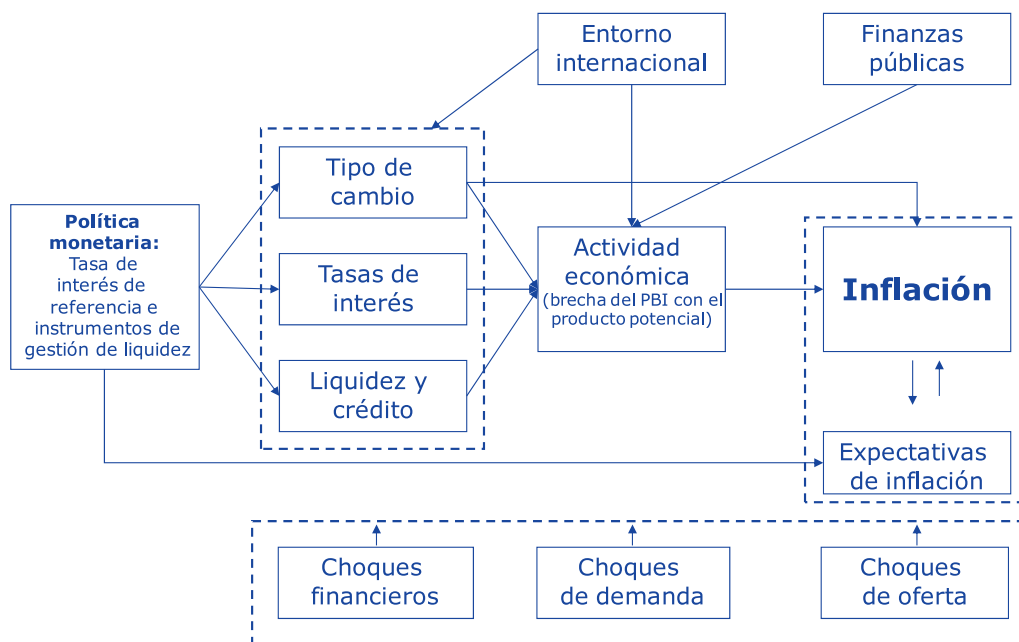


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2011-2012

Marzo 2011



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 2011-2012

Marzo 2011

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	10
II. Actividad económica	34
III. Balanza de pagos	50
IV. Finanzas públicas	56
V. Política monetaria	68
VI. Inflación	85
VII. Balance de riesgos	95

RECUADROS

1. Ejecución presupuestaria y créditos suplementarios.....	66
2. Respuestas de política frente a elevados flujos de capitales	82

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a diciembre de 2010 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, a febrero de 2011 de las cuentas monetarias, de la inflación, mercados financieros y 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 se constituye en la meta operativa de la política monetaria y afecta con rezagos y por distintos canales 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 y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con aún 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 junio de 2011.





Resumen

- i. En enero el Directorio del Banco Central decidió reanudar el retiro del estímulo monetario, luego de la pausa realizada durante el último trimestre de 2010. Las alzas en la tasa de referencia continuaron siendo complementadas con mayores requerimientos de encaje en nuevos soles y dólares. Estas medidas, que tienen un carácter preventivo, buscan atenuar el impacto de los choques de oferta externos en alimentos y energía sobre las expectativas de inflación, en un entorno de altas tasas de crecimiento de la actividad económica.

La tasa de interés de referencia se ha reajustado en tres oportunidades entre los meses de enero y marzo, con incrementos de 25 puntos básicos en cada mes, con lo que la tasa se ha elevado de 3,0 a 3,75 por ciento. También se ha reajustado la tasa de encaje medio para los depósitos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, en 0,25 por ciento en dos ocasiones. Estas medidas se han complementado con modificaciones en la normatividad referida a los encajes de las sucursales en el exterior de los bancos y con cambios en la tasa de encaje de los adeudados externos de corto plazo de la banca.

En este contexto, los comunicados de política monetaria del primer trimestre enfatizan que cualquier futuro ajuste en la tasa de interés de referencia estará condicionado a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

- ii. Los diversos **indicadores adelantados de actividad** señalan que durante el primer trimestre de 2011 el PBI del Perú continuaría mostrando altas tasas de crecimiento, en un contexto en el que las empresas mantienen expectativas positivas sobre el curso futuro de la economía, junto con un fuerte dinamismo del gasto privado. La inversión privada sigue mostrando una dinámica importante, manifestada en los mayores anuncios de inversión y la evolución de las importaciones de bienes de capital y la construcción.

Considerando esta información, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento prevista para los años 2011 y 2012 a 7,0 y 6,5 por ciento, respectivamente (medio punto por encima de los previstos en el Reporte de Inflación de diciembre). Ello supone que se tendría una brecha producto ligeramente positiva en 2011, la cual irá convergiendo a una posición neutral a lo largo del horizonte de proyección.

- iii. Se ha revisado el escenario de proyección de las **cuentas fiscales** para incorporar el impacto que tendrían las recientes medidas tributarias. Considerando el mayor crecimiento de la actividad económica, los mayores precios de *commodities* esperados en el horizonte de proyección, y asumiendo que el fisco mantendrá el mismo nivel de gasto no financiero señalado en el Marco Macroeconómico Multianual de Agosto 2010, se prevé un déficit de 0,3 por ciento del producto para 2011 y un déficit nulo para 2012.

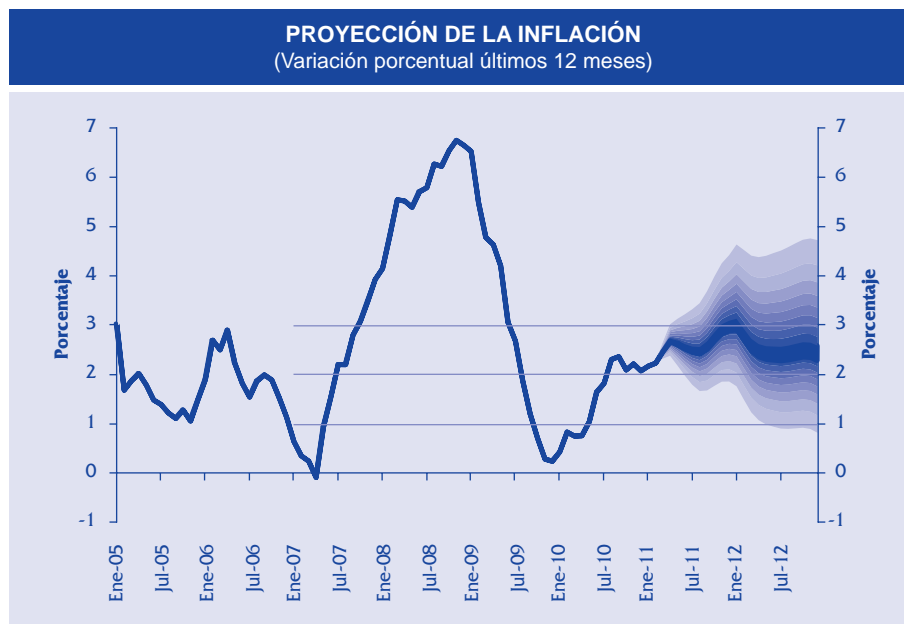
- iv. El **escenario internacional** muestra una mejora de los indicadores de actividad en los países desarrollados, por lo que se ha revisado la proyección de crecimiento mundial para 2011 y 2012 de 3,7 a 4,1 por ciento para ambos años. Se espera que la recuperación de la actividad económica mundial no sea homogénea. El crecimiento de las economías desarrolladas continúa dependiendo del grado del estímulo fiscal y monetario y en la mayor parte de los casos las presiones inflacionarias se mantienen bajo control. Por el contrario, las economías emergentes vienen enfrentando mayores presiones inflacionarias generadas por el fuerte crecimiento de la demanda interna en un entorno de altos precios de alimentos y energía, razón por la cual algunas de ellas han empezado a retirar el estímulo monetario.
- v. La proyección de déficit en cuenta corriente de la **balanza de pagos** se ha revisado de 3,1 a 3,3 por ciento para 2011 considerando un mayor crecimiento previsto de la demanda interna y su impacto sobre el volumen de importaciones. Para 2012 el déficit en cuenta corriente aumentaría de 3,2 a 3,5 por ciento, debido a una mayor caída prevista de los términos de intercambio. Cabe destacar que los inlfujos de capitales externos de largo plazo más que compensarían el déficit en la cuenta corriente en ambos años.
- vi. Se proyecta que la **inflación** se elevaría principalmente por factores de oferta para ubicarse alrededor del límite superior de la meta hacia fines de 2011 y luego revertir su tendencia hacia el nivel meta a lo largo de 2012. Esta proyección se sustenta en expectativas inflacionarias ancladas en el rango meta, ajustes adicionales en la posición monetaria, una moderación del estímulo fiscal y en la reversión de los choques de oferta.
- vii. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son los siguientes:
- **Inflación importada por alimentos y energía.** La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios y del combustible muestra que la probabilidad de mayores precios a futuro se ha incrementado. En este escenario, el Banco Central, ajustaría más rápidamente su posición monetaria si es que el posible incremento en la inflación importada afecta las expectativas de inflación.
 - **Dinamismo en la economía doméstica.** El mayor optimismo, reflejado en los datos recientes sobre indicadores de actividad productiva, junto con las altas tasas de crecimiento del PBI registradas durante el año 2010 podrían contribuir a que la brecha del producto sea mayor a lo considerado en el escenario central. Ello generaría presiones de demanda sobre los precios internos por lo que bajo este escenario la política monetaria ajustaría su posición de manera más rápida.
 - **Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.** El escenario base considera la recuperación de la actividad económica mundial, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para





la economía peruana. A los factores de riesgo ya mencionados en el Reporte de diciembre, referidos a la sostenibilidad fiscal en algunas economías de la Eurozona y a la posibilidad de una desaceleración mayor en China, se suma ahora el riesgo del alza de precios internacionales de alimentos y del petróleo, debido a los recientes conflictos en algunos países del Norte de Africa y del Medio Oriente; y la incertidumbre sobre el impacto del terremoto ocurrido en Japón. Este contexto internacional contingente conllevaría una desaceleración en el crecimiento de la economía doméstica y una mayor volatilidad de los mercados financieros.

El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia. Así, de materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo.



RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2008	2009	2010	2011 1/		2012 1/	
				RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
Var.% real							
1. Producto bruto interno	9,8	0,9	8,8	6,5	7,0	6,0	6,5
2. Demanda interna	12,2	-2,8	12,8	7,6	8,1	6,1	6,5
a. Consumo privado	8,7	2,4	6,0	5,0	5,6	4,6	5,3
b. Consumo público	2,1	16,5	10,6	5,0	5,0	2,7	2,7
c. Inversión privada fija	25,8	-15,1	22,1	14,5	15,0	12,3	12,5
d. Inversión pública	42,8	25,5	26,5	8,8	8,8	4,4	4,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	8,8	-3,2	2,5	5,2	5,2	8,4	8,4
4. Importaciones de bienes y servicios	20,2	-18,6	23,8	10,6	11,2	8,0	8,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,6	-1,1	4,4	3,2	3,6	3,2	3,4
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	4,3	-1,6	-0,5 ; +0,5	0,0 ; +1,0	0,0 ; +1,0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var.%							
6. Inflación proyectada	6,7	0,2	2,1	1,5-2,5	2,5-3,5	1,5-2,5	2,0-3,0
7. Precio promedio del petróleo	37,8	-38,1	28,7	8,9	22,3	0,0	1,7
8. Tipo de cambio nominal 3/	4,5	-7,6	-2,1	-0,6	-1,6	0,0	-1,4
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-4,8	0,9	-2,1	-1,6	1,4	0,3	-1,2
10. Términos de intercambio	-14,4	-2,8	17,9	-0,7	1,8	-1,2	-2,4
a. Índice de precios de exportación	3,5	-10,0	29,9	3,5	12,5	0,4	-0,7
b. Índice de precios de importación	21,0	-7,4	10,1	4,2	10,4	1,7	1,8
Var.% nominal							
11. Circulante	16,7	11,0	25,5	20,0	21,0	18,0	18,0
12. Crédito al sector privado 4/	30,3	8,5	16,3	15,0	16,0	14,5	15,0
% del PBI							
13. Tasa de inversión bruta fija	25,8	22,9	25,1	27,0	26,8	28,1	27,8
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,2	0,2	-1,5	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5
15. Balanza comercial	2,0	4,7	4,4	2,9	3,7	2,5	3,0
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,6	4,8	7,8	6,0	6,5	5,9	5,7
17. Ingresos corrientes del gobierno general	21,0	18,6	19,8	20,1	19,5	20,2	19,3
18. Gastos no financieros del gobierno general	17,3	19,5	19,3	18,9	18,6	18,5	18,2
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	-1,9	-0,6	0,0	-0,3	0,5	0,0
20. Saldo de deuda pública total	24,1	27,2	23,9	21,4	21,3	19,8	19,6

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/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

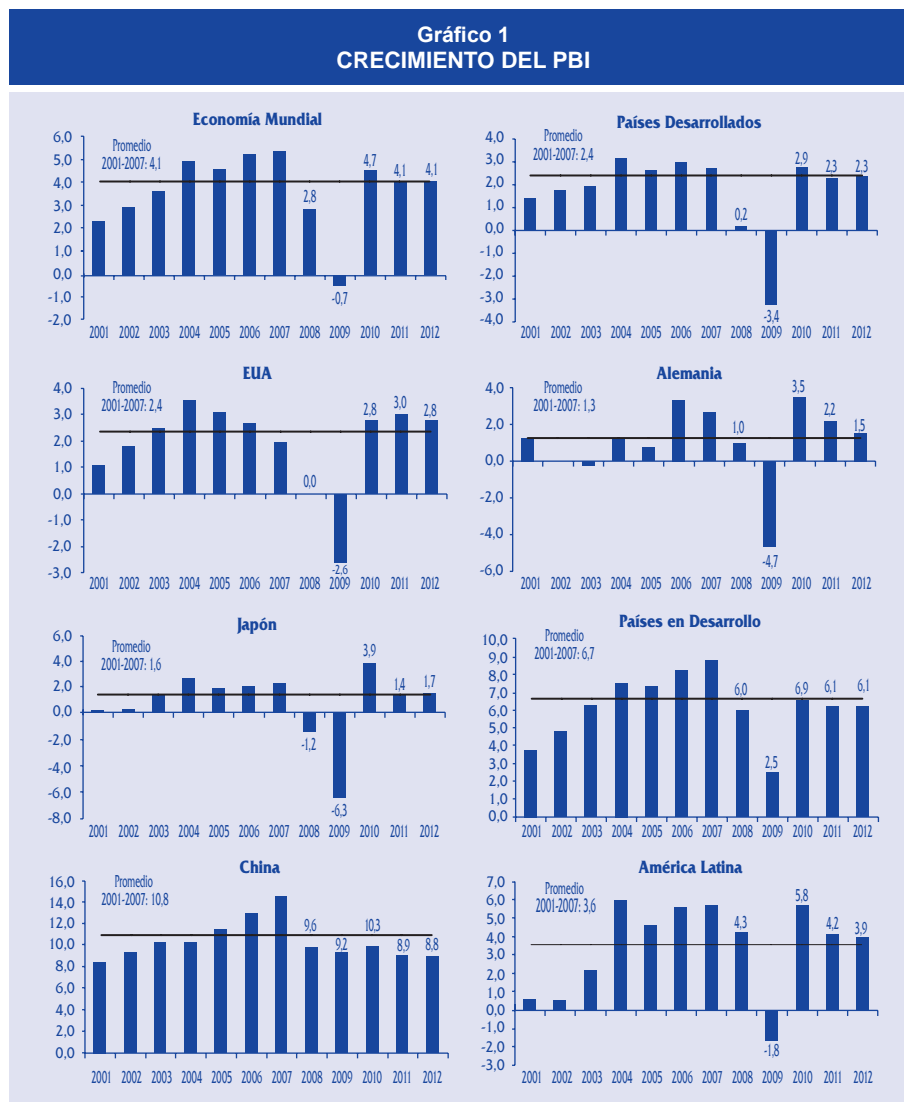
5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.



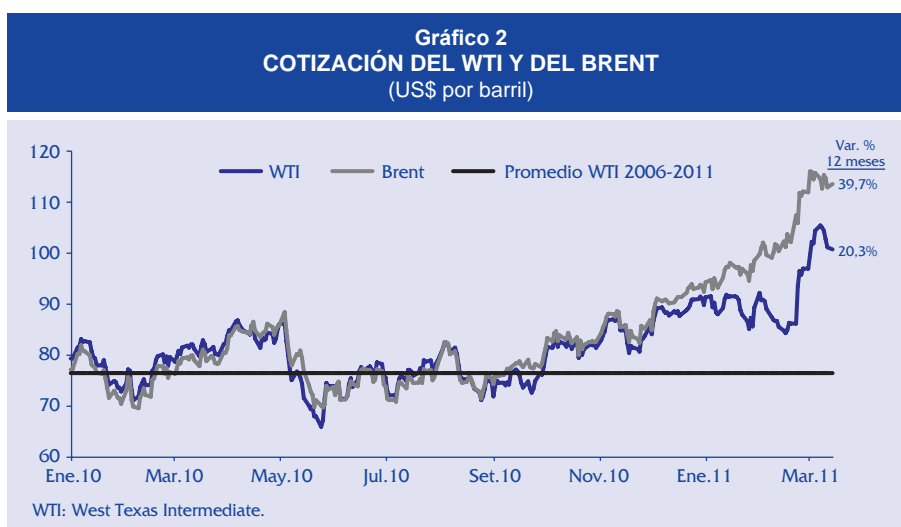


I. Escenario Internacional

1. La **actividad económica mundial**, que se recuperó significativamente en el año 2010, viene presentando una serie de indicadores positivos que han llevado a una revisión al alza en la proyección de crecimiento para 2011 y 2012. Sin embargo, esta recuperación no es homogénea. En las economías desarrolladas el crecimiento es aún fuertemente dependiente de los estímulos fiscal y monetario y, con excepción del Reino Unido, no muestran presiones inflacionarias. Por el contrario, el dinamismo de las economías emergentes se da en un contexto de mayor crecimiento de la demanda interna, dinamismo del crédito y aumento de las presiones inflacionarias; factores que en muchos casos han llevado a iniciar el retiro del estímulo monetario.



- En forma paralela se mantienen los factores de riesgo y, en algunos casos, se han incrementado. Así, la reciente alza en el precio de petróleo por los conflictos en algunos países del Norte de África y del Medio Oriente acentúa la tendencia observada desde agosto de 2010 e introduce un factor de incertidumbre adicional sobre las perspectivas de crecimiento e inflación mundial. Esta última variable viene siendo afectada, además, por el incremento en los precios internacionales de alimentos.



En segundo lugar, a pesar de las medidas fiscales adoptadas durante 2010, la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal en algunas economías de la **Eurozona** continúa afectando las condiciones financieras y las perspectivas de crecimiento de esa región. Asimismo, se mantiene el riesgo de una desaceleración mayor a la esperada en China como respuesta a las medidas monetarias y macroprudenciales aplicadas con el fin de reducir las presiones sobre los precios de los bienes y de los activos, así como de reducir la expansión del crédito. Finalmente, existe incertidumbre sobre el impacto en la economía mundial del terremoto y tsunami en Japón ocurrido el 11 de marzo.

Crecimiento mundial

- Indicadores recientes de actividad manufacturera y de servicios muestran una evolución positiva en lo que va del año, continuando con la tendencia observada en 2010. Se estima que el **PBI mundial** habría crecido 4,7 por ciento en el año 2010; las economías desarrolladas 2,9 por ciento, mientras que las economías emergentes lo habrían hecho en 6,9 por ciento. Este resultado se ubica por encima de lo previsto en el Reporte de diciembre.

Para los años 2011 y 2012 se espera que la economía mundial crezca 4,1 por ciento, por encima de lo proyectado en el Reporte anterior, explicado en parte por el mejor desempeño del último año.





Sin embargo, el crecimiento mundial sería ligeramente menor al del año 2010, lo que se explica por el retiro del estímulo monetario y la implementación de medidas macroprudenciales en las economías emergentes con el fin de controlar las presiones de demanda y moderar las expectativas inflacionarias derivadas del aumento de precios de *commodities*. Por su parte, las economías desarrolladas verían limitada su recuperación por un menor impulso fiscal, siendo el ajuste más severo en las economías de la Eurozona con problemas de deuda.

CUADRO 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2009	2010	2011		2012	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
Economías desarrolladas	-3,4	2,9	1,9	2,3	2,0	2,3
1. Estados Unidos	-2,6	2,8	2,4	3,0	2,4	2,8
2. Eurozona	-4,1	1,6	1,1	1,3	1,1	1,4
Alemania	-4,7	3,5	1,7	2,2	1,3	1,5
Francia	-2,6	1,5	1,3	1,4	1,3	1,5
3. Japón	-6,3	3,9	1,0	1,4	1,4	1,7
4. Reino Unido	-4,9	1,3	2,0	1,7	2,0	2,0
5. Canadá	-2,5	3,1	2,4	2,6	2,4	2,4
6. Otras economías desarrolladas	-1,4	5,4	3,2	3,5	3,2	3,8
Economías en desarrollo	2,5	6,9	5,9	6,1	5,8	6,1
1. África subsahariana	2,8	5,0	5,5	5,5	5,5	5,5
2. Europa Central y del Este	-3,7	3,9	3,4	3,6	3,5	4,1
3. Comunidad de Estados independientes	-6,5	4,4	4,2	4,5	4,2	4,5
Rusia	-7,9	4,0	3,8	4,2	3,8	4,2
4. Asia en desarrollo	7,0	9,2	7,6	7,9	7,6	7,9
China	9,2	10,3	8,9	8,9	8,8	8,8
India	5,7	9,0	7,2	8,0	7,2	8,0
5. Oriente Medio y Norte de África	1,8	3,9	4,9	4,6	4,8	4,6
6. América Latina y Caribe	-1,8	5,8	3,7	4,2	3,6	3,9
Brasil	-0,2	7,5	4,0	4,5	4,0	4,0
Economía Mundial	-0,7	4,7	3,7	4,1	3,7	4,1
Nota:						
BRICs 1/	5,1	8,9	7,3	7,5	7,2	7,4
Socios Comerciales 2/	-1,1	4,4	3,2	3,6	3,2	3,4

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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

4. En las **economías desarrolladas** se continúa observando una expansión importante que se ha extendido a la actividad de servicios. Al igual que en 2010, este crecimiento estuvo fuertemente apoyado por el mantenimiento de los estímulos monetario y fiscal (con excepción de Alemania donde el crecimiento fue liderado por las exportaciones) y en un contexto de bajas presiones inflacionarias (con excepción del Reino Unido).

