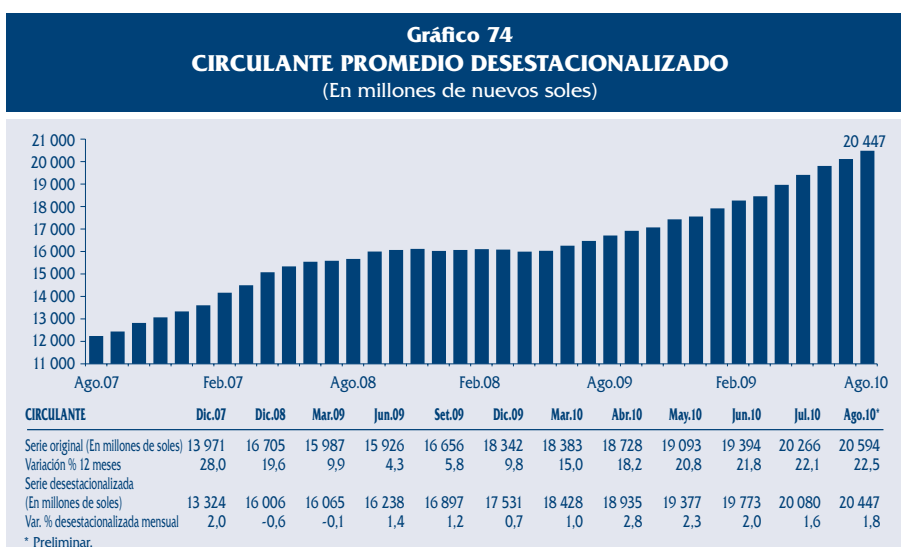
3/ Incluye depósitos *overnight* y del Fondo de Seguro de Depósitos.

4/ Incluye gastos operativos del BCRP, Intereses por depósitos en el BCRP (*overnight*, a plazo y especiales), intereses netos por colocaciones de CDBCRP y transferencias de utilidades del BCRP al sector público.

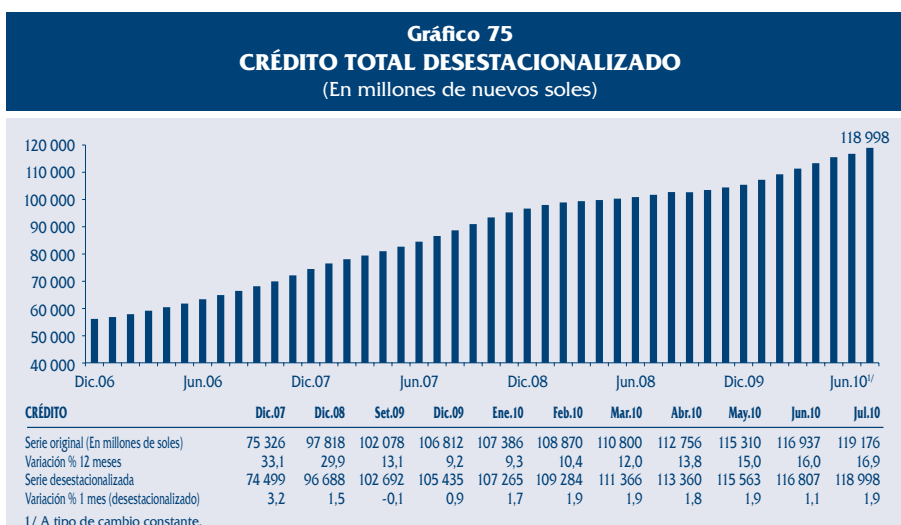
* Datos preliminares.

Agregados Monetarios

79. En agosto, la tasa de crecimiento mensual del circulante fue de 1,8 por ciento y la tasa de crecimiento anual fue de 22,5 por ciento, evolución que refleja el crecimiento de las transacciones de los agentes económicos asociado al mayor dinamismo de la actividad económica.



80. El crédito al sector privado mostró un alto dinamismo en línea con la mayor actividad económica registrada. En julio, el crédito al sector privado creció 1,9 por ciento, la segunda mayor tasa mensual registrada en lo que va del año (la más alta fue 2,3 por ciento en mayo). En términos desestacionalizados, el crecimiento mensual de julio fue 1,9 por ciento, superior al promedio de los meses previos (1,7 por ciento entre enero y junio).

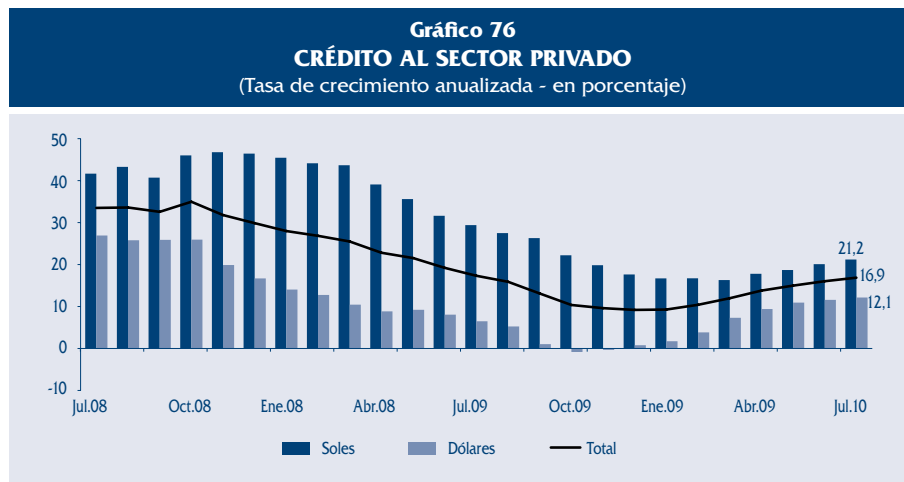




Por tipo de institución financiera, las empresas bancarias aumentaron 2,1 por ciento el crédito al sector privado en julio, las instituciones microfinancieras 1,3 por ciento y la banca estatal 0,8 por ciento.

CUADRO 25 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, POR TIPO DE INSTITUCIÓN FINANCIERA							
	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento (%)			
	Jul.09	Jun.10	Jul.10	Jun.10/ Jun.09	Jul.10/ Jul.09	Jun.10/ May.10	Jul.10/ Jun.10
Empresas bancarias	86 832	97 806	99 827	14,1	15,0	1,6	2,1
Banca estatal	1 919	2 596	2 618	31,0	36,4	1,7	0,8
Inst. Microfinanzas	12 560	15 798	16 005	27,0	27,4	0,4	1,3
de las cuales:							
Cajas municipales	6 398	7 506	7 607	19,2	18,9	1,6	1,3
TOTAL	101 974	116 937	119 176	16,0	16,9	1,4	1,9

81. Por tipo de monedas, el crédito al sector privado en nuevos soles aumentó 2,0 por ciento en julio, acumulando un crecimiento de 21,2 por ciento en los últimos 12 meses. Por su parte el crédito al sector privado en dólares registró una expansión de 1,9 por ciento (12,1 por ciento en los últimos 12 meses).



82. La evolución conjunta del crédito agregado en moneda nacional y extranjera se ha reflejado en una reducción del coeficiente de dolarización del crédito al sector privado, el cual se ubicó en 45,3 por ciento en julio de 2010.