**CUADRO 2
INDICADORES DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS**

	Crecimiento 2010				Desempleo			Inflación			Déficit Fiscal*	
	Tasas trimestrales anualizadas				Tasas anuales			Tasas anuales			% PBI	
	I	II	III	IV	Dic.10	Ene.11	Feb.11	Dic.09	Dic.10	Ene.11	2010	2011
EUA	3,7	1,7	2,6	2,8	9,4	9,0	8,9	2,7	1,5	1,6	8,8	9,7
Reino Unido	1,2	4,1	2,8	-2,4	7,9	7,9	7,9	2,8	3,7	4,0	9,5	7,9
Eurozona	1,6	4,1	1,2	1,2	9,9	10,1	10,1	0,9	2,2	2,3	6,0	4,8
Alemania	2,4	9,1	2,8	1,6	8,1	7,5	7,5	0,9	1,7	2,0	3,7	2,8
Japón	6,1	2,0	3,2	-1,2	5,2	5,0	5,0	-1,7	0,0	0,0	8,7	7,7

*Fuente: Casas de inversión (marzo 2011).

En **Estados Unidos** se ha venido observando una ligera mejora en el mercado laboral y en las condiciones crediticias que han permitido un crecimiento del consumo personal (en el cuarto trimestre 2010 superó el 4 por ciento trimestral anualizado).

Sin embargo la recuperación de la demanda privada es lenta y parcial. Los últimos indicadores del sector construcción y las ventas de viviendas volvieron a caer en enero, lo que viene afectando la recuperación de la inversión residencial. Asimismo, el consumo privado, a pesar de su evolución reciente, todavía se encuentra limitado por el fuerte apalancamiento de las familias (el ratio de deuda/ingreso personal es mayor al 105 por ciento), por el elevado desempleo (9,4 por ciento al cierre de 2010) y por condiciones crediticias relativamente estrictas.

**CUADRO 3
ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO DEL PBI**
(Tasas trimestrales anualizadas)

	3T.08	4T.08	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10
PBI	-4,0	-6,8	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,6	2,8
Consumo Personal	-3,5	-3,3	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,4	4,1
Duradero	-12,0	-22,3	4,8	-3,1	20,1	-1,1	8,8	6,8	7,6	21,0
No Duradero	-5,5	-4,9	0,4	-0,7	1,7	3,1	4,2	1,9	2,5	4,8
Servicios	-1,3	0,6	-1,6	-1,7	-0,5	0,5	0,1	1,6	1,6	1,4
Inversión Bruta	-12,5	-36,8	-42,2	-18,5	11,8	26,7	29,1	26,2	15,0	-22,1
Inversión Fija	-11,9	-24,9	-35,4	-10,1	0,7	-1,3	3,3	18,9	1,5	4,8
No Residencial	-8,6	-22,7	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,0	5,3
Residencial	-22,6	-32,6	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,7	-27,3	2,8
Exportaciones	-5,0	-21,9	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,8	9,6
Importaciones	-0,1	-22,9	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8	-12,4
Gasto de Gobierno	5,3	1,5	-3,0	6,1	1,6	-1,4	-1,6	3,9	3,9	-1,5

Fuente: BEA.

Esta situación ha llevado a la renovación de los estímulos monetario y fiscal por US\$ 600 mil millones y US\$ 858 mil millones, respectivamente, en un contexto





de presiones inflacionarias controladas. La renovación de estos estímulos y las mayores utilidades corporativas, que impulsarían la inversión y el empleo, explican las mejores perspectivas de Estados Unidos para 2011 y 2012 respecto del Reporte de diciembre.

Europa continúa mostrando un comportamiento mixto. Al interior de la **Eurozona**, las economías más grandes tuvieron un sólido crecimiento, impulsadas por las exportaciones (Alemania) y por la demanda interna (Francia). A nivel sectorial, los índices *Purchasing Managers Index* (PMI), tanto de manufactura como de servicios, han mostrado una evolución positiva.

Por otro lado, las economías afectadas por la crisis de deuda (básicamente Grecia, Portugal, Irlanda y España) registraron mayormente contracciones en el crecimiento del PBI, por el ajuste fiscal y el deterioro de las condiciones de financiamiento público y privado que han puesto en discusión la posibilidad de un cese de pagos (*default*) de la deuda soberana.

En este contexto, se estima que, luego de crecer 1,6 por ciento en 2010, la Eurozona crecería a tasas de 1,3 y 1,4 por ciento en 2011 y 2012, respectivamente. Una mejor perspectiva de la Eurozona dependerá de las medidas que se vienen discutiendo para reformar el sistema financiero y de que se evite un escenario extremo de *default* soberano.

Reino Unido creció 1,3 por ciento en 2010, a pesar de la contracción del último trimestre, explicada en parte por condiciones climáticas. Los desarrollos positivos se sustentan en las exportaciones netas (por la depreciación previa de la libra), la inversión y en el consumo interno.

En línea con estos desarrollos, para 2011 y 2012 se estima un crecimiento de 1,7 y 2,0 por ciento, respectivamente. Las presiones inflacionarias, que llevarían a un ajuste de tasas para el presente año, y el aumento del Impuesto al Valor Agregado realizado a inicios de año, limitarían un mayor dinamismo.

Japón tuvo un crecimiento importante en 2010, básicamente en el primer semestre, favorecido por incentivos tributarios y mejores condiciones del mercado laboral que dinamizaron el consumo, y por la mayor inversión no residencial y las exportaciones netas. Sin embargo, luego del fuerte sismo que afectó esta economía, las expectativas de crecimiento para 2011 se están empezando a ajustar.

Los estimados de crecimiento para 2011, previo al terremoto, fluctuaban entre 1,4 y 1,7 por ciento. De acuerdo con Barclays, la región afectada en Japón representa alrededor del 6,5 por ciento del PBI del país, el 6,8 por ciento de la población, el 7,2 por ciento del stock de capital del sector privado y el 6,5 por ciento de los seguros de vida de las familias.

Respecto a la actividad económica, se podría esperar una caída en la actividad de la zona afectada en los dos trimestres siguientes y una recuperación posterior asociada a la reconstrucción; similar patrón se observó tras el terremoto de Kobe en 1995. Los costos de reconstrucción se estiman en alrededor de 3 por ciento del PBI.

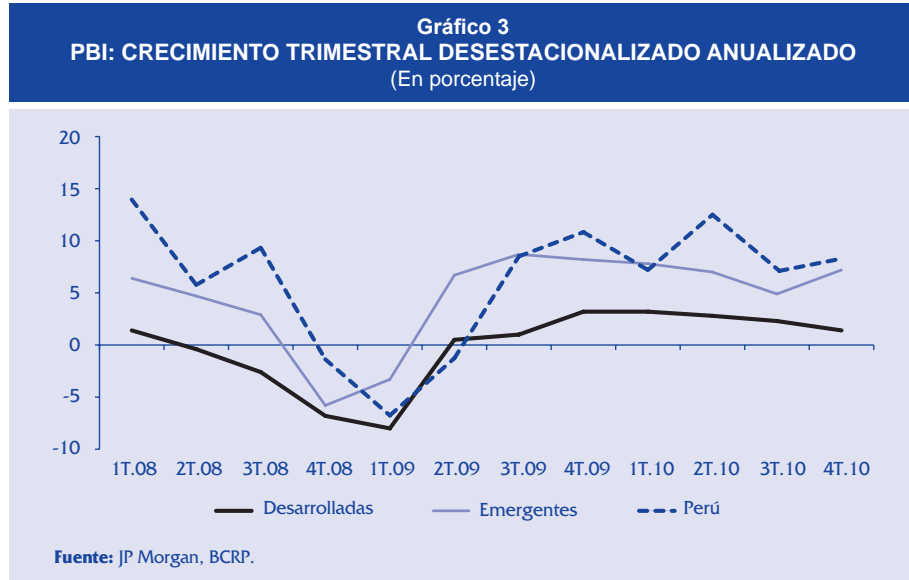
La paralización de la actividad productiva, en particular de la producción industrial, tendría un impacto negativo en la demanda de metales en el corto plazo. Sin embargo, la demanda por la reconstrucción más que compensaría la caída inicial. Se estima que los productos más beneficiados serían el cobre y el zinc. Asimismo, ante las dificultades para reponer en el corto plazo las fuentes nucleares, la demanda de carbón, que constituye la principal fuente de energía de Japón, debe experimentar un incremento en los próximos meses (Japón representa el 15 por ciento del consumo mundial de carbón). En un plazo mayor, y dado el daño de las centrales nucleares, es probable que se vea un cambio en la matriz energética de Japón, con una mayor participación no sólo de carbón sino también de gas e incluso petróleo.

Respecto a los mercados cambiarios, se espera que el yen enfrente presiones apreciatorias en el corto plazo como consecuencia de la entrada de capitales asociados a la reconstrucción, al pago de seguros y a la repatriación de capitales de las empresas japonesas; en la semana posterior al terremoto, el yen se apreció 3 por ciento respecto al dólar. Sin embargo, es probable que en un plazo más largo este efecto se vea compensado por las políticas del Banco de Japón de mantener su política monetaria expansiva. Las autoridades japonesas han anunciado recientemente que inyectarían liquidez en el mercado de dinero, incrementarían el tamaño de su plan de compra de activos y realizarían una mayor compra de bonos del Tesoro.

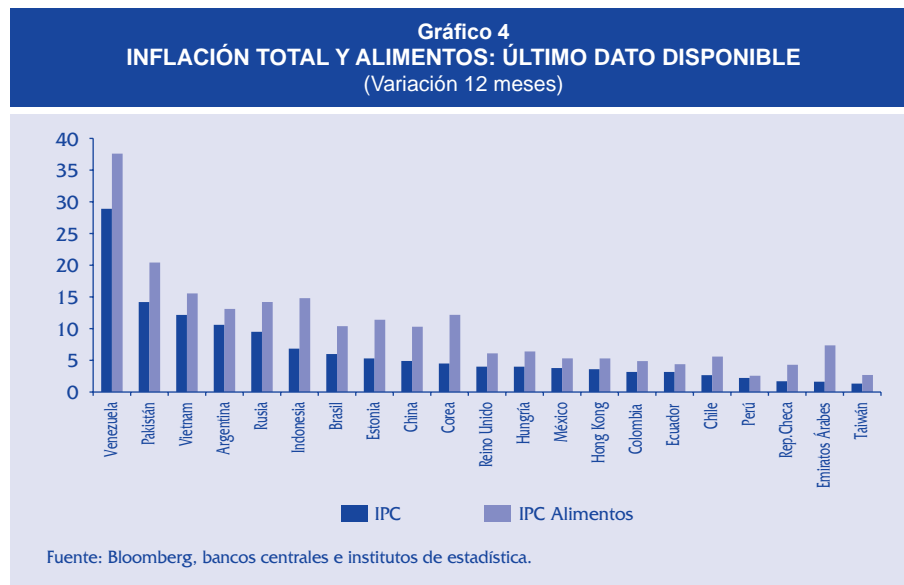
Por último, los efectos sobre las plantas nucleares incrementó significativamente la aversión al riesgo y explican parte de las caídas de las bolsas y de la mayor demanda por bonos del Tesoro de Estados Unidos. La bolsa de Japón acumuló una caída de 14 por ciento en los días posteriores al terremoto, hecho que también afectó a la mayoría de bolsas. La mayor demanda por bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, por su parte, llevó a una reducción de 25 pbs en su rendimiento. Es de esperar que estas caídas en la bolsa reflejen una sobreacción del mercado como sucedió tras el terremoto de Kobe (aunque en esa oportunidad el problema nuclear no estuvo presente).

5. Las **economías emergentes** continúan creciendo a tasas elevadas. El crecimiento de 6,9 por ciento de 2010 es incluso superior al observado en el período 2001-2007 y se sustenta en el dinamismo de la demanda interna y de las exportaciones, en un contexto de recuperación del comercio mundial. Los indicadores recientes de producción, actividad industrial y exportaciones muestran que esta tendencia se mantiene en muchas economías.





Este crecimiento ha estado acompañado por una menor brecha producto, dinamismo del crédito y un aumento de las presiones inflacionarias; factores que en muchos casos han llevado a iniciar el retiro del estímulo monetario.



La normalización de la posición de la política monetaria, que tuvo una pausa en el marco de la mayor volatilidad de los mercados por los problemas de la Eurozona, se reanudó en el último trimestre de 2010 y se ha mantenido en lo que va del año. Ello explica la moderación del crecimiento previsto para 2011-2012 respecto al 2010.

CUADRO 4
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA: 2007 - 2010
 (En porcentaje)

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Mar.11	Cambio (en pbs)	
						Mar.11/ Dic.10	Mar.11/ Dic.09
<u>Economías desarrolladas</u>							
Suecia	4,00	2,00	0,25	1,25	1,50	25	125
Israel	4,25	2,50	1,25	2,00	2,50	50	125
Australia	6,75	4,25	3,75	4,75	4,75	0	100
Corea del Sur	5,00	3,00	2,00	2,50	3,00	50	100
Canadá	4,25	1,50	0,25	1,00	1,00	0	75
Taiwán	3,38	2,00	1,25	1,63	1,63	0	38
Noruega	5,25	3,00	1,75	2,00	2,00	0	25
Nueva Zelanda	8,25	5,00	2,50	3,00	2,50	-50	0
Eurozona	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0	0
Eslovaquia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0
Estados Unidos	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0
Reino Unido	5,50	2,00	0,50	0,50	0,50	0	0
Suiza	2,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0	0
República Checa	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0	-25
Islandia	13,75	18,00	10,00	4,50	4,25	-25	-575
<u>Economías emergentes</u>							
Chile	6,00	8,25	0,50	3,25	4,00	75	350
Brasil	11,25	13,75	8,75	10,75	11,75	100	300
Perú	5,00	6,50	1,25	3,00	3,75	75	250
India	7,75	6,50	4,75	6,25	6,50	25	175
Pakistán	10,00	15,00	12,50	14,00	14,00	0	150
Tailandia	3,25	2,75	1,25	2,00	2,50	50	125
Malasia	3,50	3,25	2,00	2,75	2,75	0	75
China	7,47	5,31	5,31	5,81	6,06	25	75
Indonesia	8,00	9,25	6,50	6,50	6,75	25	25
Polonia	5,00	5,00	3,50	3,50	3,75	25	25
Filipinas	5,25	5,50	4,00	4,00	4,00	0	0
México	7,50	8,25	4,50	4,50	4,50	0	0
Turquía	15,75	15,00	6,50	6,50	6,25	-25	-25
Colombia	9,50	9,50	3,50	3,00	3,50	50	0
Hungría	7,50	10,00	6,25	5,75	6,00	25	-25
Sudáfrica	11,00	11,50	7,00	5,50	5,50	0	-150

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Dentro de las economías emergentes destaca **China**, que creció a una tasa de 10,3 por ciento en 2010 impulsado principalmente por la inversión y la



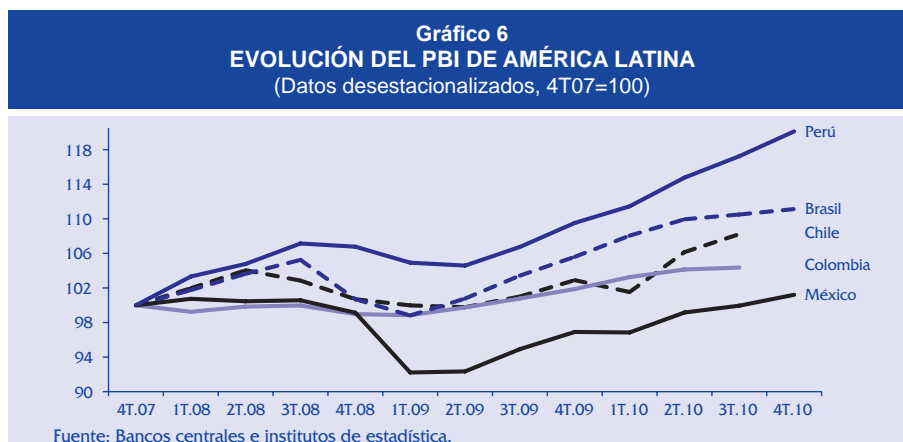


recuperación del comercio. Sin embargo, el crecimiento se viene moderando desde el segundo semestre en un contexto de medidas de política para evitar el sobrecalentamiento de la economía y sus efectos inflacionarios. La inflación se elevó de 2,7 por ciento anual en febrero de 2010 a 4,9 por ciento en febrero de 2011, también afectada por el mayor precio de alimentos (que pasó de 6,2 a 11 por ciento en el mismo periodo).

Durante el año 2010 y hasta febrero de 2011 se implementaron medidas para limitar el excesivo crecimiento de la liquidez y el crédito y moderar el alza en el precio de los inmuebles, entre las que destacan: el aumento de la tasa de encaje y de la tasa de interés del Banco Central (que se mantenía desde fines de 2008), límites a los préstamos bancarios, cuotas mensuales de préstamos por entidad, aumento de la tasa para créditos hipotecarios y de la cuota inicial para compra de segunda vivienda y prohibición de la compra de tercera vivienda para residentes. Por ello se estima un crecimiento menor para los años 2011-2012 (8,9 y 8,8 por ciento, respectivamente). Sin embargo, China, junto con India, seguiría liderando el crecimiento mundial en el horizonte de proyección.



El resto de economías emergentes se ha visto impactada favorablemente por la recuperación del comercio internacional (particularmente Asia), el aumento de los términos de intercambio (que compensó la grave sequía sufrida por los países de Europa oriental), así como por el dinamismo de la demanda interna. Particularmente, las economías de **América Latina**, que en el año 2010 crecieron 5,8 por ciento, se han beneficiado por el dinamismo del consumo y la inversión, así como por la demanda externa. Los indicadores mensuales de actividad y de producción industrial muestran que, en la mayoría de casos, esta tendencia se mantiene en lo que va del año.



El fuerte ritmo de expansión llevó a que algunos países inicien el proceso de retiro del estímulo monetario, lo que sumado al repunte de la inflación, en particular del componente de alimentos, generan expectativas de que el ciclo de ajuste de tasas continúe a pesar de la evidencia de presiones apreciatorias, las cuales han sido enfrentadas con intervenciones esterilizadas.

Términos de intercambio y precios de *commodities*

6. Hasta principios de marzo, las cotizaciones internacionales continuaron con la tendencia al alza observada desde el segundo semestre de 2010. En línea con estos desarrollos, las proyecciones de los principales productos de exportación e importación han sido revisadas al alza; en términos promedio, los **términos de intercambio** aumentarían 1,8 por ciento en 2011 y se corregirían levemente a la baja (2,4 por ciento) en 2012. Este escenario central no considera una agudización del conflicto en los países árabes la cual, de materializarse, impondría una mayor volatilidad a las cotizaciones internacionales.

CUADRO 5
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones y precios promedio)

	2009	2010	2011		2012	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
Términos de intercambio	-2,8	17,9	-0,7	1,8	-1,2	-2,4
Precios de Exportaciones	-10,0	29,9	3,5	12,5	0,4	-0,7
Cobre (ctv US\$ por libra)	234	342	380	425	380	415
Zinc (ctv US\$ por libra)	75	98	98	105	98	105
Oro (US\$ por onza)	974	1 225	1 300	1 369	1 300	1 370
Precios de Importaciones	-7,4	10,1	4,2	10,4	1,7	1,8
Petróleo (US\$ por barril)	62	79	86	97	86	99
Trigo (US\$ por TM)	193	195	292	336	289	334
Maíz (US\$ por TM)	139	157	230	259	218	228
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	859	1 133	1 260	1 133	1 262
Arroz (US\$ por TM)	561	503	530	535	515	524
Azúcar (US\$ por TM)	412	597	600	671	515	561





Gráfico 7
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1994=100)

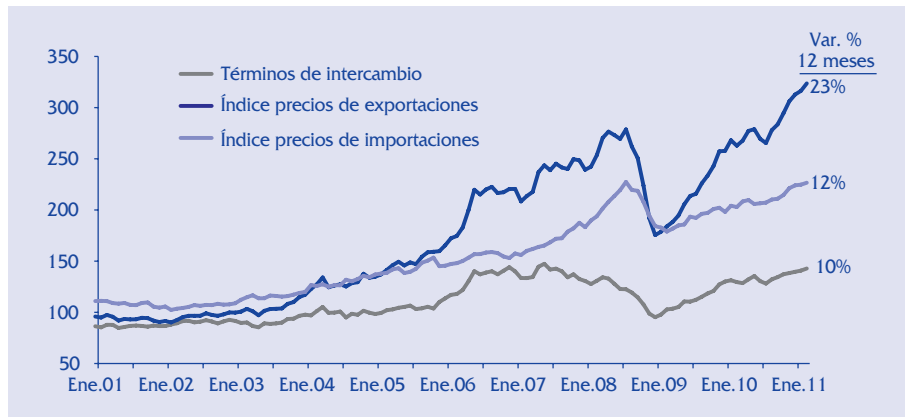
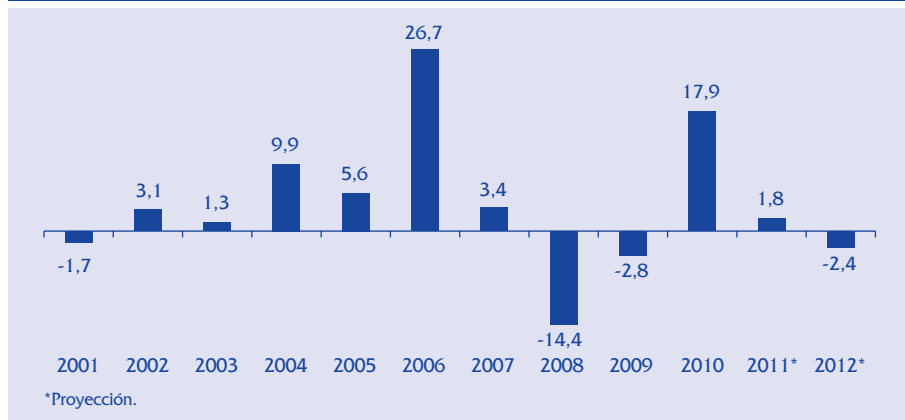


Gráfico 8
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)

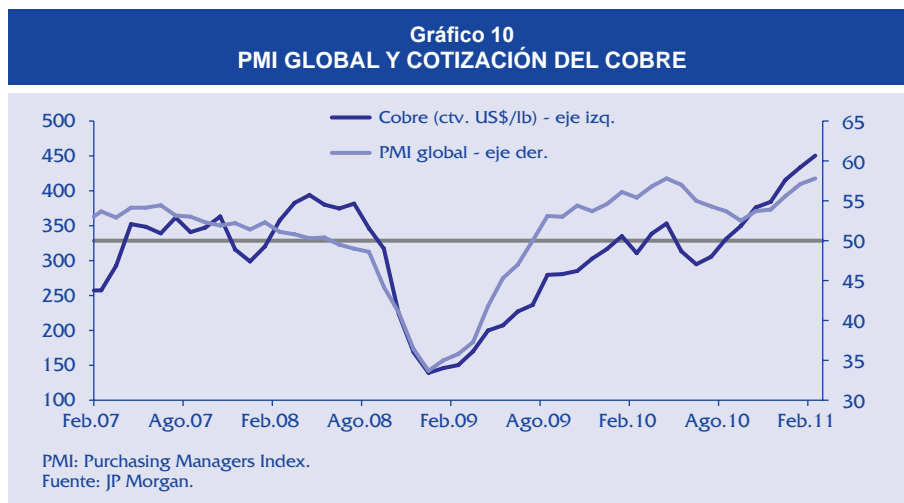
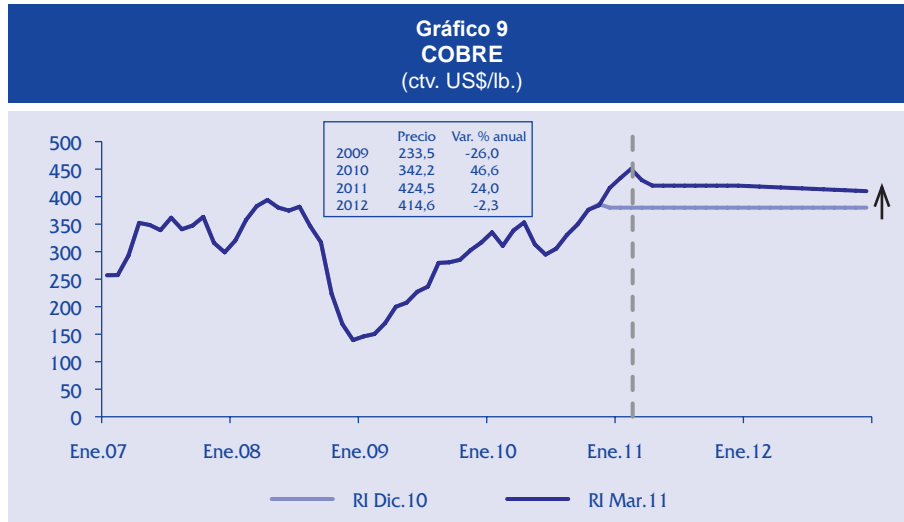


Cobre

7. En los dos primeros meses de 2011, el **cobre** registró un incremento de 7,6 por ciento. De este modo continuó con la tendencia que registró en el año 2010 cuando la cotización aumentó 47 por ciento.