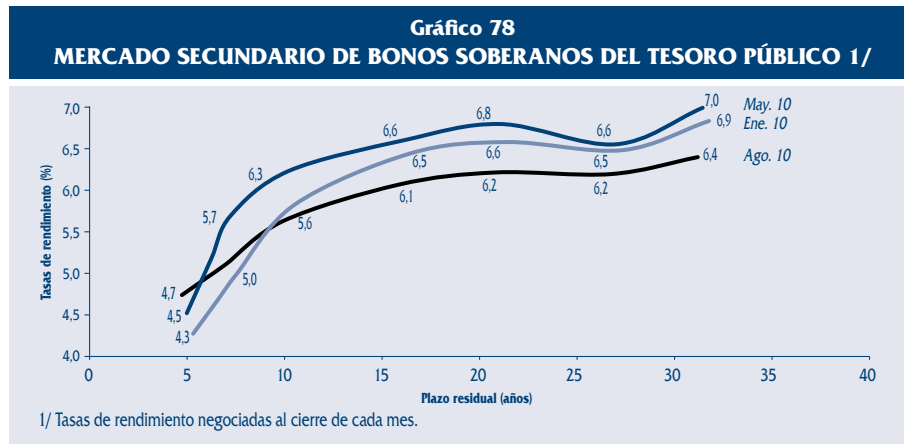
Por tipo de institución financiera las empresas bancarias se desdolarizaron a un mayor ritmo, pasando de 51,7 a 51,3 por ciento entre abril y julio de 2010.

CUADRO 26
DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.07	Dic.08	Jun.09	Set.09	Dic.09	Mar.10	Abr.10	May.10	Jun.10	Jul.10
Por tipo de institución										
Empresas bancarias	61,9	56,7	54,4	52,3	52,4	51,9	51,7	51,9	51,4	51,3
Banca estatal	1,5	1,8	1,7	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Instit. de microfinanzas	26,6	20,4	15,3	14,4	13,7	13,5	13,5	14,9	14,7	14,6
TOTAL	56,6	52,2	48,8	46,6	46,2	45,7	45,5	45,7	45,4	45,3

83. En el mercado de capitales, desde junio de este año, se observa una reducción significativa de las tasas de interés de los bonos soberanos de los tramos medio y largo de la curva de rendimiento, debido a una caída del riesgo país por mejores perspectivas de los fundamentos de la economía peruana y la mayor demanda registrada por estos instrumentos, incluida una mayor demanda de inversionistas no residentes. Por el contrario, las tasas de interés del tramo corto de la curva de rendimiento (menos de 7 años) han continuado con su tendencia al alza iniciada en mayo de este año asociada al retiro del estímulo monetario por parte del BCRP, dando como resultado una curva de rendimiento soberana con una menor pendiente.





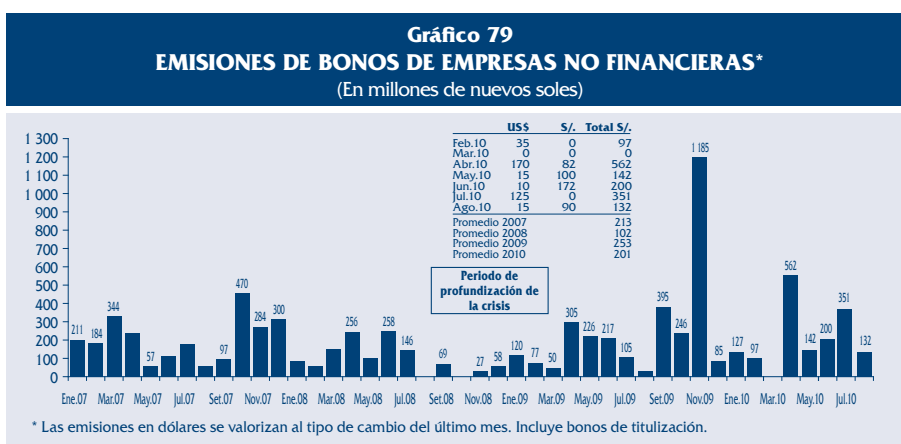
Los montos negociados de bonos soberanos en el mercado secundario se han incrementado significativamente a partir de julio, debido a la mayor tenencia de estos instrumentos por parte de inversionistas no residentes. Este comportamiento es diferente al registrado por los instrumentos de corto plazo del Banco Central, que –a diferencia de fines de 2007 y comienzos de 2008– tuvieron una menor demanda de inversionistas no residentes por la elevación de la comisión por transferencia de los CDBCRP a 4 por ciento.

CUADRO 27
TENENCIA DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de nuevos soles)

	BTP	CD BCRP
Mar.07	3 440	0
Jun.07	4 008	1 094
Set.07	4 611	839
Dic.07	5 041	2 668
Mar.08	6 937	7 542
Jun.08	7 483	5 903
Set.08	6 323	4 770
Dic.08	5 189	2 198
Mar.09	4 586	525
Jun.09	4 184	206
Set.09	4 222	217
Dic.09	4 053	245
Mar.10	3 594	225
Jun.10	4 643	178
Jul.10	5 653	254
Ago.10	6 650	139

84. Entre enero y agosto de 2010, las emisiones privadas de empresas no financieras se mantienen en promedio por encima de las registradas en el mismo periodo de 2009,

complementando el financiamiento del sistema bancario, y dirigido principalmente a proyectos de servicios públicos y energía. Las tasas de interés pagadas por las emisiones corporativas muestran una tendencia al alza, siguiendo la evolución del tramo más corto de la curva de rendimiento, considerando que estas emisiones difícilmente sobrepasan el plazo de 10 años. Respecto a los *spreads* por riesgo cobrado a las emisiones corporativas, éste registra una tendencia a la baja durante el año 2010.



Tipo de cambio

85. Entre junio y la primera quincena de setiembre de 2010, el tipo de cambio nominal promedio se apreció 1,6 por ciento como reflejo de la evolución en los mercados emergentes (en los cuales el dólar se mantiene débil), del fuerte influxo de capitales a la economía y de los movimientos en el portafolio de inversionistas no residentes e institucionales.