El alza de precios se debe a la creciente estrechez del mercado del cobre debido a la mayor demanda de países emergentes (en particular China, a pesar de las medidas adoptadas para limitar la demanda) y el mejor desempeño de la producción industrial de las economías desarrolladas. Por el lado de la oferta, la producción está limitada por el estancamiento relativo de la producción en Chile y Estados Unidos debido a la reducción del grado del concentrado y el aumento de las paralizaciones. De otro lado, los nuevos proyectos son escasos y se encuentran principalmente en regiones vulnerables y con escasa infraestructura.

El mercado del cobre continuaría registrando un déficit de oferta durante los siguientes dos años, lo cual reduciría a los inventarios a niveles críticos. En este contexto, se estima que los precios se mantendrán elevados en el horizonte de proyección.



Zinc

- En los dos primeros meses de 2011, la cotización mostró un comportamiento al alza, al elevarse 8,1 por ciento. En 2010, el incremento fue de 31 por ciento. Su evolución, al igual que el resto de metales, no ha venido estando exenta de volatilidad.

Por el lado de la demanda se registró un incremento en las economías emergentes, en especial de China, y en menor medida recuperación en las economías avanzadas.





Sin embargo, existe incertidumbre sobre la senda de la recuperación ante la debilidad del sector construcción.

Por el lado de la oferta, el mercado de refinados tuvo una expansión que explica el incremento de los inventarios, por cuarto año consecutivo. Detrás del balance positivo en este mercado, estuvo la mayor producción de mina y refinados, principalmente de China; pero también de notables incrementos en la producción de Australia, Europa Oriental, Brasil, India y Perú. Estos desarrollos explican un menor incremento en el precio respecto a otros metales básicos.

Se estima que el precio se estabilizaría alrededor de US\$/lb. 1,05 en el horizonte de proyección, en la medida que los cierres de minas antiguas sean reemplazados por los nuevos proyectos previstos.

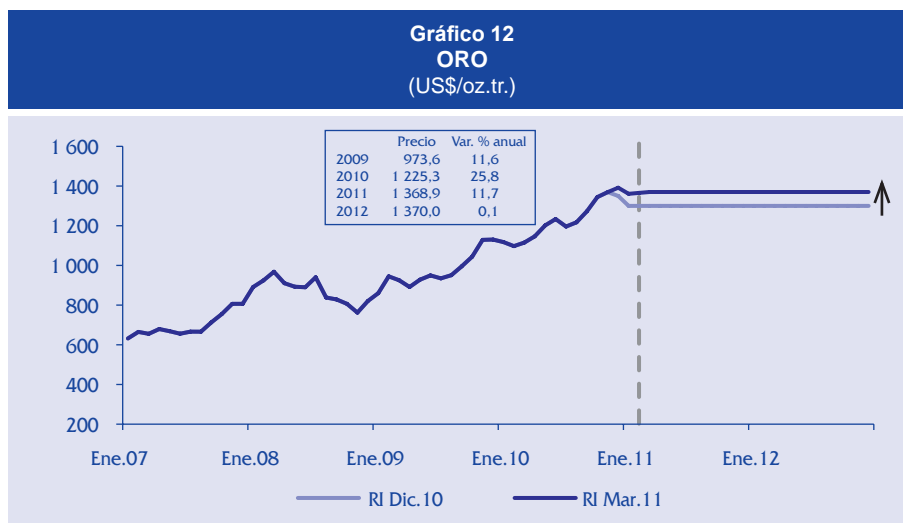


Oro

9. La cotización del **oro** alcanzó el día 7 de marzo un récord nominal de US\$/oz.tr. 1 435 en el contexto de incertidumbre por la situación en Medio Oriente y Norte de África y por las mayores expectativas de inflación derivadas del aumento de precios de petróleo y alimentos. En el año 2010, la cotización promedio aumentó 26 por ciento, alcanzando una cotización de US\$/oz.tr. 1 225.

Este incremento se produjo en un contexto de mayor aversión al riesgo y demanda de inversionistas para diversificar costos de portafolio particularmente en el último mes.

Se estima que la alta volatilidad registrada en el último año, se mantendrá para 2011, influida por posibles recomposiciones de las reservas internacionales a favor de este metal.



Petróleo

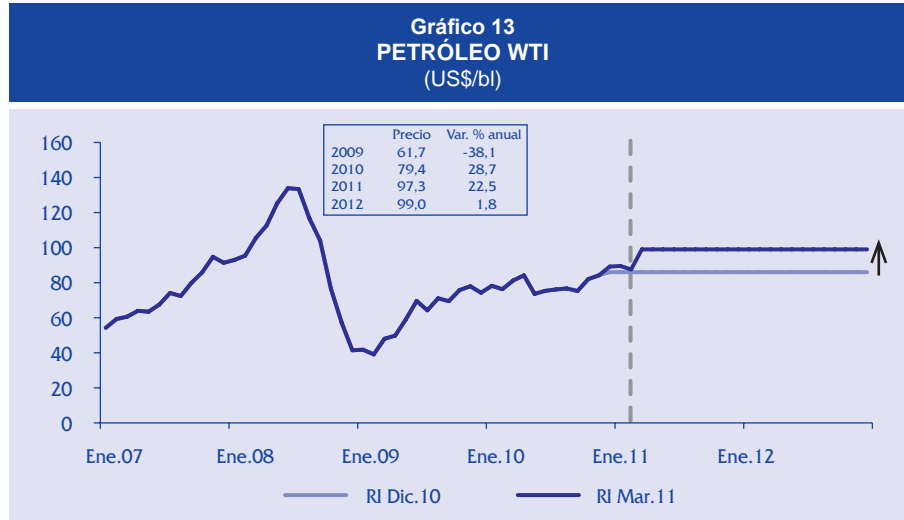
10. El precio del **petróleo** continuó con la tendencia al alza del segundo semestre. Desde los niveles mínimos de mayo de 2010 (US\$/bl. 65,96 el día 24), la cotización se recuperó hasta un nivel de US\$/bl. 91,49 a fines de año (28 de diciembre) y alcanzó un nivel de US\$/bl. 105,4 el 7 de marzo, el mayor en 29 meses.

El incremento en el precio del petróleo estuvo sustentado en tres factores: Por el lado de la demanda, una evolución más favorable de algunas economías desarrolladas y de países emergentes, China e India en particular. Por el lado de la oferta, se registraron restricciones en la producción de algunos países como México, Noruega y Medio Oriente. Finalmente, este comportamiento alcista fue acentuado por las mayores posiciones no comerciales en petróleo por parte de inversionistas, que más que se duplicaron en el año.

La volatilidad registrada en 2010, asociada en parte a tensiones geopolíticas, disrupciones temporales en la oferta y a la inestabilidad en Europa, se ha acentuado en lo que va del presente año por las tensiones en los países del Medio Oriente y Norte de África. Los países de dicha región, que actualmente se encuentran con problemas políticos, representan en conjunto el 27 por ciento de la producción diaria de petróleo y el 61 por ciento de las reservas probadas.

Se estima que estos factores mantendrían presionado el precio en el horizonte de proyección.



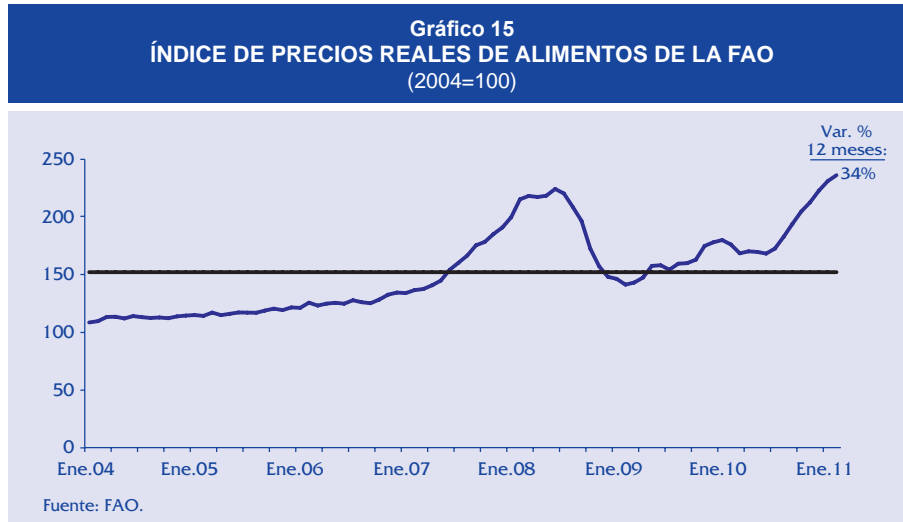


Alimentos

11. Los precios de los **alimentos** se han visto afectados, en forma simultánea, por choques de oferta y factores de demanda en un contexto de bajos niveles de inventarios para la mayoría de productos. La demanda de países emergentes, en particular China, se mantiene como un factor importante detrás de todos los mercados de alimentos. Los factores de oferta se vinculan al **Fenómeno de La Niña** que generó sequías en Argentina (impactando sobre la siembra de maíz y soya) e inundaciones en Australia (que afectaron la oferta de trigo y azúcar). Ante las restricciones en la producción mundial muchas economías han tratado de acumular inventarios y de adoptar medidas para asegurar un abastecimiento de su mercado interno lo cual ha acentuado aún más las presiones al alza.



12. El **índice de alimentos de la FAO** ha crecido por ocho meses consecutivos (con un alza acumulada de 40 por ciento desde junio 2010) y ha alcanzado su nivel máximo desde que se creó el índice, renovando los temores de presiones inflacionarias por alimentos, como las registradas en 2007 – 2008.



El interés de inversionistas que elevaron las posiciones no comerciales coadyuvaron a exacerbar la volatilidad, en un contexto de mercados mayormente ajustados, lo que junto a la fuerte correlación en los precios de los granos por su alto grado de sustitución como alimento para animales, dio mayor soporte a las distintas cotizaciones. El mayor precio del petróleo también viene influyendo en las cotizaciones de los alimentos, dado su uso creciente en el mercado de biocombustibles.

Maíz

13. La cotización del **maíz** registró un incremento de 12,8 por ciento durante el año 2010 alcanzando un nivel promedio de US\$/TM 221,4 en diciembre de dicho año. Este comportamiento continuó durante los dos primeros meses de 2011, periodo en el que la cotización del maíz aumentó 17,9 por ciento.

La demanda de China, que continúa como importador neto y la mayor demanda para etanol en Estados Unidos se sumaron a los factores de oferta que determinaron un mercado más ajustado en términos del ratio inventarios-consumo.

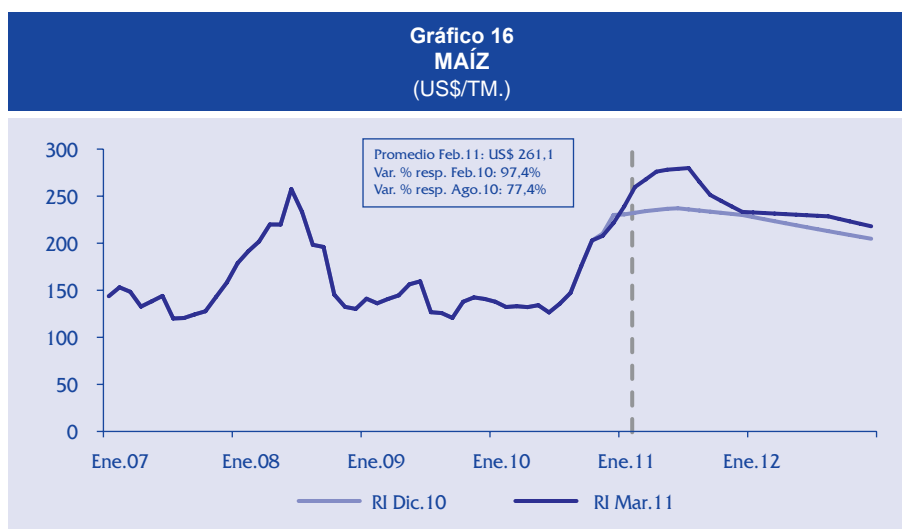
Entre los factores de oferta se pueden mencionar los problemas climáticos que determinaron menores rendimientos en la producción en Estados Unidos y la intensificación de los efectos del fenómeno de La Niña hacia finales de año y en los primeros meses de 2011 que implicaron sequía en Argentina, trayendo consigo efectos adversos sobre la evolución del maíz en este país. Este desarrollo incentivó mayores compras especulativas por parte de inversionistas.





Más recientemente, la presión originada desde el mercado del petróleo está influenciando la cotización spot y los futuros de este grano dada su utilización en la producción de etanol. Según el *World Agricultural Supply and Demand Estimates* (WASDE) del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de febrero de 2011, la demanda de etanol representará el 39,8 por ciento de la producción de Estados Unidos, el mayor productor y exportador mundial de este grano. Sin embargo, las lluvias recientes en Argentina, segundo exportador mundial, pueden mejorar las perspectivas de producción, contrarrestando parcialmente la estrechez del mercado.

En línea con lo señalado en el punto anterior, el maíz superó en febrero, en términos promedio, el nivel máximo observado en el año 2008. Se espera que la cotización se mantenga elevada asociada a la mayor demanda de etanol debido al alza en el precio del petróleo.



Trigo

14. El **trigo** registró un incremento de 1,3 por ciento en 2010, cerrando el año con una cotización promedio de US\$/TM 274,66 en diciembre de 2010. En los dos primeros meses del año el trigo aumentó 15,6 por ciento. Esta tendencia ascendente se inició con las condiciones climáticas desfavorables (altas temperaturas y sequía) en Kazajistán, Ucrania y Rusia, llevando a la prohibición de exportaciones en el caso de Rusia (hasta julio 2011) y la imposición de cuotas por parte de Ucrania.

En lo que va del año, el precio continuó aumentando, debido a la intensificación del fenómeno de La Niña, que ha afectado severamente a Australia, octavo productor y quinto exportador mundial de trigo. Del mismo modo, el clima seco en la zona de las Grandes Llanuras en Estados Unidos, particularmente en

Kansas, y el aumento en el precio del maíz, tuvieron efectos negativos sobre el trigo de invierno.

En ese contexto, se estima que la cotización se mantendrá elevada en 2011 y 2012, impulsadas por el contagio proveniente del mercado de maíz. Cabe mencionar que ambos productos son sustitutos entre si. Si se excluye China e India, se observa una reducción significativa en los inventarios mundiales, lo cual dejaría al mercado más vulnerable frente a nuevas pérdidas de producción para las campañas 2010/11, y 2011/12. Excluyendo a China e India, los inventarios finales de la campaña 2010/11 se ubican en 103,5 millones de TM, lo que implica una reducción de 18,5 por ciento respecto a la campaña previa.



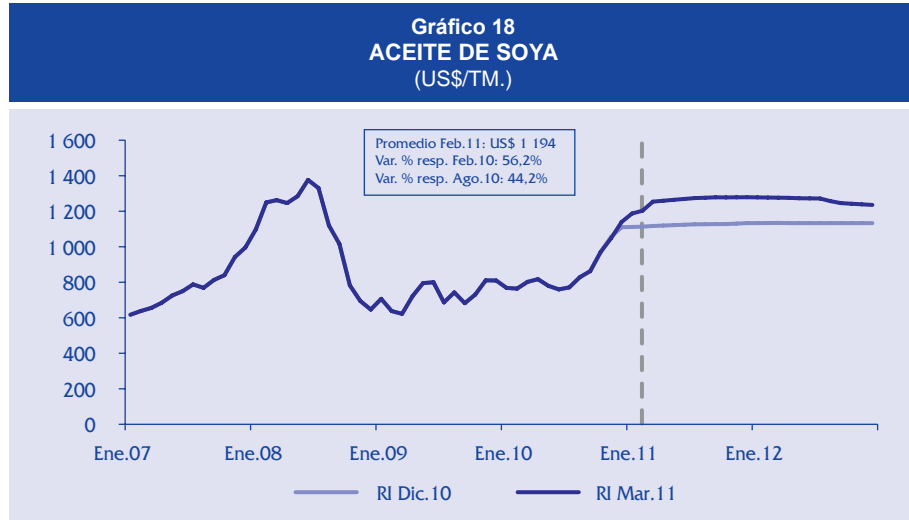
Aceite de Soya

15. La cotización del **aceite de soya** registró un aumento promedio de 17,9 por ciento en 2010; cerrando diciembre con un precio promedio de US\$/TM 1 139. El comportamiento ascendente continuó durante los primeros meses del año. La fuerte demanda de China por granos de soya, la sequía en Argentina, y el avance del petróleo son los principales factores detrás de esta evolución.

Argentina, el mayor exportador mundial de aceite de soya, está sufriendo una fuerte sequía en sus zonas productoras (fenómeno de La Niña), la cual podría tener efectos negativos sobre la producción de granos. Sin embargo, las lluvias que han llegado recientemente están revirtiendo las expectativas, tanto en Argentina como en Brasil.

La incertidumbre en la evolución de la cosecha de soya en Argentina, la posibilidad de que el petróleo se mantenga por encima de los US\$/bl. 100 y el dinamismo de la demanda china por granos de soya sostendrían el precio del aceite de soya en niveles altos en los próximos meses.





Azúcar

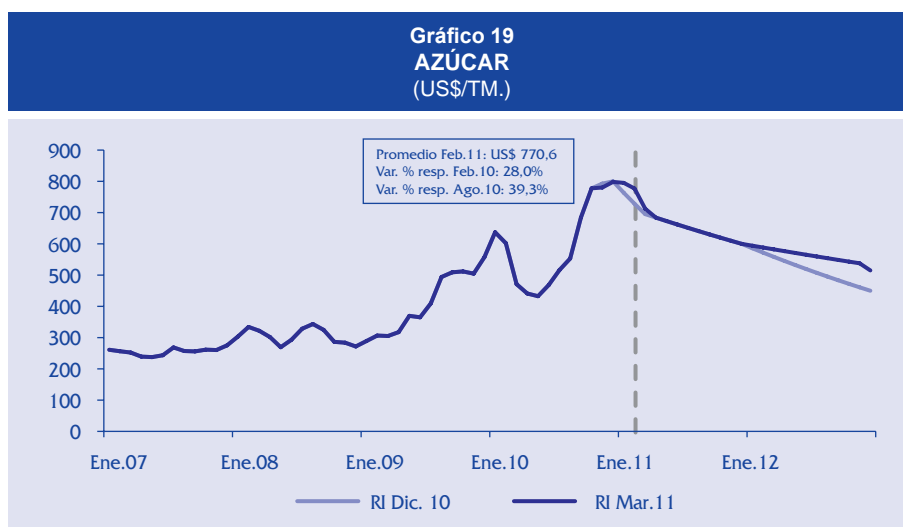
16. La cotización del **azúcar**¹ registró un incremento de 45,0 por ciento en 2010 hasta alcanzar un nivel promedio de US\$/TM 798 en diciembre. El precio del azúcar fue afectado por el recorte de producción en la India en la campaña 2009/2010, debido a un monzón más débil de lo esperado, y por lluvias por debajo de lo normal en Brasil. Estos hechos motivaron que el mercado del azúcar continuara ajustado (inventarios de 9,5 semanas de consumo), ocasionando que los precios alcancen su máximo nivel histórico en noviembre de 2010.

El precio del azúcar viene disminuyendo en los primeros meses del año ante la expectativa de mejora en la producción mundial en la campaña 2010/2011. Si bien estas expectativas se vienen validando (con la mayor producción de Brasil e India, que explican más del 50 por ciento de la producción mundial de caña de azúcar), el precio ha sido afectado recientemente por:

- Fuerte incremento en la demanda, reflejando en parte la necesidad de varios países, particularmente los de Asia, de aumentar sus inventarios locales ante el temor de una nueva caída inesperada de la oferta mundial.
- Ausencia de una política exportadora por parte de India. Se especula que el gobierno retrasaría la autorización para exportar ante presiones inflacionarias domésticas.
- Mayor demanda por etanol en un contexto de mayores precios del petróleo asociado a las tensiones en los países de Medio Oriente y del Norte del África.