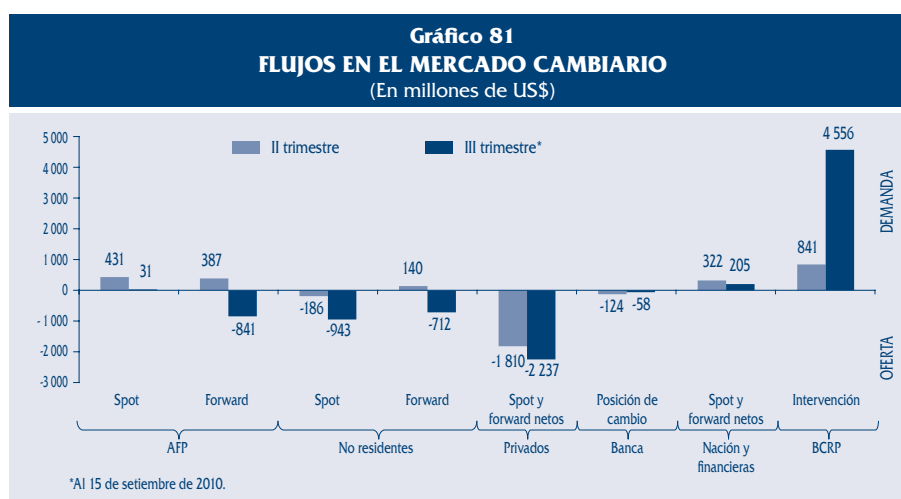
En el tercer trimestre¹⁰ de 2010, se observó una presión cambiaria a la baja debido a que los inversionistas no residentes generaron una oferta neta en el

10 Al 15 de setiembre de 2010.





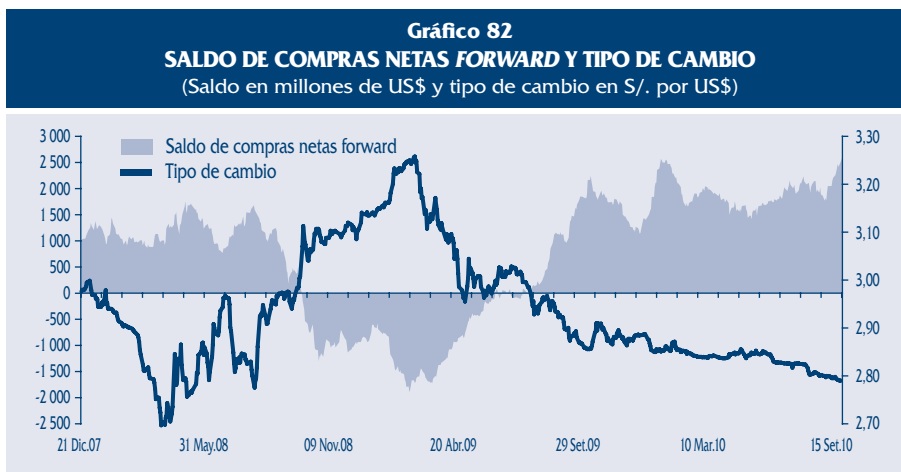
mercado cambiario (*spot* y *forward*) de US\$ 1 655 millones mientras que los bancos redujeron su posición de cambio generando una oferta adicional de US\$ 58 millones. Por su parte, las AFP ofrecieron US\$ 841 millones en el mercado *forward* durante el mismo periodo; y el resto de privados ofreció US\$ 2 237 millones en el *spot* y *forward*. En este escenario el BCRP buscó reducir las volatilidades extremas en el tipo de cambio mediante compras de moneda extranjera en Mesa de Negociaciones por US\$ 4 556 millones.



Cabe señalar que la oferta de dólares por parte de no residentes está asociada al influjo de capitales observado desde junio, fondos que se han dirigido principalmente a la compra de bonos soberanos. El *spread* entre las tasas domésticas (asociado al ajuste de la posición de política) e internacionales y los sólidos fundamentos de la economía peruana, en un contexto de alto dinamismo de la actividad económica, habrían atraído a inversionistas no residentes quienes aumentaron sus tenencias de valores domésticos (títulos del Tesoro y certificados de depósito del BCRP).

86. Entre junio y setiembre de 2010 el saldo de compras netas *forward* se incrementó fuertemente, pasando de US\$ 1 946 millones a US\$ 2 585 millones. Este aumento, que fue acompañado por presiones a la baja en el tipo de cambio, se dio principalmente porque inversionistas no residentes realizaron mayores contratos compra pactados (US\$ 1 459 millones) netos de vencimientos (US\$ 747 millones).

El saldo de compras netas *forward* considera los contratos de compra y venta de moneda extranjera a futuro con entrega (*delivery*) y sin entrega (*non delivery*). Este último tiene la mayor participación en el saldo total de los contratos *forward*. Entre junio y agosto de 2010 se ha observado un incremento significativo de los contratos *forward* compra sin entrega, principalmente por parte de las AFP y de no residentes.

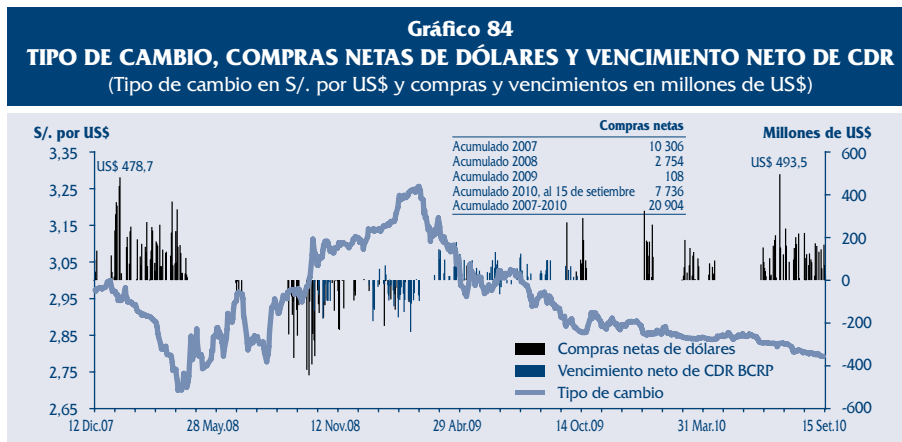


A agosto, el incremento del financiamiento de corto plazo de los bancos para cubrir sus operaciones *forward* conllevó a un aumento substancial de los adeudados al exterior de corto plazo en dicho mes (US\$ 1 766 millones con relación a mayo), y con ello alcanzó un saldo US\$ 4 548 millones.



87. Desde el 18 de junio el BCRP reinició las compras de moneda extranjera en el mercado cambiario, adquiriendo hasta el 15 de setiembre US\$ 5 082 millones en Mesa de Negociación. Cabe señalar que las intervenciones en el mercado cambiario intentan limitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio, en un escenario de fuerte flujo de capitales y depreciación de la moneda estadounidense asociado a expectativas de un menor ritmo de recuperación de la economía estadounidense. Hasta agosto, el BCRP ha acumulado compras por US\$ 7 736 millones.





Para facilitar el manejo monetario, las compras de moneda extranjera se han complementado con alzas en las tasas de encaje a los adeudados del exterior de corto plazo y a las captaciones provenientes de entidades del exterior.

88. Entre junio y agosto las expectativas de tipo de cambio para 2010-2012 se redujeron, lo que se reflejó en la evolución de dólar en los mercados cambiarios. Para los analistas económicos el tipo de cambio cerraría en 2010-2012 en un nivel menor a S/. 2,80 por dólar; en tanto que las empresas del sistema financiero esperan que se ubique en 2,80 por dólar.

CUADRO 28
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos Soles por US\$)

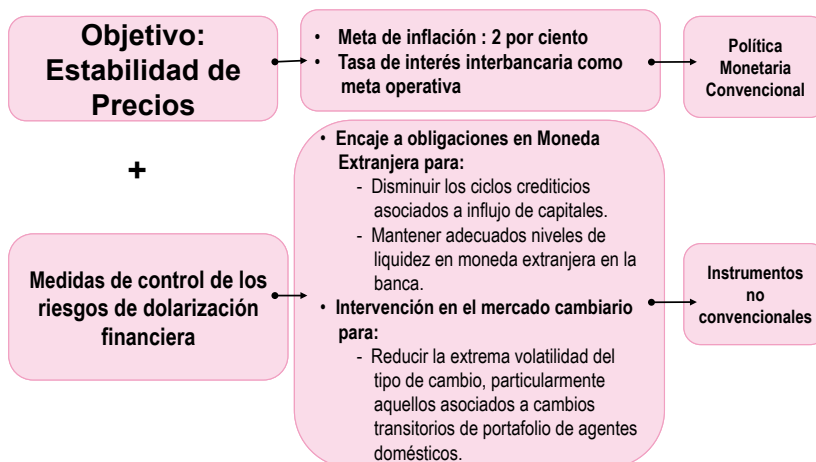
	May.10	Jun.10	Jul.10	Ago.10
Sistema Financiero				
2010	2,80	2,80	2,80	2,78
2011	2,80	2,81	2,80	2,80
2012	2,80	2,83	2,80	2,80
Analistas Económicos				
2010	2,80	2,80	2,80	2,77
2011	2,80	2,82	2,80	2,75
2012	2,80	2,80	2,80	2,74
Empresas No Financieras				
2010	2,85	2,85	2,82	2,80
2011	2,90	2,90	2,90	2,88
2012	3,00	2,95	2,95	2,90
Promedio				
2010	2,82	2,82	2,81	2,78
2011	2,83	2,84	2,83	2,81
2012	2,87	2,86	2,85	2,81

89. A partir de junio el saldo de RIN se ha incrementado preventivamente principalmente por las mayores compras de moneda extranjera en Mesa de Negociación (en US\$ 7 736 millones al 15 de setiembre). De esta manera, el saldo ha pasado de US\$ 33 135 a US\$ 41 853 millones entre fines de diciembre de 2009 y el 15 de setiembre de 2010.



RECUADRO 5
POLÍTICA MONETARIA EN UN CONTEXTO DE DOLARIZACIÓN

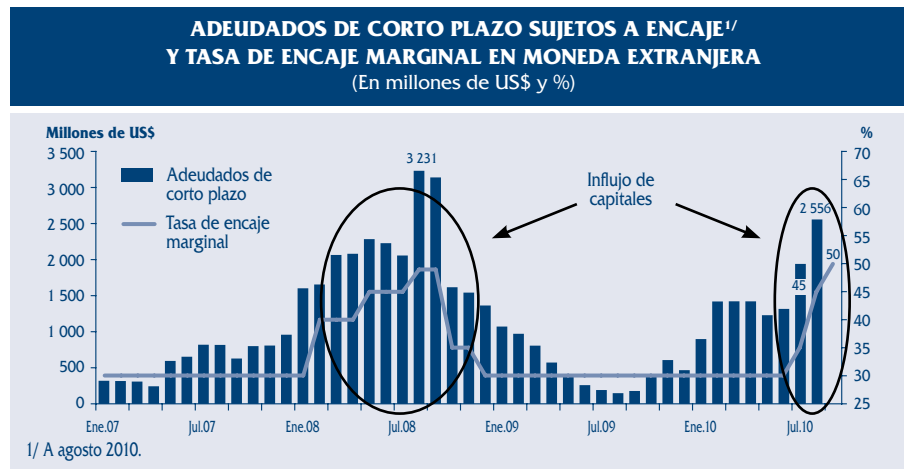
La finalidad del Banco Central de Reserva del Perú es preservar la estabilidad monetaria. Para ello, el pilar fundamental de la política monetaria implementada por el BCRP es su compromiso con la estabilidad de precios, elemento imprescindible para estimular el ahorro, atraer inversiones productivas y promover, de esta manera un crecimiento económico sostenido.





La economía peruana se caracteriza todavía por un alto grado de dolarización parcial y con mercados financieros y de capitales en proceso de desarrollo. La principal implicancia de la dolarización financiera sobre la política monetaria consiste en el descalce de monedas entre los activos y pasivos de las empresas y hogares que generan sus ingresos en moneda nacional, pero que están apalancadas en moneda extranjera. En este contexto, la política monetaria del Banco Central toma en cuenta los riesgos asociados a la dolarización financiera.

Así, para complementar a su meta operativa de política monetaria que es la tasa de interés de referencia, el Banco Central puede utilizar instrumentos no convencionales como el encaje. En particular, las recientes alzas en las tasas de encaje tienen una doble finalidad, primero afectar las condiciones monetarias y crediticias en moneda extranjera, de tal manera que el retiro del estímulo monetario se produzca en ambas monedas y con ello sea más efectiva la política monetaria; y segundo, mantener un crecimiento ordenado de la liquidez y del crédito frente a un escenario de mayor flujo de capitales de corto plazo, los que son atraídos por las mejores perspectivas de crecimiento de la economía peruana y las expectativas de apreciación significativa del Nuevo Sol.



Por otro lado, los mayores requerimientos de encaje, al exigir que los bancos mantengan una proporción más alta de sus obligaciones en el Banco Central, juegan un rol macro prudencial, incrementan la disponibilidad de activos líquidos en moneda extranjera, lo que fortalece la capacidad de los bancos para hacer frente a escenarios de salidas abruptas de capitales, y reducen los incentivos de los bancos a incrementar aceleradamente el crédito.

Otro aspecto fundamental de una adecuada política monetaria en un contexto de dolarización es prevenir el surgimiento de riesgos sistémicos asociados a los descalces de monedas y a una elevada volatilidad del tipo de cambio. Es por ello que el Banco Central ha venido interviniendo en el mercado cambiario para evitar una alta volatilidad en el tipo de cambio, en particular frente a influjos de capitales de corto plazo. Elevados flujos de capitales pueden generar una apreciación rápida y no sostenible en la moneda doméstica, lo que podría inducir a los agentes a endeudarse en dólares con la expectativa de hacer ganancias de capital con la apreciación. Este mayor endeudamiento

en dólares expone a estos agentes a pérdidas elevadas cuando se revierta la tendencia del tipo de cambio hacia una depreciación, lo que ocurre cuando se revierten los flujos de capitales.

En conclusión, las modificaciones a los requerimientos de encaje permiten moderar la expansión del crédito a través de incrementos de las tasas de interés y una menor disponibilidad de fondos prestables en ambas monedas. Asimismo, el alza de la tasa de interés activa en dólares inducida por los mayores requerimientos de encaje en dicha moneda generaría un mayor costo de las operaciones *forward* que apuestan por una apreciación significativa del Nuevo Sol, desalentando de esta manera los flujos de capitales.

RECUADRO 6 LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP Y SUS MECANISMOS DE ESTERILIZACIÓN

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) implementa su política monetaria mediante un esquema de metas explícitas de inflación, definido por una meta de inflación de 2,0 por ciento y un rango de tolerancia de ± 1 por ciento. La meta operativa de la política monetaria es la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. En ese sentido, las operaciones diarias del BCRP están dirigidas a que, en promedio, la tasa de interés interbancaria no se desvíe de la tasa de interés de referencia, la que es consistente con la meta de inflación.