¹ Contrato No. 11.

Luego de la normalización de lluvias en Brasil, se espera una corrección con el inicio del nuevo año de comercialización en este país (en abril 2011), en línea con la mejora en las condiciones climáticas.



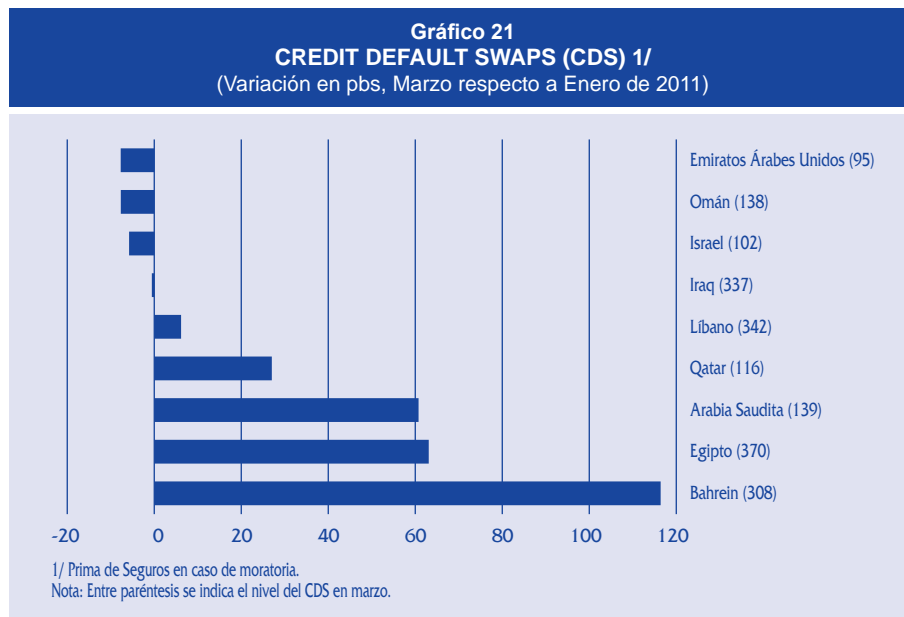
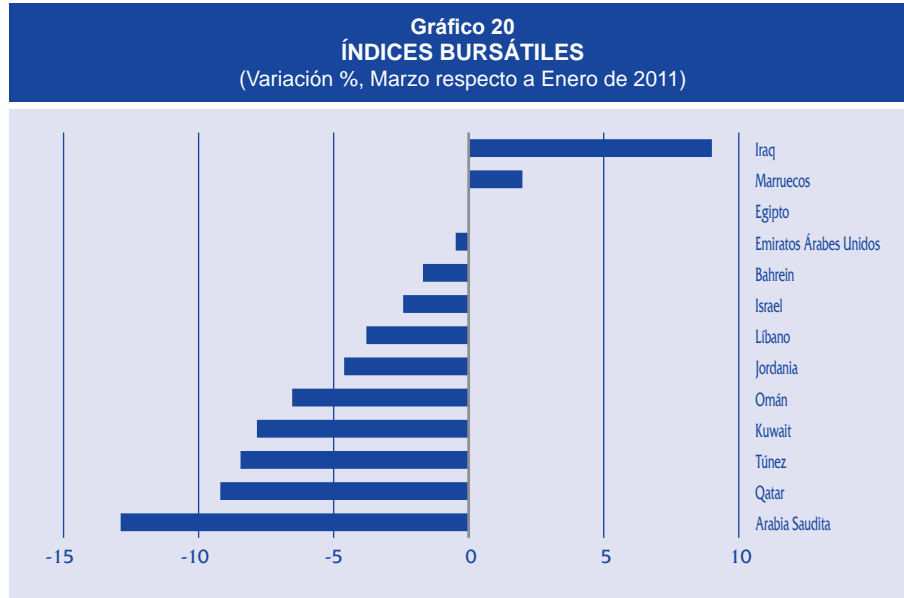
Mercados Financieros

17. Previo al sismo ocurrido en Japón, los mercados financieros continuaron mostrando durante 2011 la tendencia hacia la normalización observada en 2010. Esta tendencia se vio apoyada en la evolución favorable de la actividad económica, la adopción del segundo programa de compra de activos de la Reserva Federal (FED), el nuevo paquete fiscal de Estados Unidos y el mantenimiento de los altos niveles de liquidez internacional. Ello se reflejó en la recuperación de la confianza de los inversionistas y en la mayor demanda por activos riesgosos.

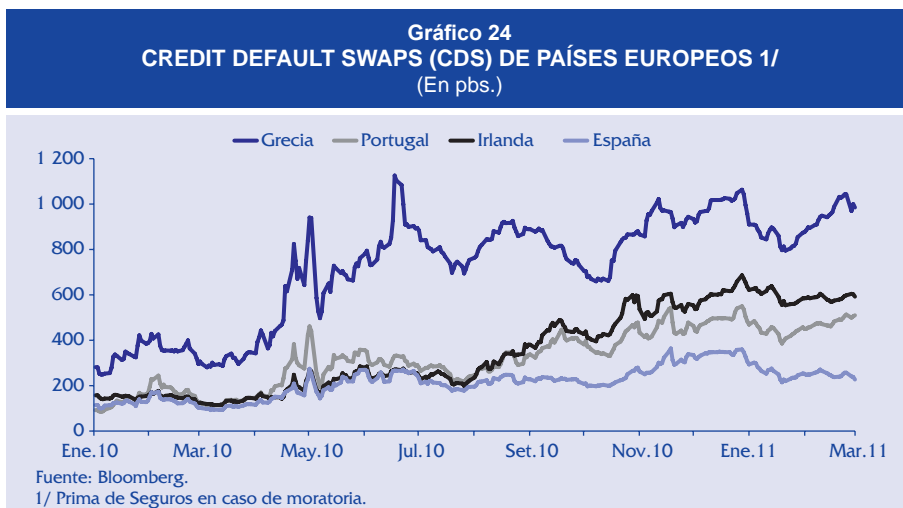
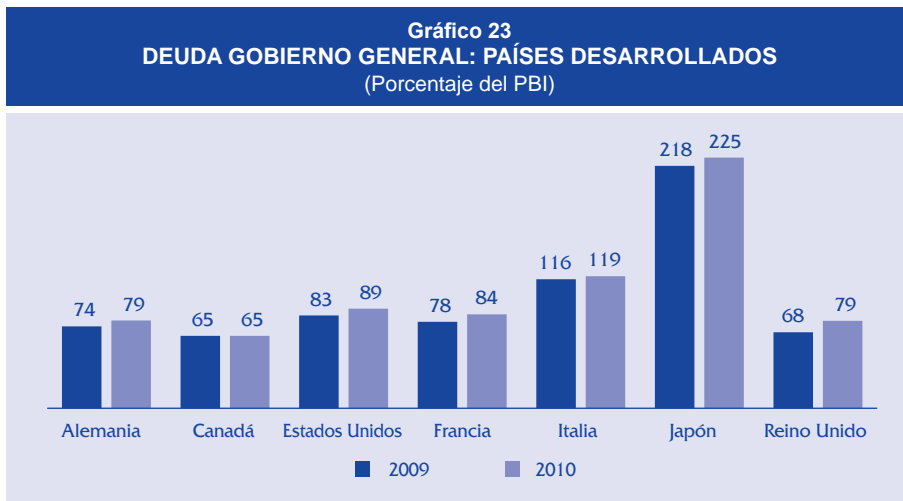
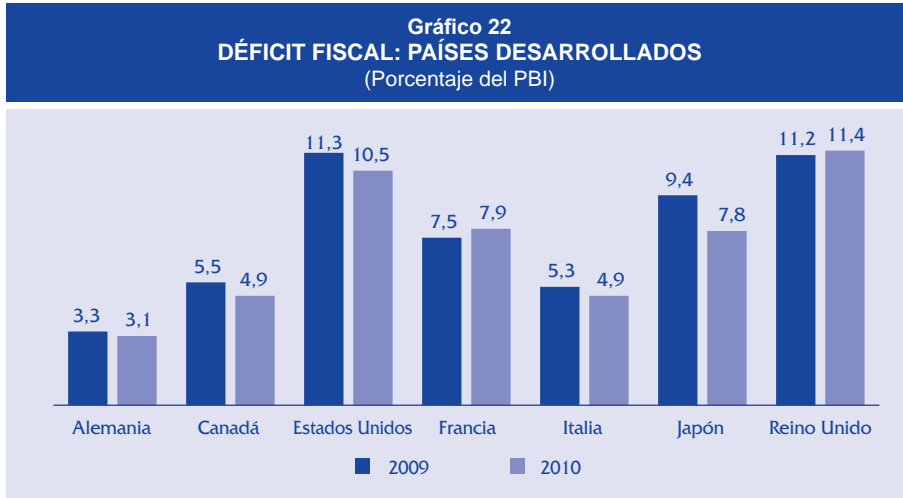
En línea con ello, los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas registraron alzas, los *spreads* crediticios corporativos de las economías desarrolladas y los *spreads* soberanos de las principales economías emergentes se redujeron, y los retornos de los bonos del tesoro americano se elevaron.

18. Sin embargo, las tensiones geopolíticas recientes en algunas economías de Medio Oriente y Norte de África han venido presionando al alza el precio del petróleo e incrementado el riesgo geopolítico. Hasta el momento los efectos de estas tensiones se han limitado básicamente a pérdidas en los mercados financieros de dicha región, al alza del precio internacional de los combustibles y de la cotización del oro y pérdidas moderadas en algunas bolsas emergentes. Una prolongación de la duración y magnitud del conflicto podría limitar la recuperación del crecimiento mundial y afectar a los mercados financieros en general.





Otro factor de riesgo es la aún delicada situación fiscal de algunas economías de la Eurozona. Las medidas adoptadas a lo largo de 2010 (programas de rescate, creación de facilidades y programa de compra de bonos soberanos de los países con problemas de deuda a discreción y la reactivación de la provisión de las líneas ilimitadas de liquidez) permitieron cierta mejoría de las condiciones financieras de estas economías pero aún lejos de las condiciones previas a la crisis.

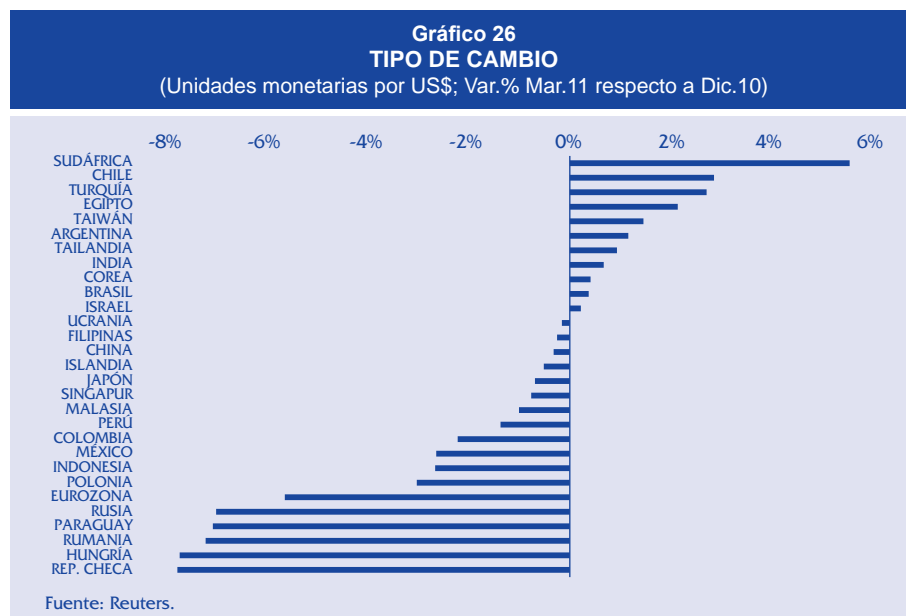




19. En los **mercados bursátiles** se registraron alzas en un contexto de incremento en los precios de los *commodities*. El índice Dow Jones alcanzó los niveles observados en setiembre de 2008 en tanto la mayoría de bolsas de Europa cerraron el año con ganancias, situación que se ha mantenido en 2011 en un contexto de indicadores económicos favorables para el caso de las economías desarrolladas más importantes.

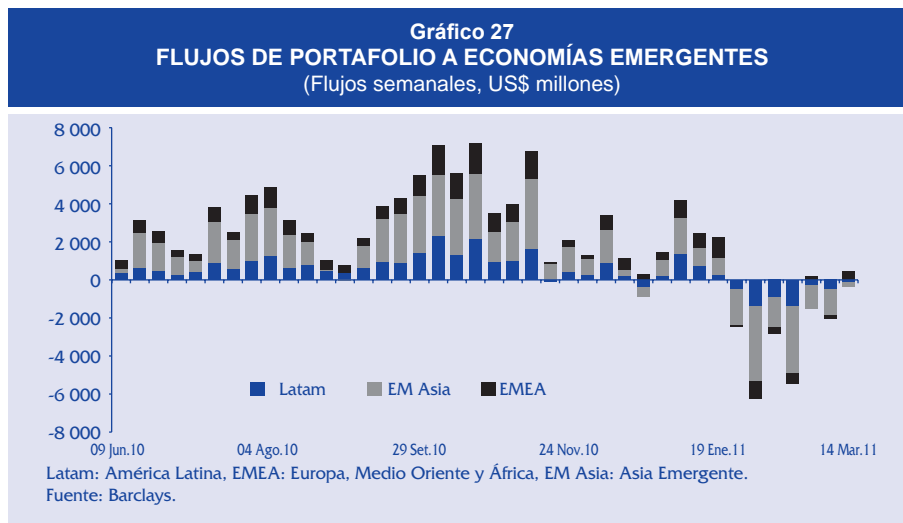


20. Respecto a los mercados cambiarios, las expectativas de que la Eurozona y el Reino Unido retiren el estímulo monetario antes que la FED han influido en la depreciación reciente del dólar con respecto al euro y a la libra. De este modo se revierte la tendencia observada durante 2010.



La tendencia apreciatoria en las economías emergentes ha continuado en 2011 aunque a un ritmo menor debido a la difusión de indicadores favorables en las economías desarrolladas y a la incertidumbre por la situación de los países del Medio Oriente y Norte de África. En 2010, la mayoría de economías emergentes enfrentó una mayor entrada de capitales ante la elevación de tasas de interés; ello llevó a una mayor intervención cambiaria por parte de los bancos centrales y a la adopción de medidas administrativas y macroprudenciales para desincentivar el ingreso de capitales.

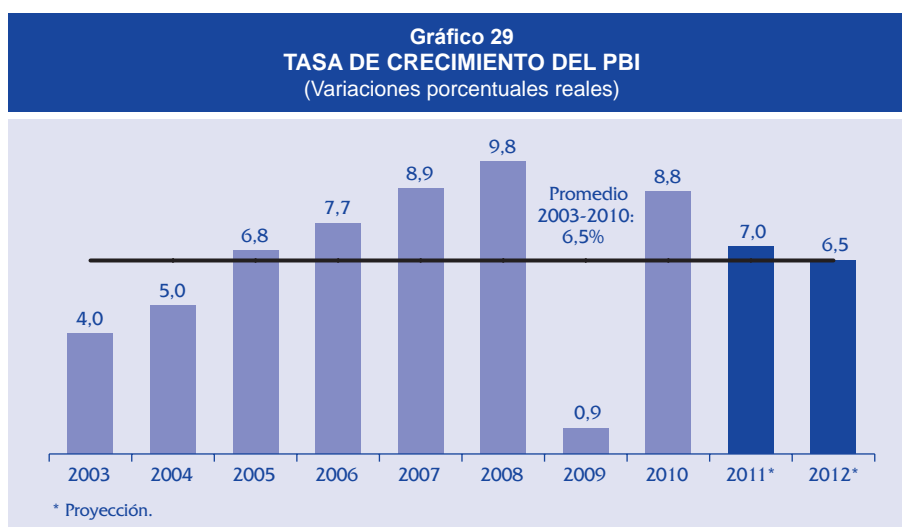
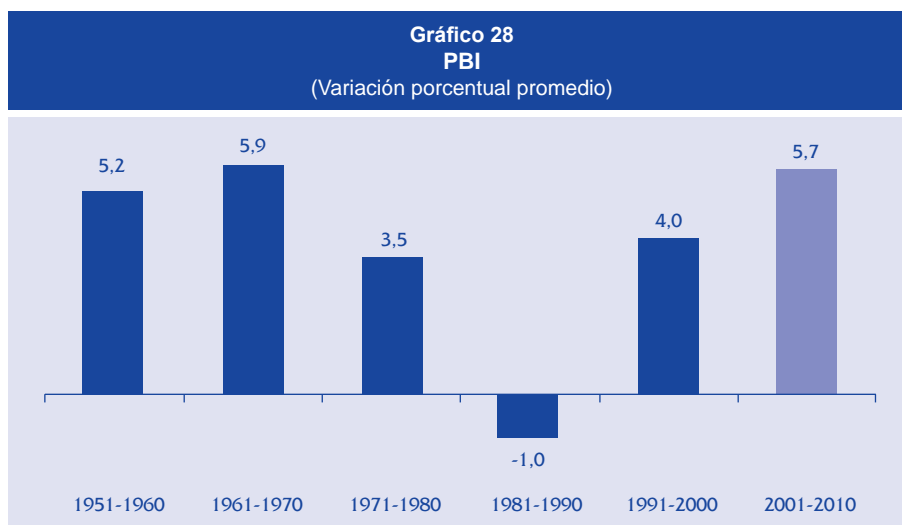
21. Durante 2010 el promedio semanal de los flujos de portafolio fue de US\$ 2 300 millones. A inicios de año de 2011, los flujos de portafolio fueron positivos para luego revertirse por los conflictos en el Medio Oriente y Norte de África, aunque en la segunda semana de marzo han mostrado nuevamente una evolución positiva.





II. Actividad Económica

22. En el año 2010 el **PBI** creció 8,8 por ciento, con lo cual la economía peruana cerró una década con un crecimiento promedio de 5,7 por ciento, comparable al de la década del 50 y 60. Para 2011, la proyección de crecimiento económico se ha elevado de 6,5 por ciento (Reporte de Inflación de diciembre) a 7,0 por ciento sobre la base de una recuperación de la demanda interna. Del mismo modo, la proyección de crecimiento de 2012 se ha incrementado de 6,0 por ciento a 6,5 por ciento.



23. **Indicadores recientes de actividad y demanda** continúan mostrando claros signos de alto crecimiento:

- a. Durante febrero de 2011, la **producción de electricidad** registró un crecimiento de 10,1 por ciento con respecto a similar mes del año anterior. Se estima una elasticidad unitaria de largo plazo entre el crecimiento del PBI y la electricidad.

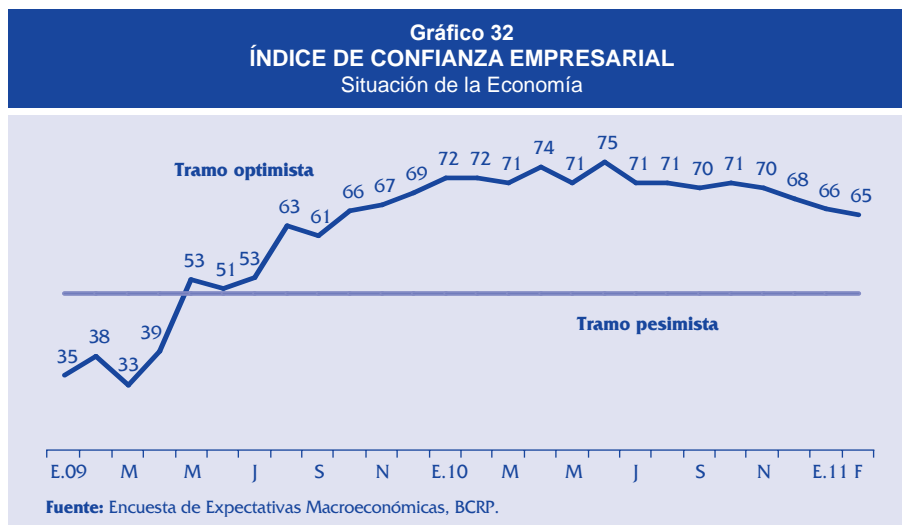


- b. El **consumo interno de cemento** creció 15,2 por ciento en enero de 2011, respecto a igual mes del año anterior, lo que indicaría que se mantiene un alto crecimiento del sector construcción.

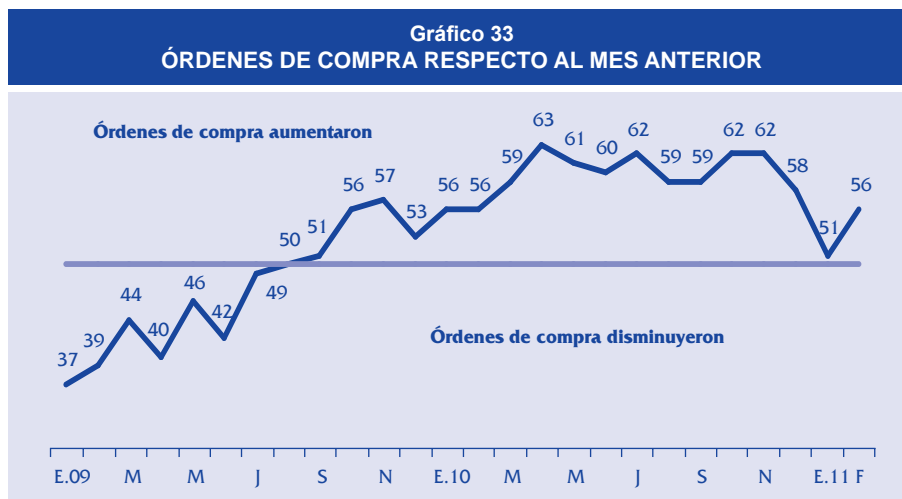


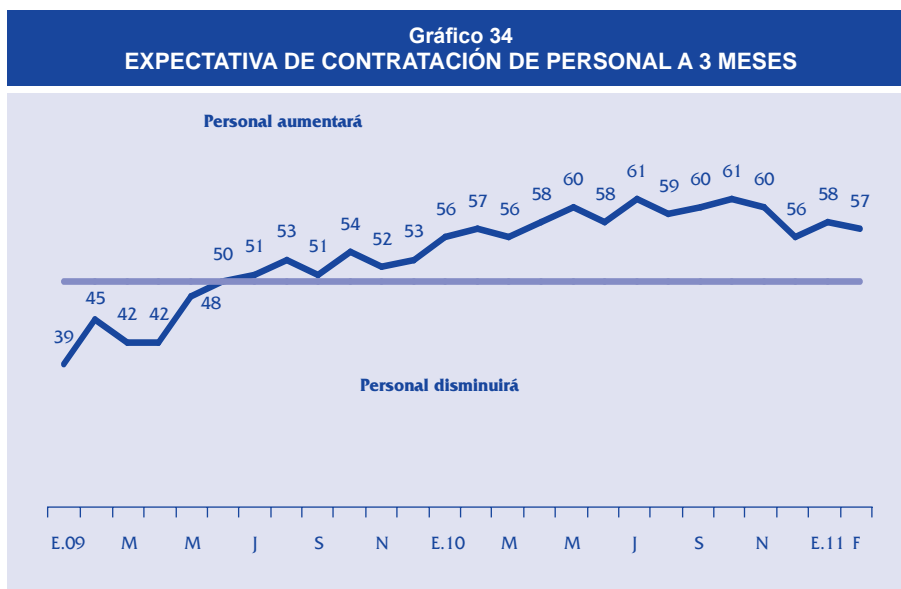


- c. El **índice de confianza de los empresarios** se mantiene en el tramo optimista. En particular, la confianza empresarial, medida a través del índice de situación de la economía a tres meses, se ha mantenido en un nivel en torno a los 70 puntos en promedio durante el último año y medio, evidenciando la confianza en que la economía continuará creciendo.