A diferencia del régimen de metas explícitas de inflación convencional, el esquema que implementa el Banco Central es complementado con instrumentos no convencionales de política monetaria que buscan un control adecuado de los riesgos macroeconómicos asociados a la dolarización financiera. Así el Banco Central establece elevadas tasas de encaje en moneda extranjera con la finalidad de mantener líquido el sistema financiero en esta moneda. Asimismo, interviene en el mercado cambiario buscando reducir la excesiva volatilidad del tipo de cambio para minimizar así los efectos que tienen movimientos abruptos del tipo de cambio en la posición financiera de los agentes económicos en economías dolarizadas como la peruana.

La intervención cambiaria del BCRP no compromete el manejo monetario del Banco Central, pues éste esteriliza completamente sus intervenciones a través de varios mecanismos. Un primer mecanismo es mediante la colocación de sus propios Certificados de Depósito. Tal como se observa en el siguiente cuadro, en los años en los que el BCRP ha acumulado mayor volumen de reservas internacionales, como en 2007 y en lo que va de 2010, las compras de moneda extranjera en Mesa de Negociación fueron esterilizadas, principalmente, con la colocación de certificados de depósito, las mismas que alcanzaron en 2007 un flujo de S/. 13 393 millones, con lo cual el saldo de certificados paso de S/. 8 065 millones a S/. 21 458 millones en ese año. En 2010 se observa una evolución similar, habiéndose realizado colocaciones de CDBCRP por S/. 12 637 millones.

El otro instrumento monetario utilizado por el BCRP para la esterilización es el encaje. En el año 2007 se esterilizaron S/. 746 millones a través de este mecanismo, mientras que en lo que va del





año, el monto de esterilización por encajes llega a S/. 1 587 millones. Durante este año el BCRP ha elevado los requerimientos de encaje tanto en moneda nacional como en moneda extranjera con la finalidad de complementar las consecutivas elevaciones en la tasa de referencia. En el caso del encaje marginal en moneda nacional, éste ha pasado de 6 por ciento a inicios del año a 15 por ciento en setiembre.

ESTERILIZACIÓN MONETARIA Y FISCAL

(Millones de Nuevos Soles)

	2007	2008	2009	2010*
1. Compras netas de moneda extranjera^{1/}	32 057	6 811	-63	21 827
(US\$)	10 306	2 754	108	7 736
2. Esterilización fiscal	-17 012	-13 288	1 760	-7 916
Ventas de moneda extranjera	-10 263	-6 641	-801	-141
(US\$)	-3 275	-2 316	-261	-50
Depósitos en moneda nacional	-6 749	-6 647	2 561	-7 774
3. Esterilización monetaria	-14 139	6 188	-236	-14 224
CD BCRP	-13 393	8 241	-903	-12 637
Encaje	-746	-2 053	668	-1 587
4. Circulante	3 170	2 478	1 905	1 172
Saldos				
CD BCRP	21 458	18 630	14 121	26 757
Depósitos en moneda nacional	16 924	23 568	21 006	28 781
Encaje	2 922	4 975	4 307	5 894

* Al 15 de setiembre de 2010.

^{1/} Los montos en soles corresponden a las operaciones de compra y venta de dólares valuados al tipo de cambio promedio del día de la operación.

Sin embargo, no sólo el BCRP participa en el proceso de esterilización sino también lo hace el fisco. Para ello, la autoridad fiscal cuenta con dos mecanismos principales: a) compras de moneda extranjera al BCRP y b) acumulación de los depósitos en moneda nacional en el Banco Central. En el primer caso, el fisco absorbe parte de las compras de moneda extranjera del BCRP para el pago de deuda externa, lo que reduce la necesidad de esterilización con instrumentos monetarios. En el segundo caso, la mayor acumulación de depósitos del fisco en el BCRP esteriliza directamente los nuevos soles que ingresan al sistema financiero producto de las intervenciones cambiarias, reduciendo la necesidad de colocar CDBCRP.

A diferencia del año 2007, en el que el fisco contribuyó al esfuerzo de esterilización utilizando activamente ambos mecanismos, en 2010 no ha utilizado de manera importante la compra de moneda extranjera. En 2007 las compras de moneda extranjera alcanzaron US\$ 3 275 millones, las que permitieron esterilizar el 32 por ciento del total de compras netas en Mesa de Negociación; mientras que el incremento de los depósitos del fisco en el BCRP alcanzó los S/. 6 749 millones. En la actualidad, las compras de moneda extranjera del fisco al BCRP sólo han sido de US\$ 50 millones y la acumulación de depósitos ha sido de S/. 7 774 millones.

Si bien es cierto que durante este año el BCRP ha comprado un monto importante de moneda extranjera, todavía los saldos de esterilización se encuentran por debajo de sus niveles máximos históricos, alcanzados en abril de 2008. Así, como se aprecia en el siguiente gráfico, el saldo de CDBCRP alcanzó un máximo de S/. 39 036 millones, mientras que actualmente se encuentra en S/. 26 757 millones.



Ello es importante pues implica que el BCRP aún cuenta con espacio para seguir esterilizando futuras compras de moneda extranjera. Este espacio es aún mayor si se considera las potenciales compras de moneda extranjera que puede hacer el fisco en los siguientes meses, y la mayor acumulación de depósitos en el BCRP fruto de una evolución esperada más favorable en los ingresos fiscales.

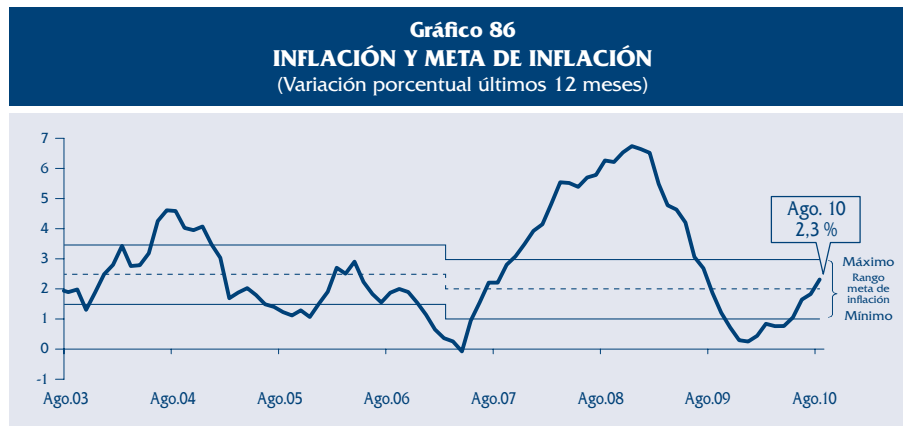




VI. Inflación

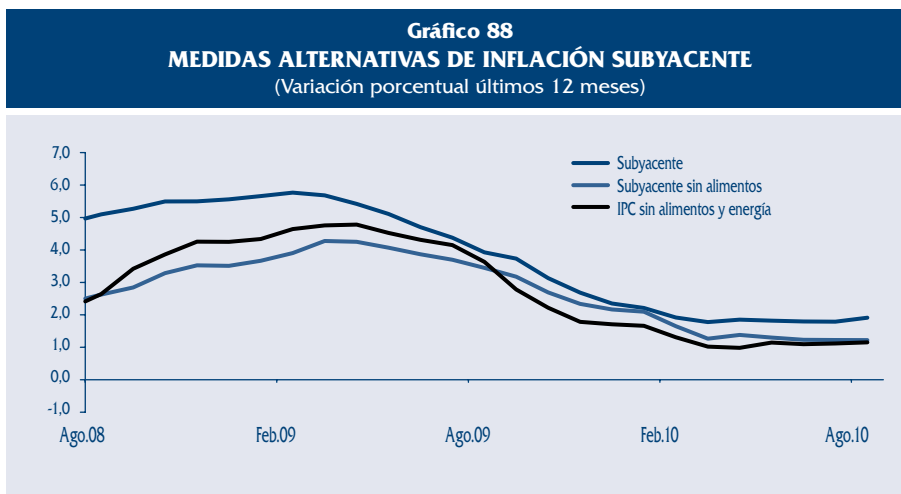
90. Factores principalmente de oferta, tales como los precios de algunos alimentos aunados a cambios de precios de los combustibles, son los que estarían explicando la evolución de la inflación durante el año.