En este contexto las empresas esperan también una mayor demanda por sus productos. Asimismo, las empresas señalan que al mes de febrero las órdenes de compra siguen en aumento y que contratarían personal adicional; lo cual constituye un entorno positivo para el incremento de su producción y el empleo.





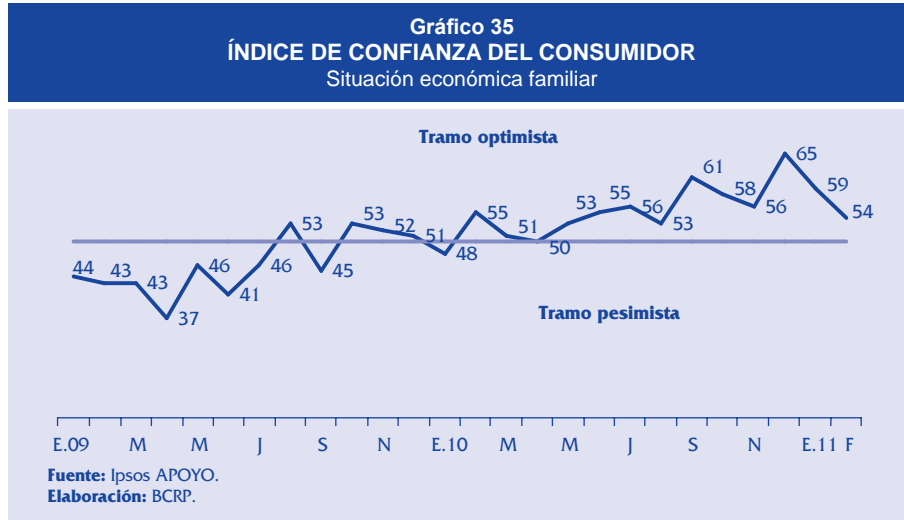
- d. Los **agentes económicos** han venido revisando sus proyecciones de crecimiento del PBI al alza tanto para 2011 como para 2012. Para 2011, se espera un crecimiento del 7,0 por ciento, previsión mayor a la señalada en el Reporte anterior (6,3 por ciento en promedio). Para 2012 las previsiones de crecimiento se elevaron, en promedio, de 6,2 a 6,6 por ciento.

CUADRO 6
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI

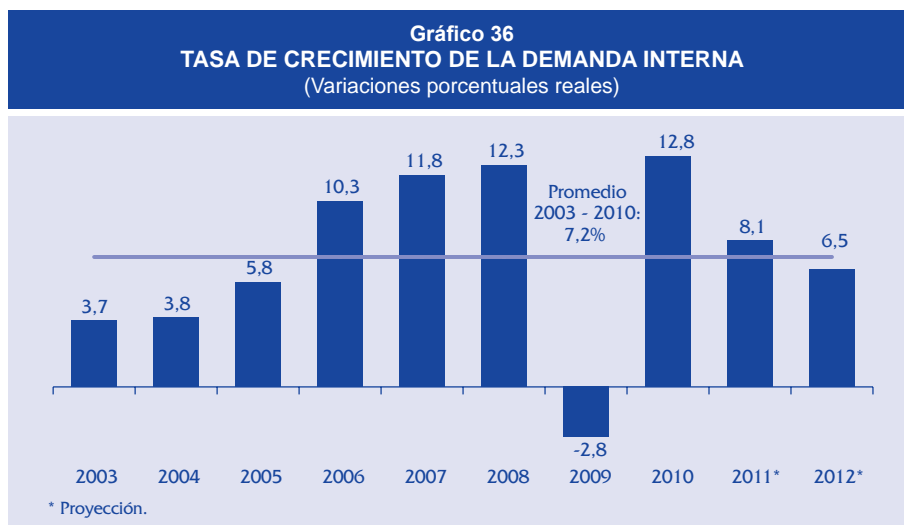
	RI Dic.10	RI Mar.11
Sistema Financiero		
2011	6,3	7,0
2012	6,0	6,3
Analistas Económicos		
2011	6,0	7,0
2012	6,1	6,5
Empresas No Financieras		
2011	6,6	7,0
2012	6,5	7,0

- e. El **índice de confianza del consumidor** registró 54 puntos en febrero y se mantiene dentro del tramo optimista.





24. La expansión de la **demanda interna** en 2010 fue de 12,8 por ciento, revirtiendo la caída de 2,8 por ciento experimentada en 2009. Este crecimiento está asociado a la recuperación del gasto privado en consumo e inversión, los cuales crecieron 6,0 y 22,1 por ciento, respectivamente, así como al proceso de recomposición de inventarios. Para 2011, se proyecta un crecimiento de la demanda interna de 8,1 por ciento, mayor al 7,6 por ciento proyectado en el Reporte de Inflación de diciembre. Del mismo modo, para 2012, se proyecta un crecimiento de la demanda interna de 6,5 por ciento, superior al 6,1 por ciento proyectado en diciembre. En ambos casos, la mayor proyección responde a la mejora en las expectativas, que se vería reflejada en un mayor gasto privado en consumo e inversión.



Por su parte, el **gasto público real** desaceleró su tasa de expansión de 19,6 por ciento en 2009 a 16,4 por ciento en 2010. Se espera que la moderación del gasto público continúe y, en este sentido, registre un crecimiento de 6,5 y 3,4 por ciento en 2011 y 2012, respectivamente, lo cual sería consistente con el gasto contenido

en el Marco Macroeconómico Multianual Revisado a agosto 2010 del Ministerio de Economía y Finanzas.

CUADRO 7
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
1. Demanda interna	-2,8	12,8	7,6	8,1	6,1	6,5
a. Consumo privado	2,4	6,0	5,0	5,6	4,6	5,3
b. Consumo público	16,5	10,6	5,0	5,0	2,7	2,7
c. Inversión privada	-15,1	22,1	14,5	15,0	12,3	12,5
d. Inversión pública	25,5	26,5	8,8	8,8	4,4	4,4
2. Exportaciones	-3,2	2,5	5,2	5,2	8,4	8,4
3. Importaciones	-18,6	23,8	10,6	11,2	8,0	8,0
4. Producto bruto interno	0,9	8,8	6,5	7,0	6,0	6,5
Memo:						
Gasto público	19,6	16,4	6,5	6,5	3,4	3,4

*Proyección.

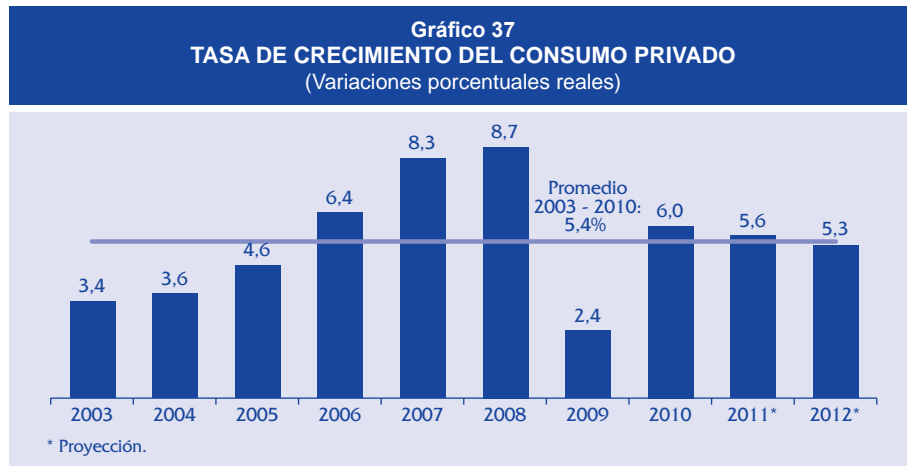
CUADRO 8
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
1. Demanda interna	-2,9	12,8	7,9	8,4	6,3	6,8
a. Consumo privado	1,6	4,1	3,3	3,8	3,0	3,5
b. Consumo público	1,3	1,0	0,5	0,5	0,2	0,3
c. Inversión privada	-3,4	4,2	3,1	3,2	2,9	2,9
d. Inversión pública	1,1	1,4	0,5	0,6	0,3	0,3
e. Variación de Inventarios	-3,5	2,1	0,4	0,4	0,0	-0,1
2. Exportaciones	-0,6	0,5	0,9	0,9	1,5	1,5
3. Importaciones	-4,4	4,5	2,3	2,4	1,8	1,8
4. Producto bruto interno	0,9	8,8	6,5	7,0	6,0	6,5
Memo:						
Gasto público	2,4	2,4	1,0	1,0	0,5	0,5

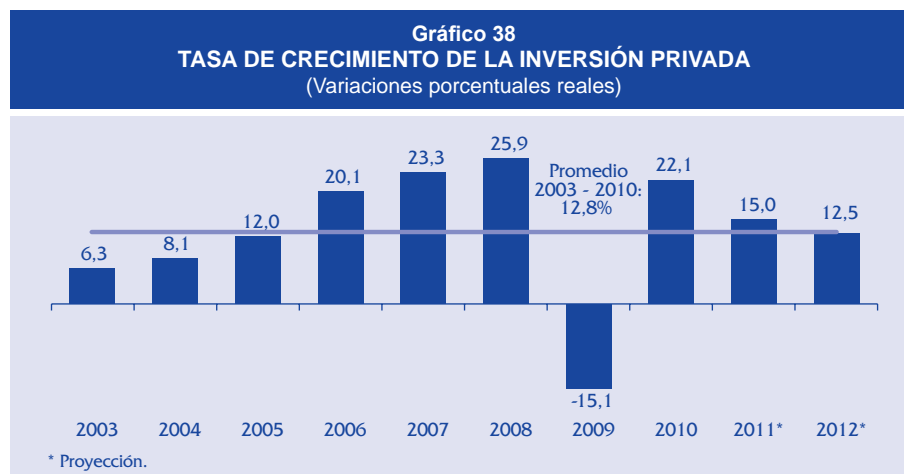
* Proyección.

25. El **consumo privado** creció 6,0 por ciento en 2010, cifra superior al promedio de la década (5,0 por ciento). El crecimiento del año estuvo sustentado en el aumento del ingreso nacional disponible (10,6 por ciento), el crecimiento del empleo (4,2 por ciento) y un mejor clima de confianza (el indicador de confianza del consumidor alcanzó 65 puntos en el mes de diciembre, 10 puntos por encima del promedio de 2010). En un contexto de expectativas de crecimiento y mejoras en el ingreso, se espera que el consumo privado crezca 5,6 por ciento en 2011 y 5,3 por ciento en 2012. Estas tasas son superiores a las proyectadas en el Reporte de diciembre (5,0 por ciento en 2011 y 4,6 por ciento en 2012) y responden a la mejora en las expectativas de crecimiento.





26. La **inversión privada** tiende a ser uno de los componentes más volátiles del gasto durante los períodos de auge y caída del ciclo económico; además de ser muy sensible a la evolución de los términos de intercambio. En un contexto de alta incertidumbre, como la de 2009, se postergó la ejecución de algunos proyectos de inversión, lo que generó la caída de la inversión privada de 15,1 por ciento. No obstante, el contar con un conjunto importante de proyectos de inversión anunciados y expectativas optimistas en el empresariado permitió una rápida recuperación de la inversión privada en 2010 (22,1 por ciento). En este contexto, se espera que la inversión privada continúe creciendo y que registre tasas de variación de 15,0 y 12,5 por ciento en 2011 y 2012, respectivamente. Estas tasas de variación son superiores a las proyectadas en el Reporte de diciembre (14,5 y 12,3 por ciento en 2011 y 2012, respectivamente).



27. La inversión privada viene reflejando las expectativas favorables de la economía. Para el período 2011 - 2012 los **anuncios de ejecución de proyectos** se han incrementado en US\$ 3 000 millones respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre 2010. En total para el período 2011-2012, se han anunciado proyectos de inversión por US\$ 30,7 mil millones.

CUADRO 9
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN
(Millones de US\$)

	2011	2012	2011 - 2012
Minería	5 834	8 128	13 962
Hidrocarburos	2 406	2 468	4 874
Electricidad	1 797	2 306	4 103
Industrial	1 559	1 358	2 917
Infraestructura	1 296	846	2 142
Otros Sectores	1 816	898	2 715
Total	14 708	16 004	30 712

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

Gráfico 39
EVOLUCIÓN DE LOS ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2011
(Miles de millones de US\$)

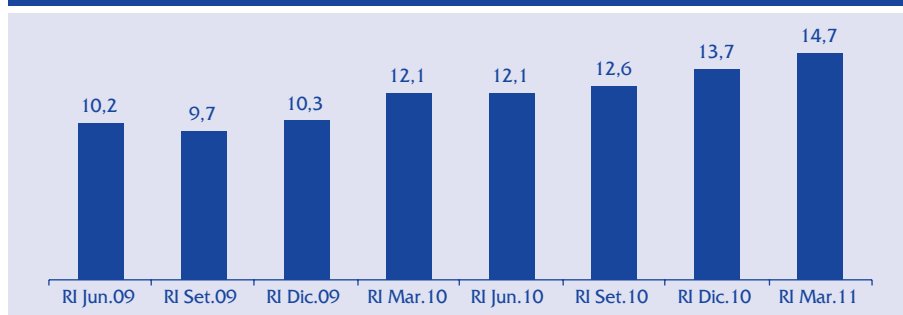
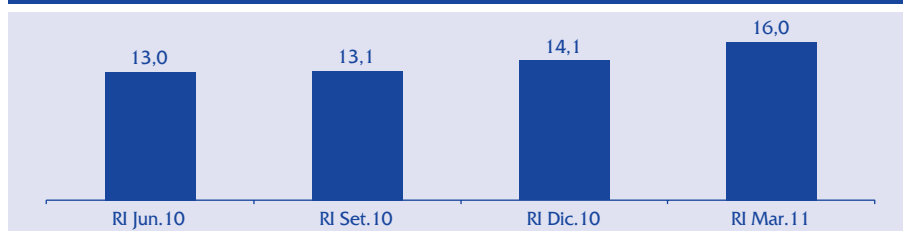


Gráfico 40
ANUNCIOS PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2012
(Miles de millones de US\$)



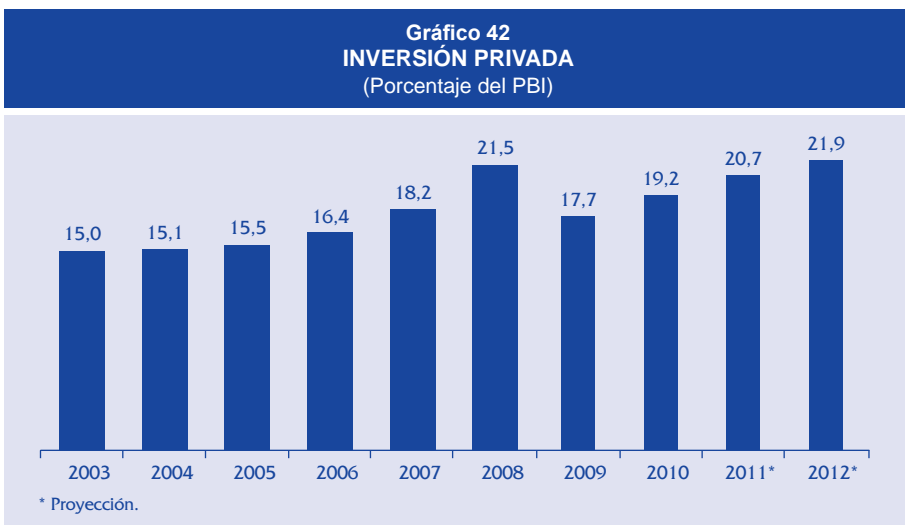
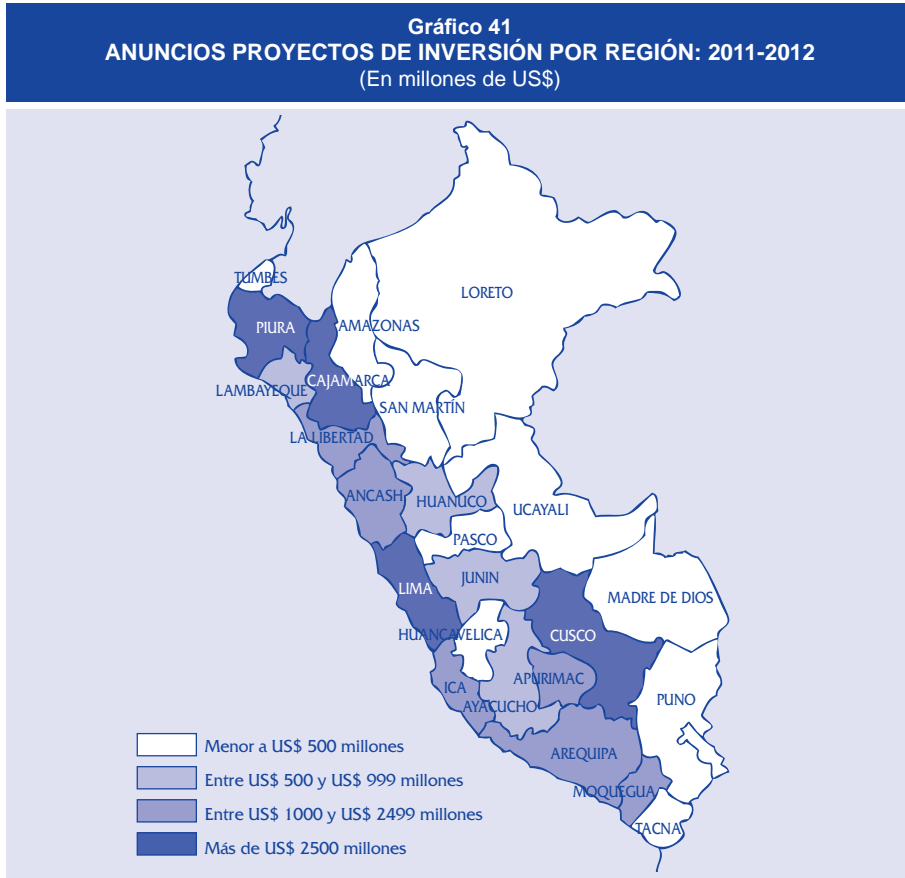
28. En el **sector minería e hidrocarburos** destacan importantes proyectos de inversión, como Toromocho, Galeno, ampliaciones de Antamina y Cerro Verde, Las Bambas, Conga, Gasoducto Andino del Sur y Lote 67 (Perenco) y actividades de exploración y producción de crudo y gas en los lotes 56, Z-2b, Z 46. En infraestructura destaca la ejecución de proyectos asociados a la mejora de la vialidad e infraestructura directamente ligada al intercambio comercial (muelles, puertos y mejoramientos de aeropuertos). En electricidad sobresalen los proyectos de centrales hidroeléctricas, de generación y líneas de transmisión; así como centrales eólicas en los departamentos de La Libertad y Piura, a las que el Ministerio de Energía y Minas otorgó aprobación del Estudio de Impacto Ambiental en el primer trimestre de 2011.





CUADRO 10
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2011 - 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
	Xstrata Peru	Antapaccay
	Nanjingzhao Group Co., Ltd.	Pampa del Pongo
	Antamina	Ampliación de Tajo
	Minera Peru Copper S.A.	Toromocho
	Sociedad Minera Cerro Verde	Ampliación: Cerro Verde
	Shougang Group Hierro Perú	Ampliación de Marcona
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	HudBay (Norsemont Perú S.A.C.)	Constancia
	Barrick Misquichilca	Ampliación de Planta de lixiviación
	Southern Peru Copper	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala y Cujajone
	Volcan	Ampliación de Volcan
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Suc. Perú	Quechua
	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha
	Compañía Minera Milpo	Hilarión
	Sociedad Minera El Brocal S.A.	Colquijirca
	Hidrocarburos	Kuntur Transportadora de Gas
Pluspetrol		Ampliación Malvinas, Nuevos Pozos Lote 88 y Lote 56
Savia Perú (Petro-Tech)		Lote Z-2B: Exploración, Perforación y otras inversiones
Transportadora de Gas del Perú		Ampliación Capacidad de transporte de gas
Petrobras		Exploración, explotación de petróleo y gas
Nitratos del Perú		Planta Petroquímica
Perenco Peru Limited		Exploración Lote 67 / Oleoducto
SK Energy		Exploración Lote Z 46
Cáldida Gas Natural del Perú		Ampliación de Red Principal
Fenix Power Perú S.A.		Planta Térmica (gas natural ciclo combinado)
Electricidad	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Aguila
	Kallpa Generación S.A.	Kallpa IV
	Odebrecht	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Asa Iberoamérica	Línea de transmisión Chilca-Marcona-Montalvo
	Luz del Sur	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura
	Energía Eólica	Central eólica Cupisnique
	Chungar	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
	SN Power	Central Hidroeléctrica Cheves
	Enersur / Endesa	Reserva Fría de Generación - Ilo
	Chungar	Central Hidroeléctrica Chancay
Industrial	SIDERPERÚ	Modernización de planta
	Técnicas Reunidas	Modernización Refinería de Talara
	Cementos Interocéánicos	Planta cementera
	Cementos Pacasmayo	Planta de fosfatos
	Aceros Arequipa	Ampliaciones y modernización de planta
	Yura S.A.	Ampliación planta cementera
	Corporación JR Lindley	Ampliación y Nuevas plantas: Trujillo, Pucúsana, Cusco, Iquitos
	Cementos Otorongo	Construcción planta cementera
	Americas Potash Peru	Planta de fosfatos
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada
Infraestructura	Cementos Pacasmayo	Nueva planta cementera, ampliación, planta de ladrillos
	OAS S.R.L.	Vía Expresa, Línea Amarilla
	Autopista del Norte S.A.C.	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry
	Santa Sofía Puertos	Puerto en Ancón
	Concesionaria vial del Sol	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)	Ampliación Puerto Paita
	Transportadora del Callao	Muelle de Minerales
	ACS Servicios, Comunicaciones y Energía	Planta de Tratamiento La Taboada
	Covi Peru	Red Vial N° 6: Pucúsana - Cerro Azul - Ica
	Chancay Port	Megapuerto Multipropósitos
Otros Sectores	OAS S.R.L.	Trasvase Huascacocha
	Consorcio Desarrollo Vial del Perú	IIRSA Centro - Eje Amazonas Centro: Tramo 2
	Intersur	IIRSA SUR - Tramo 4: Pte Inambari - Azángaro
	Tracto Camiones USA E.I.R.L.	Compra de 2000 unidades
	Aricsa (Grupo Ruttini)	Proyectos inmobiliarios
	Consorcio La Chira	Planta de Tratamiento de Aguas Residuales y emisor submarino La Chira
	Miranda Constructores	Proyectos de vivienda
	Tiendas Oeschle	Nuevas tiendas
	Corporación Miraflores	Planta de Etanol
	Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha



29. A diferencia del concepto del PBI, el **ingreso nacional disponible** agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior, y deduce además las utilidades generadas por las inversiones extranjeras,





con lo que se tiene un indicador más cercano de los ingresos para el país. Luego de reducirse la tasa de crecimiento a 1,0 por ciento en 2009, el ingreso nacional disponible registró un crecimiento de 10,6 por ciento en 2010. Asimismo, se espera que el crecimiento del ingreso nacional disponible registre tasas de 6,8 y 6,4 por ciento en 2011 y 2012, respectivamente.

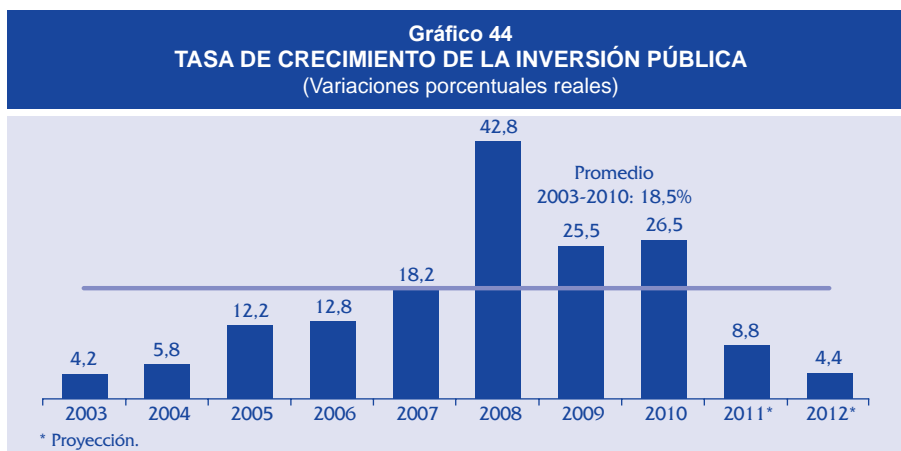
	CUADRO 11 INGRESO NACIONAL DISPONIBLE (Variaciones porcentuales reales)					
	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
Producto bruto interno	0,9	8,8	6,5	7,0	6,0	6,5
Producto nacional bruto	2,0	7,7	6,6	7,0	6,6	6,8
Ingreso nacional bruto	1,1	11,0	6,4	6,9	6,4	6,4
Ingreso nacional disponible	1,0	10,6	6,3	6,8	6,4	6,4

* Proyección.

30. Luego de desacelerarse a 1,3 por ciento, la tasa de crecimiento del **empleo** se recuperó en 2010, año en que el empleo urbano registró un crecimiento de 4,2 por ciento. Esta dinámica en el empleo, que se espera continúe, impactará en la mejora del ingreso nacional disponible y del consumo privado.



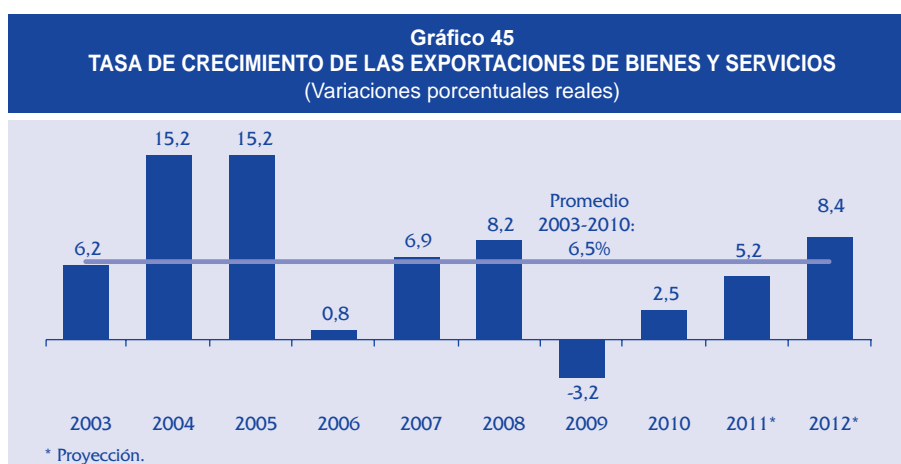
31. Durante 2010 la **inversión pública** creció 26,5 por ciento. El crecimiento de 2011 sería de 8,8 por ciento mientras que para 2012 se proyecta un aumento de 4,4 por ciento. Estas tasas son consistentes con un ratio de inversión pública sobre PBI de alrededor de 6 por ciento y una moderación del gasto público en un contexto de alto crecimiento del gasto privado.



CUADRO 12
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variaciones porcentuales reales)

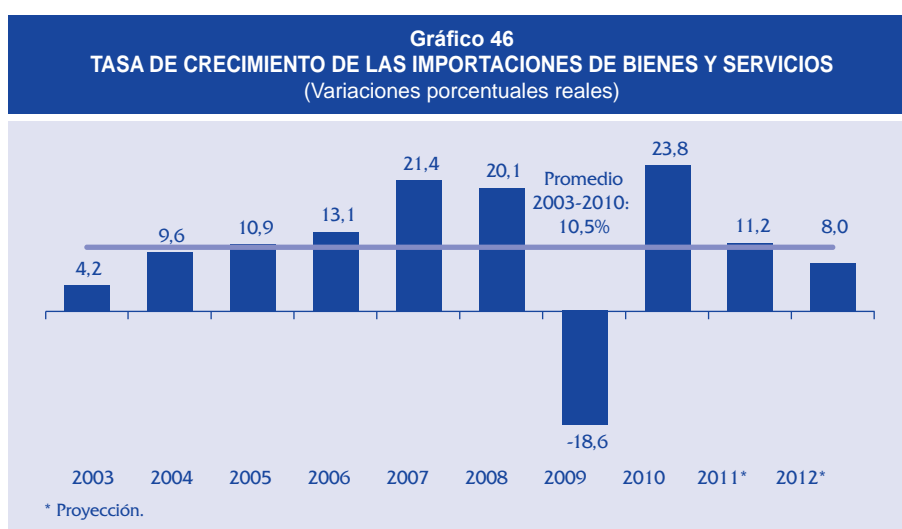
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gobierno Nacional	15,1	9,7	7,5	75,4	9,9	3,9
Gobiernos Regionales	40,5	22,0	44,3	20,3	10,1	3,6
Gobiernos Locales	9,1	98,1	28,5	8,1	7,4	3,8
Empresas Estatales	34,3	32,3	32,5	-1,6	9,8	7,9
TOTAL	18,2	42,8	25,5	26,5	8,8	4,4
<i>En porcentaje del PBI</i>	3,1	4,2	5,3	6,0	6,1	6,0

32. Las **exportaciones reales de bienes y servicios** crecieron 2,5 por ciento en 2010. Para 2011 y 2012, la proyección considera una mejora en la tasa de crecimiento (5,2 y 8,4 por ciento, respectivamente) 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.





33. Las **importaciones reales de bienes y servicios** crecieron 23,8 por ciento en 2010 impulsadas por una mayor demanda interna tanto de bienes para consumo como de bienes de capital dirigidos a ampliaciones de planta, perforaciones de pozos petroleros, construcción de plantas de energía, inicio de proyectos mineros, entre otros. Para 2011 y 2012 se prevé que las importaciones continúen creciendo, en un contexto de crecimiento del producto y de la inversión privada. En particular, las importaciones reales de bienes y servicios crecerían 11,2 por ciento en 2011 y 8,0 por ciento en 2012.



PBI por Sectores

34. Para el año 2011 se ha elevado la proyección de crecimiento de 6,5 por ciento del PBI (prevista en el Reporte de Inflación de diciembre) a 7,0 por ciento, dado el mayor impulso de sectores no primarios como la manufactura no primaria y la construcción (asociado a las mejores expectativas de crecimiento de la demanda interna).
35. Para 2011 se proyecta un crecimiento en los **sectores primarios** de 5,4 por ciento, menor al considerado en el Reporte de diciembre (5,9 por ciento), lo cual refleja el menor dinamismo de la minería metálica debido a las menores leyes en la extracción de oro y a la menor producción de zinc. Se considera la entrada en operación de proyectos auríferos como La Zanja, Tantahuatay y La Arena, así como la mayor producción de gas natural desde el Lote 56.

Se mantiene la proyección de crecimiento de la **actividad agropecuaria**, la cual considera el efecto que la escasez de agua tendría sobre el calendario agrícola agosto 2010 – julio 2011 y, en particular, sobre la producción de cultivos andinos como la papa, maíz amiláceo, haba y arveja, así como sobre la alternancia en cultivos como el café y la aceituna. Del mismo modo, se mantiene la proyección de crecimiento de la pesca, la cual considera una recuperación en la actividad pesquera. Al no preverse

anomalías climáticas (el año 2009 estuvo caracterizado por la presencia de un Niño moderado y el 2010 por la presencia de la Niña), se espera una mayor disponibilidad de anchoveta.

El menor crecimiento de los sectores primarios sería más que compensado por el crecimiento de los sectores no primarios. Este último recoge la expansión mostrada por la **manufactura no primaria**, la cual creció 16,9 por ciento en 2010 y crecería 7,1 por ciento en 2011 y 6,5 por ciento en 2012. Del mismo modo, recoge la dinámica del sector construcción, el cual cerraría el año 2011 con una expansión de 11,3 por ciento gracias al impulso de obras tanto públicas como privadas. Esta mayor actividad se daría en concordancia con un mayor crecimiento de la demanda interna respecto a lo estimado en el Reporte de diciembre.

36. La revisión al alza de la proyección del PBI para el año 2012 de 6,0 a 6,5 por ciento se sustenta en el mayor crecimiento esperado de los **sectores no primarios** (6,6 vs 6,0 por ciento) como consecuencia del mayor dinamismo que se viene observando en la manufactura no primaria, comercio y servicios. Se mantiene la proyección de crecimiento de 6,0 por ciento de los sectores primarios que considera la entrada en operación de proyectos de oro, cobre y hierro; y de otros proyectos en el sector manufacturero, como los de Maple y Comisa, asociados a la producción de etanol.

CUADRO 13
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.011	RI Dic.10	RI Mar.11
Agropecuario	2,3	4,3	3,0	3,0	4,8	4,8
Agrícola	0,9	4,2	1,9	1,9	4,8	4,8
Pecuario	4,4	4,4	4,9	4,9	4,9	4,9
Pesca	-7,9	-16,4	21,8	21,8	2,6	2,6
Minería e hidrocarburos	0,6	-0,8	6,4	4,7	8,5	8,5
Minería metálica	-1,4	-4,9	3,1	1,5	10,0	8,3
Hidrocarburos	16,1	29,5	25,0	22,5	1,1	8,6
Manufactura	-7,2	13,6	7,4	7,7	5,9	6,3
Procesadores de recursos primarios	0,0	-2,3	11,3	11,3	4,9	5,2
Manufactura no primaria	-8,5	16,9	6,7	7,1	6,0	6,5
Electricidad y agua	1,2	7,7	6,1	6,8	5,3	5,6
Construcción	6,1	17,4	10,9	11,3	10,6	10,6
Comercio	-0,4	9,7	6,7	7,1	5,7	6,3
Otros servicios	3,1	8,1	6,1	6,8	5,5	6,2
PRODUCTO BRUTO INTERNO	0,9	8,8	6,5	7,0	6,0	6,5
Memo:						
PBI primario	1,0	0,9	5,9	5,4	6,0	6,0
PBI no primario	0,8	10,4	6,7	7,2	6,0	6,6

*Proyección.





Gráfico 47
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)

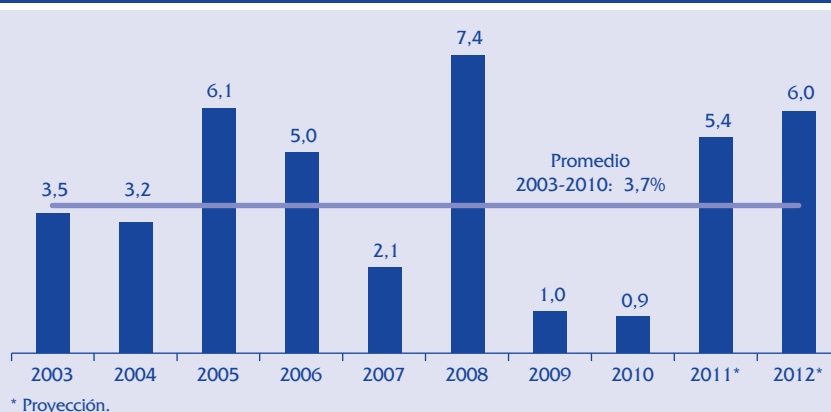


Gráfico 48
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)

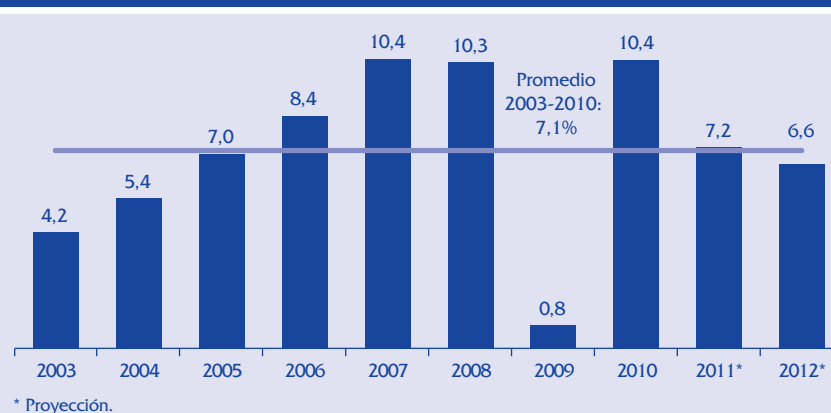
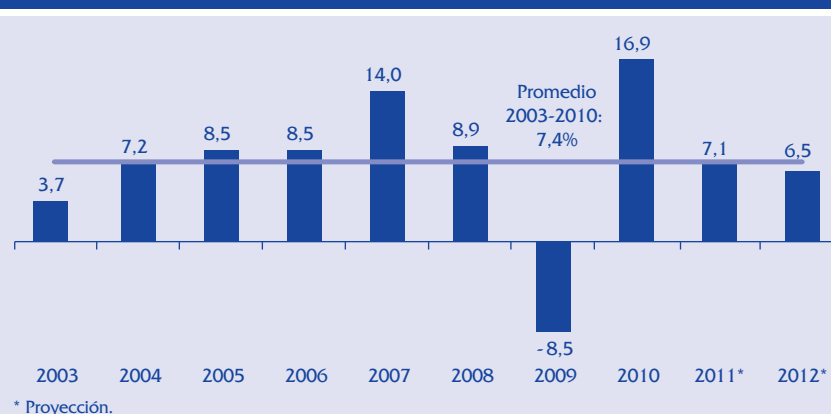
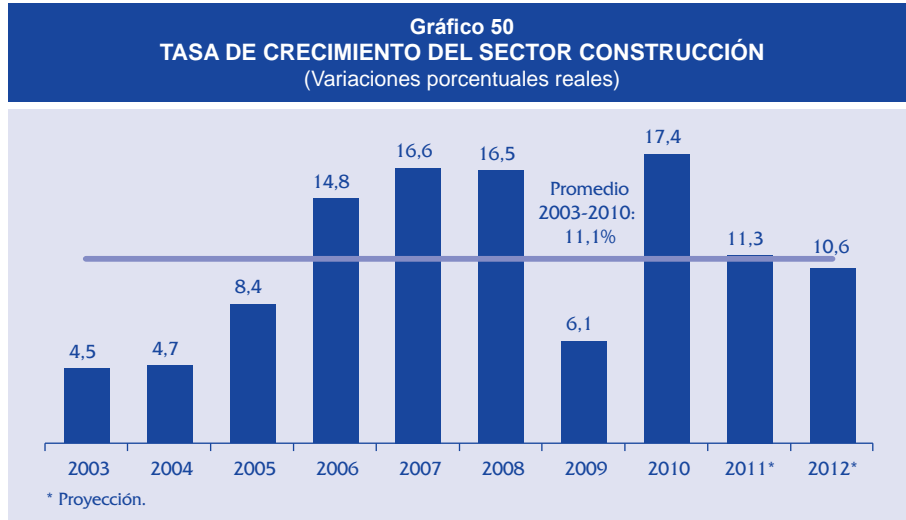


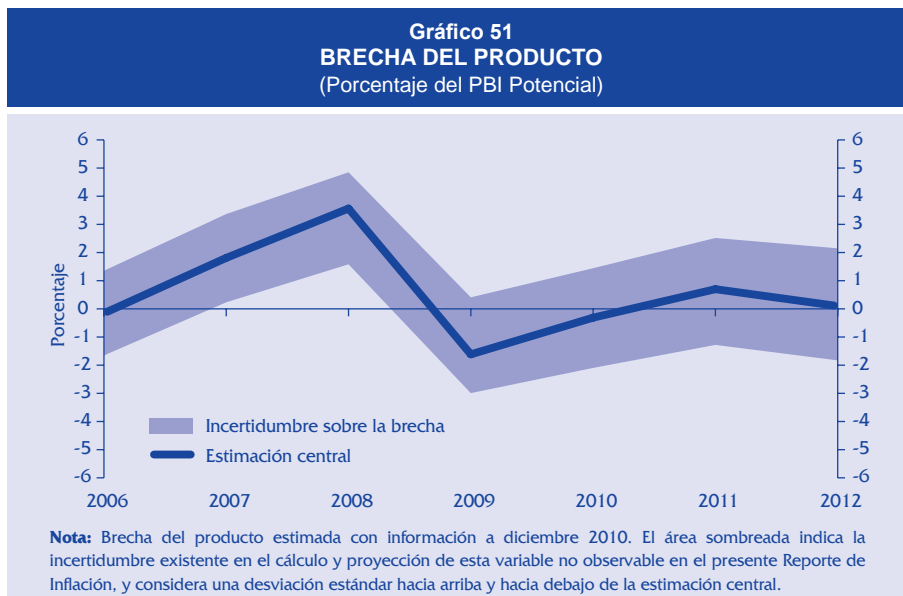
Gráfico 49
TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA
(Variaciones porcentuales reales)





Brecha del producto

37. La **brecha producto** es un indicador agregado de presiones de demanda, que mide la diferencia entre el producto y su nivel potencial. La información disponible sobre la evolución de la actividad económica y la inflación muestran que la brecha producto se habría cerrado durante el año 2010, luego de ser negativa en alrededor de 2,0 por ciento en promedio durante el año 2009. Se estima que la brecha producto será positiva en 2011 y nula en 2012. Esta evolución contempla un impulso de demanda positivo, asociado a los elevados términos de intercambio y un impulso fiscal en 2011 mayor que el contemplado en el último Reporte de inflación. Asimismo, considera ajustes en la posición de política monetaria en el horizonte de proyección.





III. Balanza de Pagos

38. Se ha revisado al alza el déficit de **cuenta corriente** para el año 2011, pasando de 3,1 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de diciembre, a 3,3 por ciento del PBI en el presente Reporte. Ello como consecuencia del mayor crecimiento previsto de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones, así como por el efecto de la revisión al alza de los precios de las importaciones y un efecto sobre los servicios no financieros, en tanto que gran parte del aumento del precio de exportaciones es absorbido por la renta de factores.

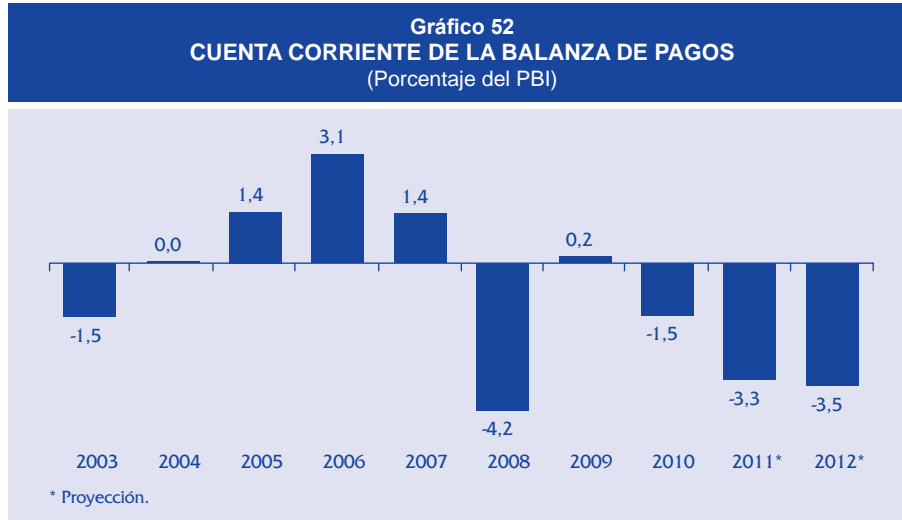
Para el año 2012 se proyecta un mayor déficit de cuenta corriente en 3,5 por ciento del PBI considerando una mayor caída prevista en los términos de intercambio.