Frente al mayor dinamismo de la actividad económica, que llevaría a que la brecha producto se cierre hacia el siguiente semestre del año, el Banco Central empezó desde el mes de mayo a retirar el estímulo monetario con el fin de elevar la tasa de interés de política hacia una posición neutral. No hay señales de presiones inflacionarias por el lado de la demanda y se prevé que la inflación se ubique en el rango superior de la meta hacia finales del año.



91. La inflación subyacente acumulada en los últimos doce meses pasó de 1,8 por ciento en mayo a 1,9 por ciento en agosto de 2010. La inflación no subyacente, que incluye alimentos perecibles y combustibles, pasó de 0,0 por ciento en mayo a 3,1 por ciento en agosto.





92. La inflación acumulada entre enero y agosto fue de 2,1 por ciento, debido principalmente al aumento de precios de los alimentos no subyacentes (5,7 por ciento) y al de los combustibles (8,9 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y agosto fue de 1,5 por ciento, destacando los incrementos en educación (3,0 por ciento) y comidas fuera del hogar (2,5 por ciento).

Dentro de los alimentos no subyacentes destaca el aumento en los precios de la papa y la cebolla (27,4 y 50,5 por ciento respectivamente). En el caso de la papa, el aumento se da principalmente en los meses de julio y agosto, por el menor abastecimiento proveniente de la Sierra Central y Lima.

En el caso de la cebolla el aumento de precio se dio en el primer semestre del año, por las menores siembras así como por menores rendimientos por alteraciones climatológicas en Arequipa. Esta situación se ha revertido parcialmente en los meses de julio y agosto.

El alza del precio de los combustibles refleja la evolución de los precios del Petróleo Intermedio de Texas (WTI) y los reajustes de la banda de precios objetivo del Fondo de Estabilización. El WTI registró un precio promedio de US 77,6 dólares por barril en agosto de 2010, mayor en 9,12 por ciento al precio de agosto de 2009 (US 71,1 dólares por barril).



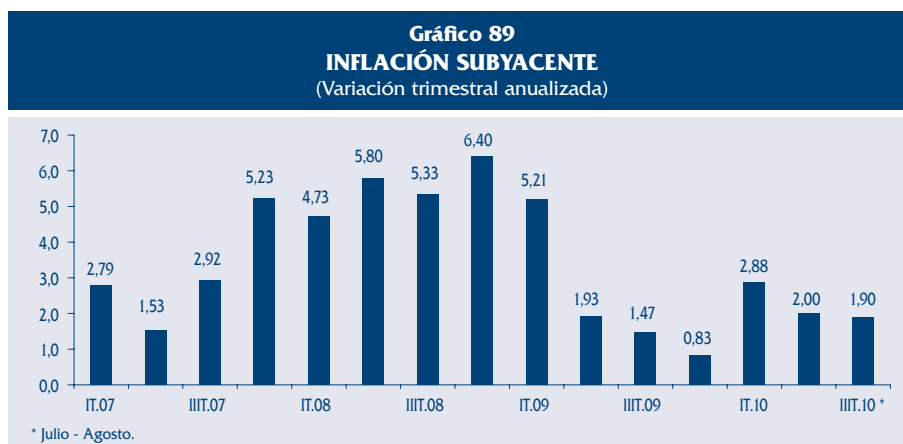


CUADRO 29
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	
						Ene.-Ago.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,06	2,31
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	1,53	1,91
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,20	1,66
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	1,87	2,14
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	3,07	3,13
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	5,73	5,17
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	8,87	11,75
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	-0,21	1,11
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	-0,13	-2,03
Nota: IPC sin alimentos, bebidas y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	0,75	1,15

CUADRO 30
INFLACIÓN
(Variación porcentual y contribuciones)

	Peso		Ene.-Ago. 2009		Ene.-Ago. 2010	
	Dic. 01 = 100	2009=100	Var%	Contribución	Var%	Contribución
I. INFLACIÓN	100,0	100,0	0,01	0,01	2,06	2,06
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	60,6	65,2	1,97	1,12	1,53	1,00
Bienes	34,0	32,9	1,71	0,53	1,20	0,39
Servicios	26,6	32,2	2,28	0,59	1,87	0,60
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	39,4	34,8	-2,59	-1,12	3,07	1,06
Alimentos	22,5	14,8	-0,89	-0,22	5,73	0,84
Combustibles	3,9	2,8	-14,91	-0,80	8,87	0,25
Transportes	8,4	8,9	-0,94	-0,08	-0,21	-0,02
Servicios públicos	4,6	8,4	-0,43	-0,02	-0,13	-0,01



93. Entre enero y agosto, los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron comidas fuera del hogar, matrícula y pensión de enseñanza, papa, gasolina y cebolla. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron teléfonos, cítricos, transporte nacional, artículos de limpieza y aparatos de recreo y cultura.

CUADRO 31
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - AGOSTO 2010
(Puntos porcentuales)

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	2,5	0,29	Teléfonos	2,9	-2,3	-0,07
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,0	0,27	Cítricos	0,5	-10,3	-0,06
Papa	0,9	27,4	0,22	Transporte nacional	0,3	-11,7	-0,05
Gasolina y lubricantes	1,3	12,8	0,17	Artículos de limpieza	0,9	-2,9	-0,03
Cebolla	0,4	50,5	0,13	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-2,1	-0,02
Huevos	0,6	24,3	0,12	Electricidad	2,9	-0,7	-0,02
Espesias y sazónadores	0,5	18,9	0,11	Aceites	0,5	-3,6	-0,02
Gas	1,4	5,7	0,08	Leche en conserva	1,6	-1,0	-0,02
Consumo de agua	1,6	4,5	0,07	Alquiler de vivienda	2,4	-0,6	-0,01
Bebidas gaseosas	1,3	5,6	0,07	Palta	0,1	-9,4	-0,01
Total			1,53	Total			-0,31

Inflación importada

94. La inflación importada registró una variación acumulada de 2,5 por ciento entre enero y agosto. El incremento refleja la evolución de los componentes combustibles (8,9 por ciento).

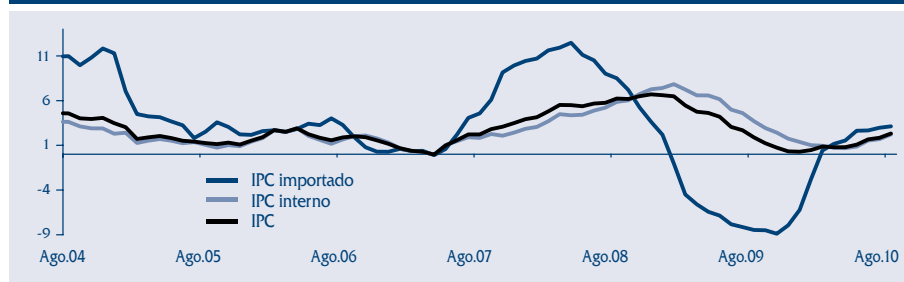




CUADRO 32
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2002 - 2009
 (Variación porcentual acumulada)

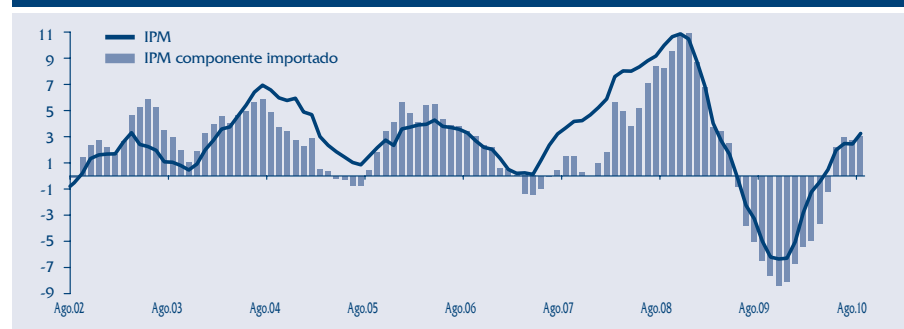
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	
						Ene.-Ago.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	2,45	3,13
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	-0,30	-0,67
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	8,87	11,75
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	0,06	-0,34
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	0,53	-0,29
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	2,02	2,19
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,06	2,31
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,63	-5,04

Gráfico 90
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
 (Variación porcentual últimos 12 meses)



El índice de precios al por mayor se incrementó 2,7 por ciento entre enero y agosto, reflejando la evolución de sus componentes doméstico (2,7 por ciento) e importado (2,5 por ciento). En los últimos 12 meses, los precios al por mayor aumentaron 3,2 por ciento, correspondiéndoles a sus componentes doméstico e importado incrementos de 3,3 y 3,0 por ciento, respectivamente.

Gráfico 91
ÍNDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR
 (Variación porcentual últimos 12 meses)



Expectativas de inflación

95. Las expectativas de inflación de los agentes económicos para 2010 se han elevado respecto a la información presentada en el Reporte de junio. Para 2011 y 2012, en general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento).

CUADRO 33		
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)		
	Mayo 2010	Agosto 2010
Sistema Financiero		
2010	2,5	2,7
2011	2,5	2,5
2012	2,5	2,5
Analistas Económicos		
2010	2,5	2,9
2011	2,5	2,4
2012	2,5	2,0
Empresas No Financieras		
2010	2,2	2,5
2011	2,5	2,5
2012	2,5	2,5

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 reduce de 66 en el Reporte de junio a 60 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 disminuido de 66 a 61 desde el Reporte previo.

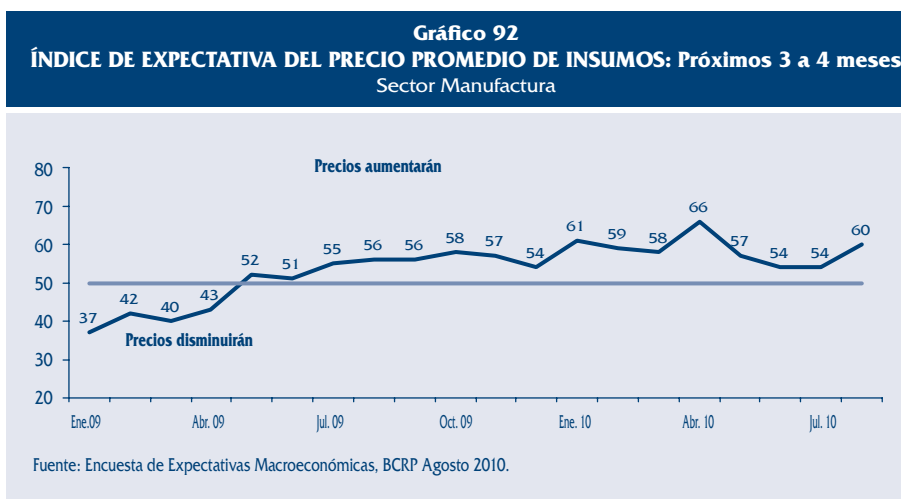
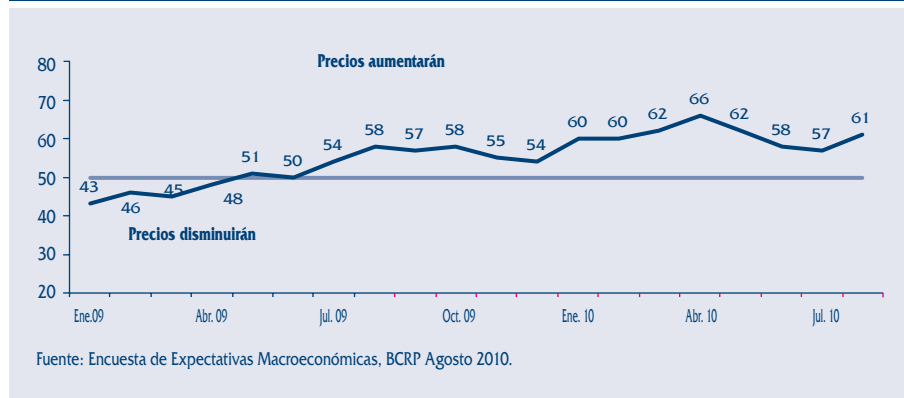




Gráfico 93
ÍNDICE DE EXPECTATIVA DEL PRECIO PROMEDIO DE VENTA: Próximos 3 a 4 meses
Sector Manufactura



Pronósticos de Inflación

96. Los datos de inflación observados desde el Reporte de Inflación de junio 2010 han estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho reporte. En particular, se ha observado que la inflación inició una fase de convergencia hacia el rango meta, alcanzando un valor de 2,31 por ciento en agosto. Asimismo, la revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años han generado cambios menores en el escenario central de proyección respecto al contemplado en el último Reporte.

De este modo, se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango meta en los dos próximos años, aunque para 2010 estaría más cercana al límite superior de dicho rango por el efecto transitorio de aumentos en los precios de algunos alimentos, evolución asociada a choques de oferta. Esta proyección supone que la brecha producto se cierra en 2010, que las expectativas de inflación se mantienen en el rango meta, y que parte de los choques transitorios que afectaron la inflación durante el primer semestre del año 2010 se revierten.