CUADRO 14
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	211	-2 315	-5 314	-5 745	-5 955	-6 757
Porcentaje del PBI	0,2	-1,5	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5
1. Balanza comercial	5 951	6 750	4 869	6 287	4 727	5 723
a. Exportaciones	26 962	35 565	38 154	41 700	41 713	45 192
b. Importaciones	-21 011	-28 815	-33 285	-35 413	-36 986	-39 469
2. Servicios	-1 144	-2 037	-2 124	-2 610	-2 315	-2 743
3. Renta de factores	-7 484	-10 053	-11 237	-12 601	-11 815	-13 184
4. Transferencias corrientes	2 887	3 026	3 178	3 178	3 447	3 447
Del cual: Remesas del exterior	2 409	2 534	2 731	2 731	3 001	3 001
II. CUENTA FINANCIERA	1 728	13 285	6 814	8 245	6 955	7 757
Del cual:						
1. Sector privado (largo y corto plazo)	467	13 587	6 599	8 220	6 843	7 930
2. Sector público	1 032	-1 004	385	83	-68	-187
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	1 939	10 970	1 500	2 500	1 000	1 000
Nota:						
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo						
En millones US\$	6 108	12 053	10 099	11 169	11 051	11 000
En porcentaje del PBI	4,8%	7,8%	6,0%	6,5%	5,9%	5,7%

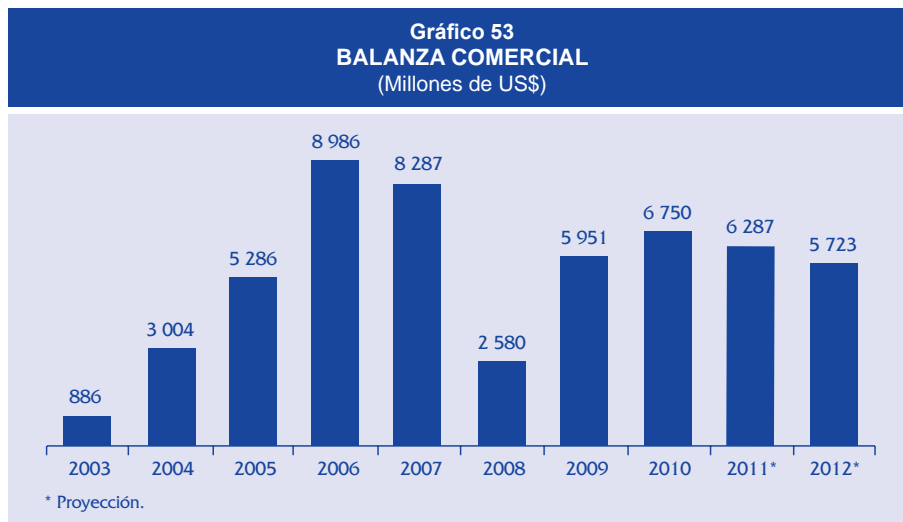
RI: Reporte de Inflación.

*Proyección.



39. En el caso de la **balanza comercial**, se ha revisado al alza la proyección de superávit considerando la mejora en los términos de intercambio, la cual más que compensa el incremento del volumen de importaciones asociados a la demanda interna. Con ello, el superávit comercial en 2011 pasaría de US\$ 4,9 mil millones en el Reporte de Inflación de diciembre a US\$ 6,3 mil millones en el presente Reporte.

En el año 2012 continuaría el superávit de la balanza comercial alcanzando los US\$ 5,7 mil millones. La reducción paulatina del superávit comercial en los próximos años con respecto al año 2010 se explica por las mayores importaciones, particularmente las compras de bienes de capital, previstas para la ejecución de proyectos de inversión anunciados en diversos sectores.



**CUADRO 15**
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
EXPORTACIONES	26 962	35 565	38 154	41 700	41 713	45 192
<i>De las cuales:</i>						
Productos tradicionales	20 622	27 669	29 672	32 675	32 356	35 145
Productos no tradicionales	6 186	7 641	8 242	8 711	9 110	9 725
IMPORTACIONES	21 011	28 815	33 285	35 413	36 986	39 469
<i>De las cuales:</i>						
Bienes de consumo	3 962	5 489	6 789	6 849	8 065	8 156
Insumos	10 076	14 023	15 500	17 488	16 478	18 431
Bienes de capital	6 850	9 074	10 831	10 901	12 257	12 699
BALANZA COMERCIAL	5 951	6 750	4 869	6 287	4 727	5 723

RI: Reporte de Inflación.

*Proyección.

CUADRO 16
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
1. Valor:						
Exportaciones	-13,1	31,9	9,2	17,3	9,3	8,4
Productos tradicionales	-11,4	34,2	8,3	18,1	9,0	7,6
Productos no tradicionales	-18,2	23,5	12,8	14,0	10,5	11,6
Importaciones	-26,1	37,1	15,5	22,9	11,1	11,5
2. Volumen:						
Exportaciones	-3,3	1,9	5,4	4,3	8,9	9,1
Productos tradicionales	2,3	-2,3	5,2	3,4	9,1	9,1
Productos no tradicionales	-14,8	15,3	6,3	7,3	8,8	9,0
Importaciones	-20,0	24,1	10,8	11,3	9,3	9,5
3. Precio:						
Exportaciones	-12,5	29,5	3,5	12,5	0,4	-0,7
Productos tradicionales	-16,3	37,3	2,9	14,2	0,0	-1,5
Productos no tradicionales	-4,0	7,1	6,1	6,2	1,6	2,4
Importaciones	-7,4	10,1	4,2	10,4	1,7	1,8

RI: Reporte de Inflación.

*Proyección.

40. La recuperación de la actividad productiva mundial durante 2010 ha favorecido el crecimiento de las exportaciones en términos del volumen embarcado y de sus precios internacionales. En igual sentido, las importaciones también se han venido recuperando debido al mayor dinamismo de la demanda interna y al incremento de los precios de los productos importados.
41. Las **exportaciones** bordearían los US\$ 42 mil millones en 2011 y superarían los US\$ 45 mil millones en 2012. Ello como consecuencia de las exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea II, los fosfatos de Bayóvar, el cobre de las ampliaciones de Antamina y Toquepala. Con relación al Reporte de Inflación de diciembre, se prevé un menor volumen de exportaciones tradicionales por la menor producción de oro y zinc.

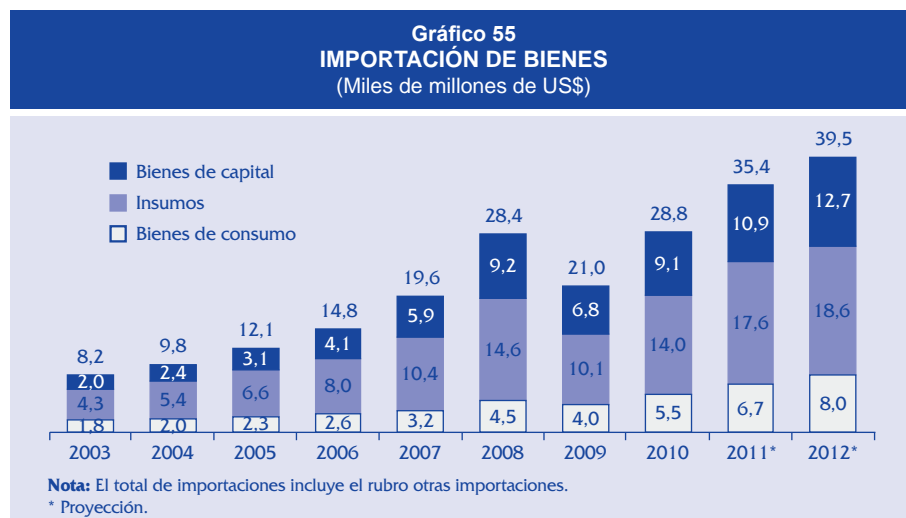
Las **exportaciones no tradicionales** tendrían un aumento en volumen de 7,3 por ciento, mayor al previsto en el Reporte de diciembre (6,3 por ciento) en un contexto de tasas mayores en las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales previstas para el horizonte de proyección.



42. El valor de las **importaciones** crecería 23 por ciento en 2011, alcanzando los US\$ 35 mil millones, mayor a lo esperado en el Reporte de diciembre. Esta alza provendría principalmente de un mayor efecto precio, particularmente del petróleo, el cual no sólo afecta directamente las importaciones de este producto y sus derivados sino también indirectamente los costos de otros bienes (mayor inflación internacional) y los servicios de fletes. El precio promedio del petróleo WTI para 2011 se ha revisado de un nivel de US\$ 86 a US\$ 97 por barril entre los Reportes de diciembre y marzo.

Se espera que en el horizonte de proyección el volumen de las importaciones mantenga altas tasas de crecimiento (11,3 por ciento en 2011 y 9,5 por ciento en 2012) consistentes con la evolución de la demanda interna (8,1 y 6,5 por ciento para 2011 y 2012, respectivamente).

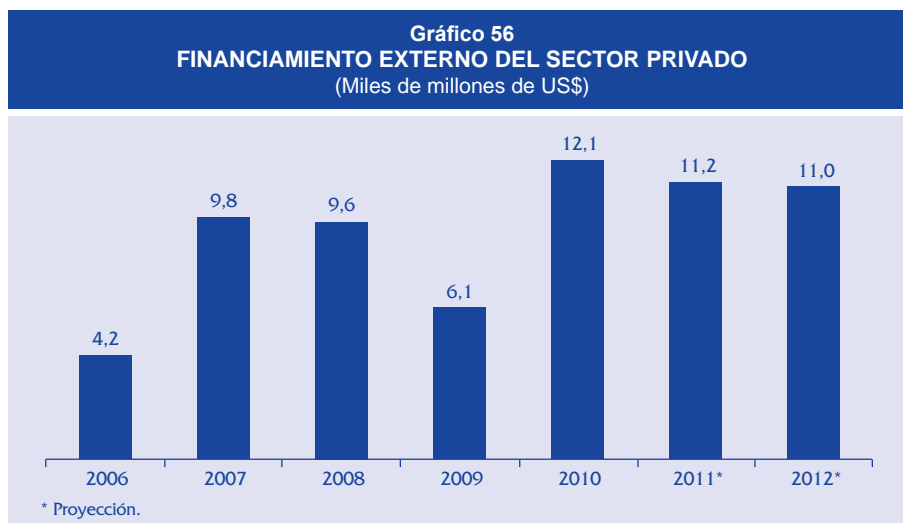




43. En la medida que el aumento esperado en el valor de las **exportaciones tradicionales** para 2011 respondería a un mayor efecto precio, por el aumento en las cotizaciones de *commodities*, se ha ajustado al alza la renta de factores, absorbiendo parte de la ganancia producida por el mayor superávit de la balanza comercial, de US\$ 11,2 mil a US\$ 12,6 mil millones entre el presente Reporte y el Reporte de Inflación de diciembre 2010.

Cuenta financiera

44. En 2010, la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 13 324 millones. En cuanto a los pasivos sobresalieron los desembolsos de préstamos por US\$ 4 940 millones; el flujo de inversión extranjera directa por US\$ 7 328 millones y la adquisición de títulos emitidos en el mercado local por no residentes (US\$ 3 198 millones). En cuanto a los activos destacó la adquisición de títulos en el exterior por parte de inversionistas institucionales (US\$ 1 816 millones).
45. La **cuenta financiera privada** registraría flujos de capitales positivos de US\$ 8 220 millones y US\$ 7 930 millones, en los años 2011 y 2012, respectivamente. Tal como en el Reporte de diciembre, para 2011 y 2012 se contemplan flujos de la cuenta financiera del sector privado menores al registrado en 2010. En este escenario, se contempla una menor adquisición de títulos emitidos en el mercado interno por parte de no residentes y menores desembolsos de largo plazo para financiar proyectos de inversión, en un contexto en que parte de estos proyectos serían financiados por inversionistas institucionales.
46. Se registraría un **financiamiento externo de largo plazo** (inversión extranjera directa neta más desembolsos) por US\$ 11,2 mil millones y US\$ 11,0 mil millones en 2011 y 2012, respectivamente, montos superiores a los previstos en el reporte de diciembre. Esta nueva previsión toma en cuenta la mayor recuperación económica mundial y la consiguiente mayor disponibilidad de recursos.



CUADRO 17
FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
1. Activos	-4 102	-1 041	-1 982	-1 541	-2 503	-1 402
Inversión directa en el extranjero	-398	-215	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior 1/	-3 704	-826	-1 982	-1 541	-2 503	-1 402
2. Pasivos	6 783	14 365	8 581	9 761	9 346	9 332
Inversión directa extranjera en el país	5 576	7 328	8 004	8 169	8 312	8 500
Inversión extranjera de cartera en el país	55	3 284	-75	30	-91	183
Participaciones de capital 2/	47	87	0	0	0	0
Otros pasivos 3/	9	3 198	-75	30	-91	183
Préstamos de largo plazo	1 151	3 752	652	1 562	1 125	649
Desembolsos	2 075	4 940	2 096	3 000	2 739	2 500
Amortización	-923	-1 187	-1 443	-1 438	-1 614	-1 851
3. Total	2 680	13 324	6 599	8 220	6 843	7 930

*Proyección.

1/ Incluye principalmente acciones y otros activos sobre el exterior del sector financiero y no financiero. El signo negativo indica aumento de activos.

2/ Considera la compra neta de acciones por no residentes a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), registrada por Cavali S.A. ICLV.

3/ Incluye bonos, notas de crédito y titulaciones, entre otros, en términos netos (emisión menos redención).





IV. Finanzas públicas

47. El escenario fiscal del presente Reporte toma en cuenta los cambios tributarios aprobados en el primer trimestre. Bajo el supuesto de que se mantenga el nivel de gasto no financiero del gobierno general del **Marco Macroeconómico Multianual (MMM)** de agosto 2010, el nuevo escenario central de proyección estima que para el año 2011 se tendría un impulso fiscal positivo.
48. En el año 2010 el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un **déficit económico** de 0,6 por ciento del PBI, menor en 1,3 puntos porcentuales respecto al registrado en 2009. La reducción del déficit se produjo en el gobierno general que pasó de 2,1 a 0,4 por ciento del PBI, mejora que fue atenuada por el resultado de las empresas estatales que obtuvieron un déficit de 0,1 por ciento, a diferencia del superávit de 0,2 por ciento que registraron en 2009. Si descomponemos el resultado del gobierno general, se tiene que el gobierno nacional registró un superávit de 0,2 por ciento del PBI, en tanto que los gobiernos locales y regionales registraron un resultado deficitario de 0,4 y 0,2 por ciento del PBI, respectivamente. En el año 2011 el déficit fiscal ascendería a 0,3 por ciento y en 2012 se obtendría un resultado nulo.

CUADRO 18
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	18,6	19,8	20,1	19,5	20,2	19,3
Variación % real	-11,3	19,6	7,6	5,5	6,0	4,8
2. Gastos no financieros del gobierno general	19,5	19,3	18,9	18,6	18,5	18,2
Variación % real	12,7	10,7	2,9	3,5	3,2	2,9
Del cual:						
a. Corriente	13,8	13,2	12,7	12,4	12,4	12,2
Variación % real	4,4	7,1	1,2	0,7	3,2	3,6
b. Formación bruta de capital 2/	5,2	5,6	5,9	5,9	5,8	5,7
Variación % real	32,5	20,1	9,4	13,0	3,5	2,0
3. Otros	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,6	0,6	1,2	0,9	1,7	1,2
5. Intereses	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
6. Resultado económico	-1,9	-0,6	0,0	-0,3	0,5	0,0

Nota:

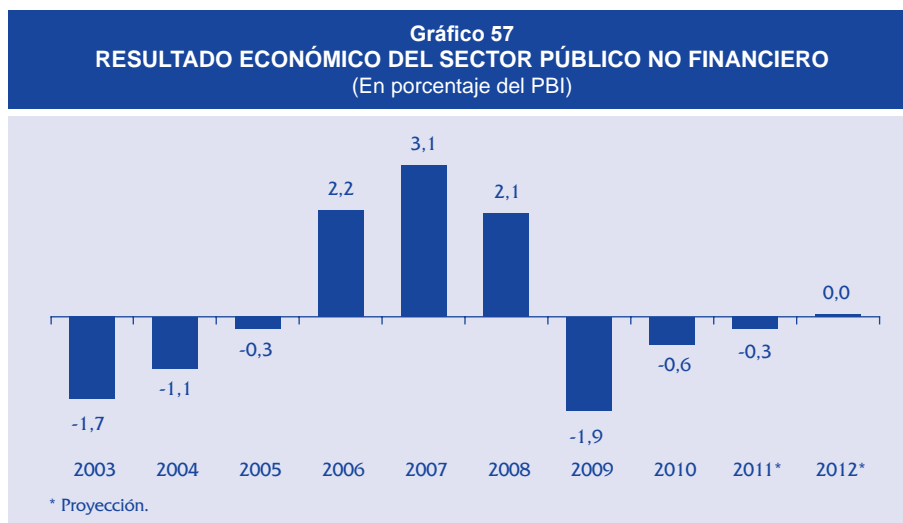
1. Ingresos corrientes del gobierno general (Mil. de Mill. S./)	71,0	86,2	94,6	93,2	102,4	100,0
2. Gastos no financieros del gobierno general (Mill. de Mill S./)	74,7	83,9	89,0	89,0	93,9	93,9

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.



Evolución de los ingresos fiscales

49. Durante 2010 los **ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 19,8 por ciento del PBI, lo que representó un incremento de 20 por ciento en términos reales, reflejo del buen desempeño de la actividad económica interna y del contexto internacional más favorable que determinó precios de los *commodities* mayores a los registrados en 2009, factores que influyen especialmente en la recaudación del Impuesto a la Renta y el Impuesto General a las Ventas (IGV) que aumentaron 25 y 19 por ciento en términos reales, crecimiento que fue acompañado también por los ingresos no tributarios que aumentaron 20 por ciento, dados los mayores ingresos por canon y regalías petroleras.

CUADRO 19
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)

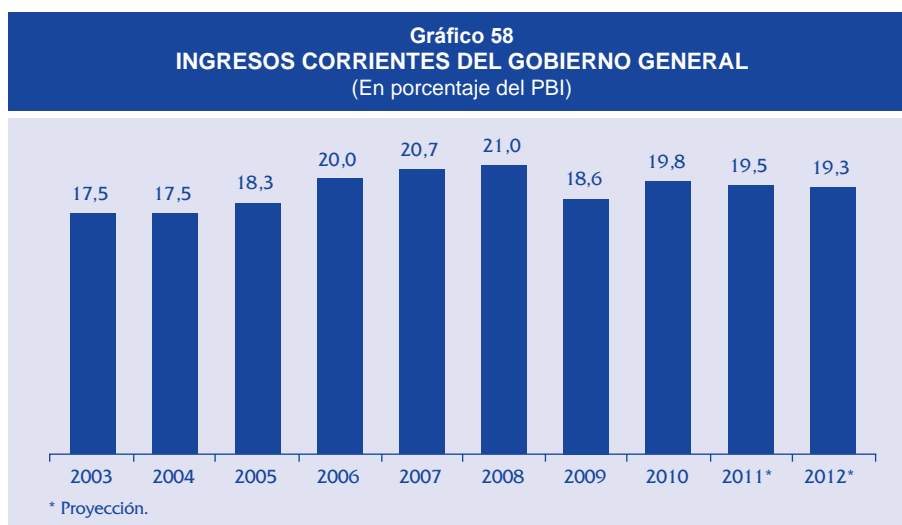
	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic. 10	RI Mar. 11	RI Dic. 10	RI Mar. 11
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,1	15,2	15,6	14,8	15,7	14,6
Impuesto a la renta	5,3	5,9	5,9	6,0	5,9	6,0
Impuesto General a las Ventas	7,7	8,2	8,4	8,0	8,5	8,1
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Impuesto a las importaciones	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Otros ingresos tributarios	1,5	1,4	1,4	1,2	1,4	1,2
Devoluciones de impuestos	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8	-1,7	-1,9
NO TRIBUTARIOS	2,8	3,0	2,8	3,1	2,8	3,0
CONTRIBUCIONES	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
TOTAL	18,6	19,8	20,1	19,5	20,2	19,3

* Proyección.





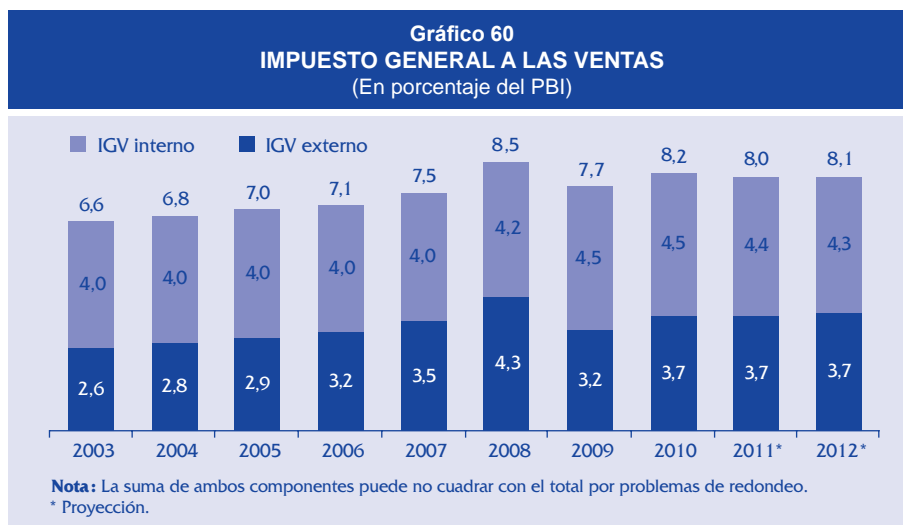
50. Los **ingresos corrientes del gobierno general** en el año 2011 (19,5 por ciento del PBI) serían menores a los proyectados en el Reporte de Inflación de diciembre (20,1 por ciento del PBI) como consecuencia de las medidas tributarias que se han venido dictando en los últimos meses y que tendrían en conjunto un costo anual de aproximadamente 1 por ciento del PBI. Las medidas ya aprobadas comprenden la reducción de aranceles de 3 401 partidas, la ley de Fomento al Comercio Exterior de Servicios que modifica y amplía las operaciones de exportación de servicios para la devolución del IGV por dichas operaciones, la reducción de la tasa del Impuesto General a las Ventas (de 19 a 18 por ciento) y la reducción de la tasa del Impuesto a las Transacciones Financieras (de 0,05 por ciento a 0,005 por ciento). En consecuencia, para 2011, se estima un crecimiento de los ingresos del gobierno general de 5,5 por ciento, porcentaje menor al considerado en el Reporte de diciembre que fue de 7,6 por ciento.



51. El **Impuesto a la Renta** recaudaría 6,0 puntos porcentuales del PBI en 2011, mostrando un ligero crecimiento en términos del producto respecto al 2010, como consecuencia del dinamismo que mantendría la actividad económica, así como por el mantenimiento en niveles altos de los precios de los minerales de exportación lo cual más que compensaría el efecto negativo de las modificaciones en el sistema de depreciación para los edificios y construcciones. Cabe recordar que en 2009 se estableció un régimen especial de depreciación para edificios y construcciones que se hubieran iniciado a partir del 1 de enero de 2009 y hasta el 31 de diciembre de 2010 y que tuvieran como mínimo un avance del 80 por ciento. Estas construcciones pasaron a depreciarse a partir de 2010 a un porcentaje anual de 20 por ciento en lugar de la tasa correspondiente al régimen general (5 por ciento desde el año 2010 frente al 3 por ciento vigente en 2009).