Asimismo, el escenario base de proyección contempla un retiro gradual del estímulo monetario adoptado en respuesta a la crisis financiera reciente, lo que es consistente con la evolución de la brecha producto, que indica una menor necesidad de un estímulo monetario significativo. En este escenario, se eleva la proyección de crecimiento del PBI de 0,9 en el año 2009 a una tasa de crecimiento anual de alrededor de 8,0 por ciento para el año 2010.

97. Para 2011 y 2012 se estima que el crecimiento del PBI se encontraría alrededor del 6,0 por ciento, cifras cercanas al crecimiento potencial de la economía, lo que contribuiría a que la inflación se ubique dentro del rango meta durante estos años.

Gráfico 94
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

Gráfico 95
PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI: 2010 - 2012
(Variaciones porcentuales anuales del PBI en cada trimestre)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción del crecimiento del PBI a lo largo del horizonte de proyección. La franja más oscura alrededor de la proyección central muestra el 30 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.





**CUADRO 34
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2008	2009	2010 1/		2011 1/		2012 1/	
			RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10	RI Jun.10	RI Set.10
Var.% real								
1. Producto bruto interno	9,8	0,9	6,6	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0
2. Demanda interna	12,1	-2,9	8,8	11,4	6,8	6,9	6,0	6,0
a. Consumo privado	8,7	2,4	3,9	5,2	4,5	4,5	4,6	4,6
b. Consumo público	2,1	16,5	7,8	9,9	3,7	4,4	3,2	3,6
c. Inversión privada fija	25,8	-15,1	12,5	16,7	9,0	11,1	11,0	11,8
d. Inversión pública	42,8	25,5	23,9	31,6	7,3	6,3	6,5	3,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	8,8	-2,5	3,0	1,4	5,7	5,2	7,9	8,4
4. Importaciones de bienes y servicios	19,8	-18,4	14,5	19,4	10,1	10,1	8,0	8,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,6	-1,1	3,6	3,7	3,5	3,3	3,5	3,2
Nota:								
Brecha de producto 2/ (%)	4,3	-1,6	-1,0; 0,0	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5	-0,0; +1,0	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5
Var.%								
6. Inflación proyectada	6,7	0,2	2,0-2,5	2,5-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	37,8	-38,1	22,2	23,6	1,4	-1,6	1,3	0,0
8. Tipo de cambio nominal 3/	4,5	-7,6	-2,1	-3,3	0,6	1,0	1,2	0,1
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-4,8	0,9	-2,2	-3,0	0,2	1,6	1,1	0,9
10. Términos de intercambio	-13,8	-5,5	12,6	13,8	-3,3	-3,6	-1,3	-1,6
a. Índice de precios de exportación	4,9	-12,5	20,7	24,4	-1,5	-0,4	0,6	0,6
b. Índice de precios de importación	21,7	-7,4	7,2	9,4	1,9	3,3	2,0	2,2
Var.% nominal								
11. Circulante	16,7	11,0	22,0	25,0	19,0	19,0	18,5	18,5
12. Crédito al sector privado 4/	29,9	9,2	17,0	19,0	16,0	14,0	16,5	14,0
% del PBI								
13. Tasa de inversión interna	26,7	20,6	23,6	24,9	25,6	26,8	26,8	27,8
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,7	0,2	-1,0	-1,7	-2,1	-3,0	-2,3	-3,0
15. Balanza comercial	2,4	4,6	4,5	3,3	3,2	1,7	2,8	1,2
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,5	4,8	5,1	6,0	4,6	5,4	5,3	5,7
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,9	18,6	19,5	19,7	19,7	20,0	19,9	20,1
18. Gastos no financieros del gobierno general	17,3	19,6	19,8	19,9	19,4	19,8	19,0	19,3
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	-1,9	-1,6	-1,5	-1,0	-1,0	-0,4	-0,4
20. Saldo de deuda pública total	24,0	26,6	23,4	22,7	22,9	21,5	21,2	20,0

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).

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

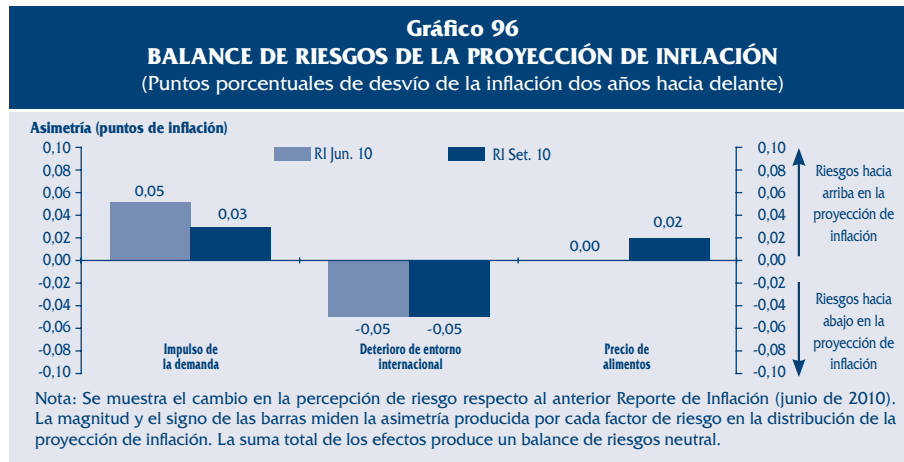
4/ Crédito de Sociedades de depósito medido a tipo de cambio constante.

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

VI. Balance de Riesgos

98. La proyección de inflación supone un balance de riesgos neutral, es decir que la probabilidad de que la tasa de inflación se encuentre por encima de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por debajo.
99. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son:
- **Deterioro del entorno internacional.** El escenario base considera que la actividad económica mundial se recuperaría y que los términos de intercambio se mantendrían en niveles altos, aunque decrecientes, durante el horizonte de proyección (2010 - 2012). En este escenario, se tendría una menor demanda mundial de *commodities*, menores precios para una buena parte de nuestras exportaciones primarias, condiciones crediticias internacionales desfavorables, y una consecuente desaceleración en la economía doméstica. De materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo. Adicionalmente, el Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y distintos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia.
 - **Mayor dinamismo de la economía doméstica.** El escenario base de proyección considera una senda de crecimiento sostenido de la demanda interna, sin presiones inflacionarias. Sin embargo, si el gasto privado y público se elevan significativamente por encima de lo previsto en el escenario base, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
 - **Incremento de precios de alimentos.** La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios como el trigo, el maíz, la soya y el azúcar muestra que se ha incrementado la probabilidad de mayores precios a futuro. Además, existe incertidumbre sobre factores climáticos que podrían afectar la oferta doméstica de alimentos. Estos choques tendrían un efecto transitorio sobre la inflación. En este escenario, el Banco Central retiraría más rápidamente el estímulo monetario únicamente en la medida en que el potencial incremento de la inflación por factores de oferta afecte las expectativas de inflación.





CONCLUSIÓN

100. Se proyecta que la inflación se mantendría en el rango meta en el horizonte de proyección, evolución que se sustenta en la proyección de la brecha del producto que se cerraría este año como consecuencia de un mayor dinamismo en la actividad económica y que se mantendría cerca de cero en el horizonte de proyección; expectativas inflacionarias que se mantienen ancladas en el rango meta, una reversión gradual en el estímulo monetario, y una moderación del estímulo fiscal, y la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de productos importados en la primera mitad de 2010.