52. El **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, que registró un importante crecimiento en 2010 al pasar de 7,7 a 8,2 por ciento del PBI, se reduciría en 2011 en términos del producto como consecuencia de la reducción de la tasa en un punto porcentual. Sin embargo, se prevé un conjunto de medidas administrativas para atenuar el impacto de la caída en este impuesto, medidas que en algunos casos ya se han venido dando y que se refieren a la incorporación de determinados bienes y servicios al sistema de detracciones. Así, mediante resoluciones de la Sunat, a partir del 01 de diciembre de 2010, se han incorporado al sistema de detracciones, al oro, al paprika y a los espárragos, así como también a los contratos de construcción.



53. Para el año 2012 se estima un crecimiento en los **ingresos corrientes del gobierno general** de 4,8 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 19,3 por ciento, algo menor al del año 2011 (19,5 por ciento). Ello se explica principalmente





porque las medidas tributarias que se han dictado recientemente impactarían plenamente recién en la recaudación del año 2012, a diferencia del año 2011, que afectan sólo a partir de ciertos meses.

Evolución del gasto público

54. En el año 2010 el **gasto no financiero del gobierno general** representó el 19,3 por ciento del producto, lo que significó una tasa de crecimiento de 11 por ciento. El gasto corriente creció 7 por ciento y el gasto de capital, 19 por ciento. Por niveles de gobierno, el gasto no financiero del gobierno nacional creció ligeramente por encima del promedio, 12 por ciento, en tanto que el gobierno local lo hizo en 11 por ciento y los gobiernos regionales lo hicieron a una tasa menor, 7 por ciento. Destaca, asimismo, en 2010 el crecimiento que registró los gastos de capital del gobierno nacional que aumentaron 33 por ciento.

CUADRO 20
GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

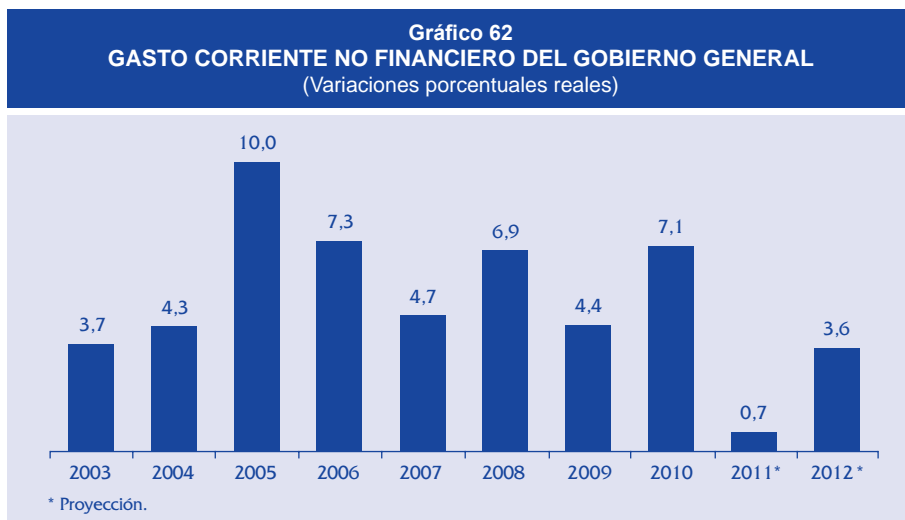
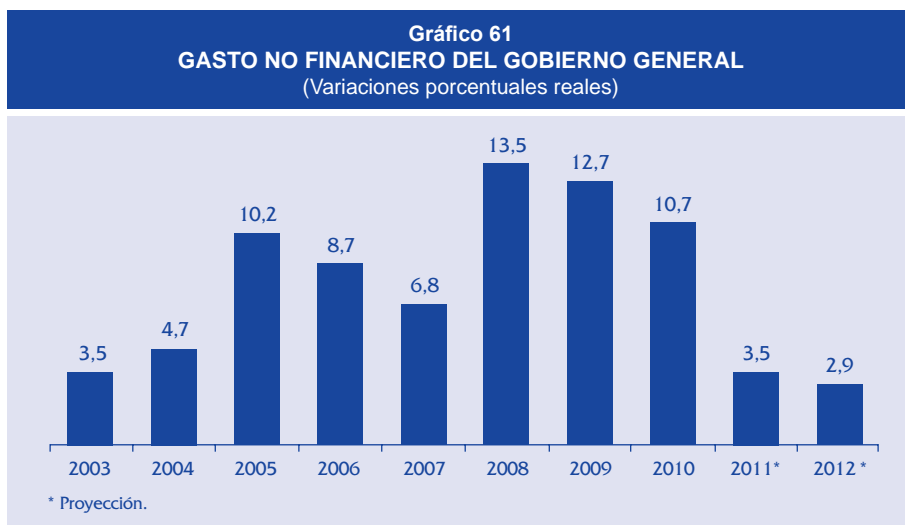
	2008	2009	2010
GASTO CORRIENTE	6,9	4,4	7,1
Gobierno Nacional	7,0	6,6	6,9
Gobiernos Regionales	0,8	5,3	3,2
Gobiernos Locales	16,8	-8,1	15,0
GASTO DE CAPITAL	41,9	39,6	19,4
Gobierno Nacional	6,0	61,3	32,6
Gobiernos Regionales	29,4	33,2	17,6
Gobiernos Locales	96,5	27,4	8,5
GASTO NO FINANCIERO	13,5	12,7	10,7
Gobierno Nacional	6,9	13,7	11,6
Gobiernos Regionales	6,6	12,2	7,4
Gobiernos Locales	47,7	10,2	11,1

55. Para el año 2011 se estima alcanzar el nivel nominal de gasto planteado en el Marco Macroeconómico Multianual del Ministerio de Economía y Finanzas (MMM) revisado en el mes de agosto de 2010. Ello implica un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 3,5 por ciento. Por grupo de gasto, el corriente aumentaría 0,7 por ciento y el de capital 9,7 por ciento, con lo que en este escenario se privilegia el crecimiento de la inversión sobre el del gasto corriente. En el 2012 el gasto público sigue creciendo a un ritmo moderado, siempre de acuerdo a los niveles proyectados en el MMM, lo que implica un crecimiento real del gasto no financiero de 2,9 por ciento para ese año.

Cabe recordar que para los años 2011 y 2012 las reglas fiscales anuales sobre déficit y crecimiento del gasto contenidas en la **Ley de Responsabilidad y Transparencia**

Fiscal (LRTP) quedan plenamente restablecidas. Así, el déficit no puede ser mayor al 1 por ciento del PBI y el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios.

Asimismo, siendo el 2011 año de elecciones generales, se aplican reglas fiscales específicas. Así el gasto no financiero del gobierno general durante los primeros siete meses del año no excederá el 60 por ciento del gasto no financiero presupuestado para el año, en tanto que el déficit fiscal del primer semestre no excederá el 50 por ciento del déficit anual. Cabe añadir que la **Ley de Equilibrio Financiero** introdujo una nueva regla fiscal para el año 2011 estableciendo que se genere durante el primer semestre un superávit de 2 por ciento del PBI anual (alrededor del 4 por ciento del PBI del primer semestre).

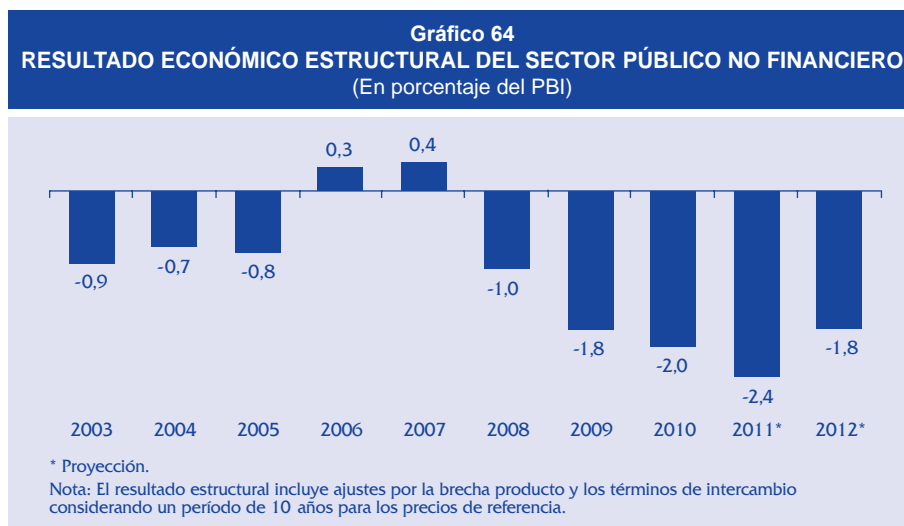




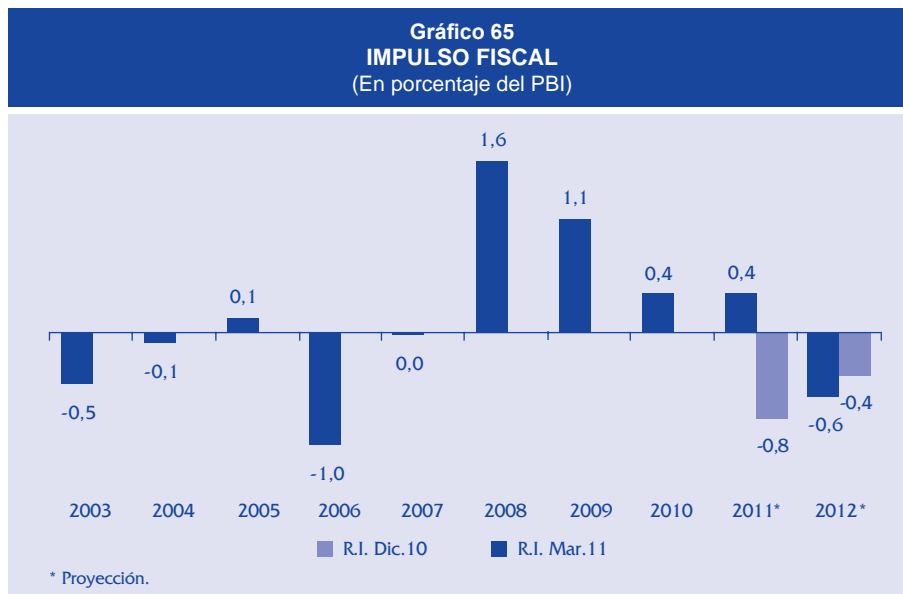
Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

56. El **resultado económico estructural**, indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal porque deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación, fue negativo en 2,0 por ciento del PBI en 2010.

Para el año 2011 se proyecta un **déficit estructural** de 2,4 por ciento del PBI producto básicamente de las medidas tributarias adoptadas recientemente. Para 2012 se proyecta una mejora en este resultado que lo llevaría a 1,8 por ciento del PBI, resultado que sería consistente con la moderación de la expansión del gasto público previsto en el último Reporte.



57. El **impulso fiscal**, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería de 0,4 por ciento del PBI en 2010, lo que indica que la política fiscal se mostró expansiva durante el año pasado. En 2011 el impulso fiscal sería equivalente a 0,4 por ciento del producto, mientras que para el año 2012, se tendría una posición contractiva equivalente a 0,6 por ciento del producto.



Requerimiento financiero

58. En el año 2010, el **requerimiento de financiamiento del sector público** ascendió a US\$ 2 408 millones, monto consistente con el déficit fiscal del año (0,6 por ciento del PBI). Para los años 2011 y 2012 se proyectan requerimientos de US\$ 1 873 millones y US\$ 1 667 millones, respectivamente, montos mayores a los proyectados en el Reporte de diciembre debido al deterioro de los resultados que se esperan en estos años.

A diciembre de 2010 el monto total de **deuda pública** alcanzó los US\$ 36,8 miles de millones, 23,9 por ciento del PBI. De este monto, el 46 por ciento del total adeudado corresponde a deuda interna y el 64 por ciento a bonos.





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

	2009	2010	2011*		2012*	
			RI Dic.10	RI Mar.11	RI Dic.10	RI Mar.11
I. Usos	3 838	2 408	1 441	1 873	746	1 667
1. Amortización	1 218	1 496	1 371	1 329	1 780	1 762
a. Externa	950	952	807	788	1 209	1 191
b. Interna	268	543	564	541	571	571
Del cual: Bonos de Reconocimiento	91	263	258	253	287	287
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	2 620	912	70	545	-1 035	-96
II. Fuentes	3 838	2 408	1 441	1 873	746	1 667
1. Externas	1 127	1 532	1 421	1 119	1 202	1 065
2. Bonos 2/	1 854	835	720	739	816	815
3. Internas 3/	857	41	-700	15	-1 273	-214

Nota:

Saldo de deuda pública bruta						
En miles de millones de US\$	34,6	36,8	36,3	36,7	37,2	37,5
En porcentaje del PBI	27,2	23,9	21,4	21,3	19,8	19,6
Saldo de deuda neta 4/						
En miles de millones de US\$	18,2	18,5	18,2	17,7	16,9	17,2
En porcentaje del PBI	14,3	12,0	10,7	10,3	9,0	9,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección

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

2/ Incluye bonos internos y externos.

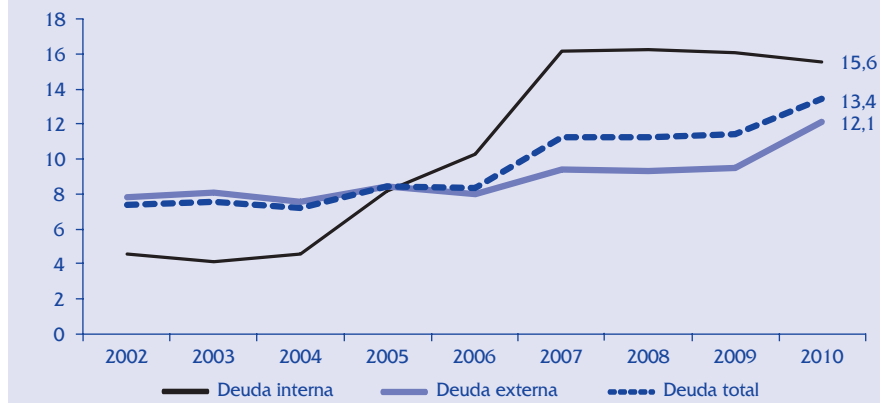
3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

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

Fuente: BCRP, MEF.

59. Otro indicador que mide el riesgo de deuda es el de la vida promedio del portafolio de deuda. A noviembre de 2010 éste alcanza los 13,4 años (12,1 años para la deuda externa y 15,6 años para la deuda interna) y constituye una de las más largas de la región.

Gráfico 66
VIDA PROMEDIO DE LA DEUDA PÚBLICA
(En años)

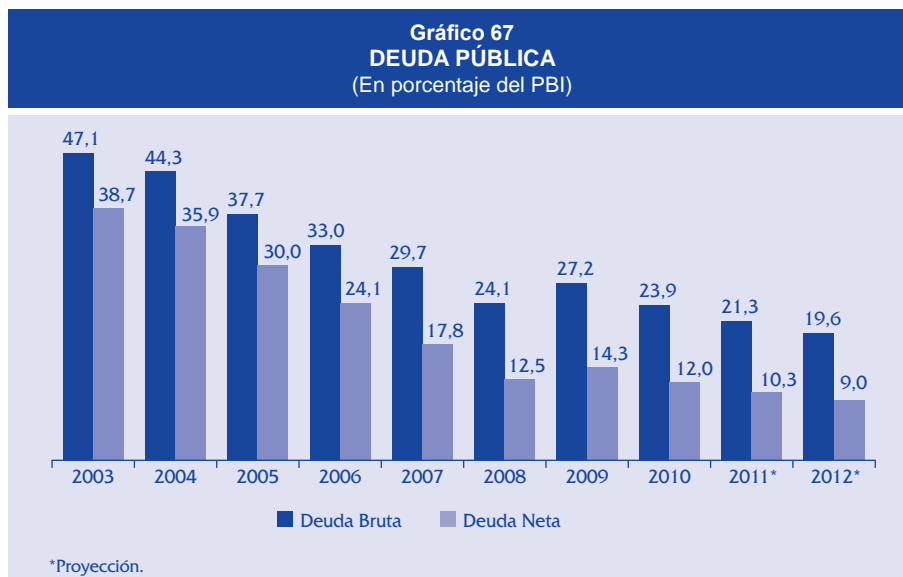


60. Para 2011 el gobierno priorizará el financiamiento de los proyectos de inversión con el uso de recursos provenientes de los Organismos Multilaterales, aprovechando tanto las condiciones financieras favorables de esta fuente como la asistencia técnica que proporcionan a las entidades ejecutoras de los proyectos.

Asimismo, de acuerdo al MEF, el gobierno recurrirá únicamente al mercado interno para la captación de recursos mediante la emisión de bonos, dado que en 2010 ya se efectuó una colocación de bonos globales por US\$ 1 000 millones que se utilizará para financiar el servicio de deuda del año 2011.

Respecto a la política de administración de deuda se prevé que continuaría la política de reemplazar deuda contratada a condiciones menos favorables que las actuales, así como incrementar el portafolio a tasa fija y en nuevos soles con el fin de mitigar el riesgo de mercado.

61. Respecto a la **deuda bruta y neta** se registraron reducciones considerables, tanto por el incremento en la actividad económica, cuanto por el aumento en los depósitos del sector público. Así en 2010, la deuda bruta se redujo de 27,2 por ciento a 23,9 por ciento respecto al 2009 y la deuda neta bajó de 14,3 a 12,0 por ciento. Para los próximos años se espera que los requerimientos de financiamiento disminuyan como resultado de una mejora en el resultado económico del fisco que permita a su vez incrementar su nivel de activos, de esta manera el porcentaje de deuda bruta y neta para 2012 se estima se reducirá a 19,6 y 9,0 respectivamente.

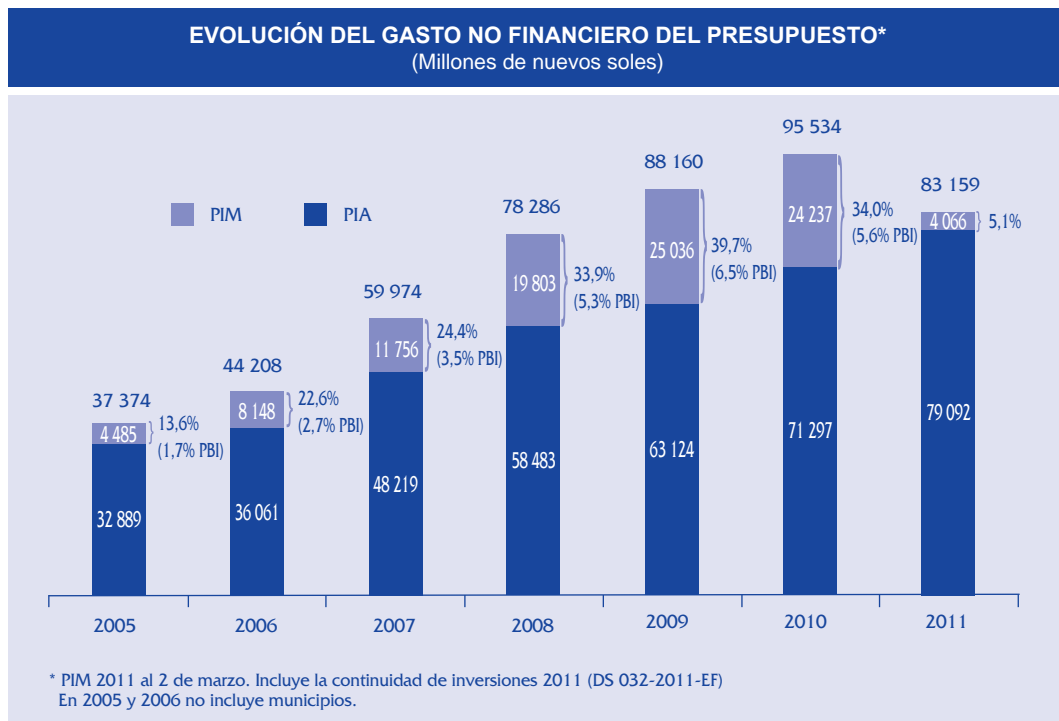




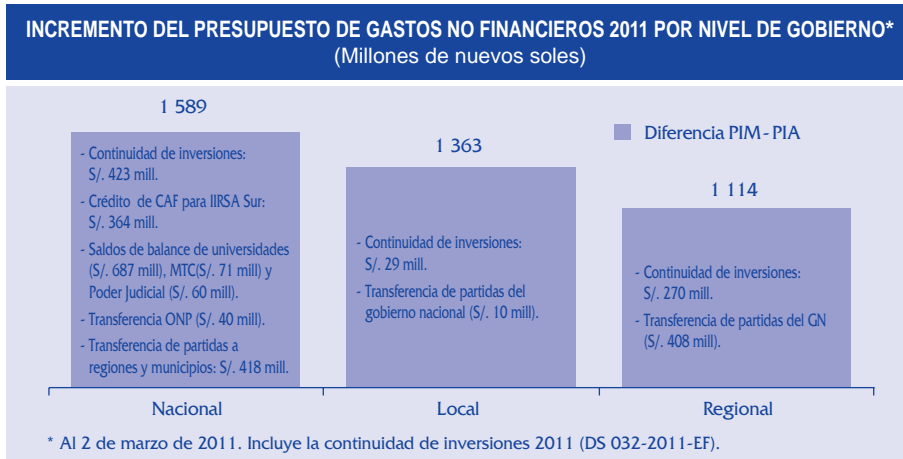
RECUADRO 1 EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA Y CRÉDITOS SUPLEMENTARIOS

El primero de enero de cada año las entidades del gobierno inician la fase de ejecución presupuestaria bajo el marco del Presupuesto Institucional de Apertura (PIA). Durante el transcurso del año, este presupuesto de apertura suele ser modificado mediante la aprobación de créditos suplementarios y transferencias de partidas. Los créditos suplementarios amplían el PIA por lo que en adelante el presupuesto se denomina Presupuesto Institucional Modificado (PIM). Estas ampliaciones pueden ser aprobadas por Ley o por Decreto de Urgencia. En el caso de los pliegos, los créditos suplementarios de los fondos públicos administrados por los mismos se aprueban por acuerdo del titular del pliego.

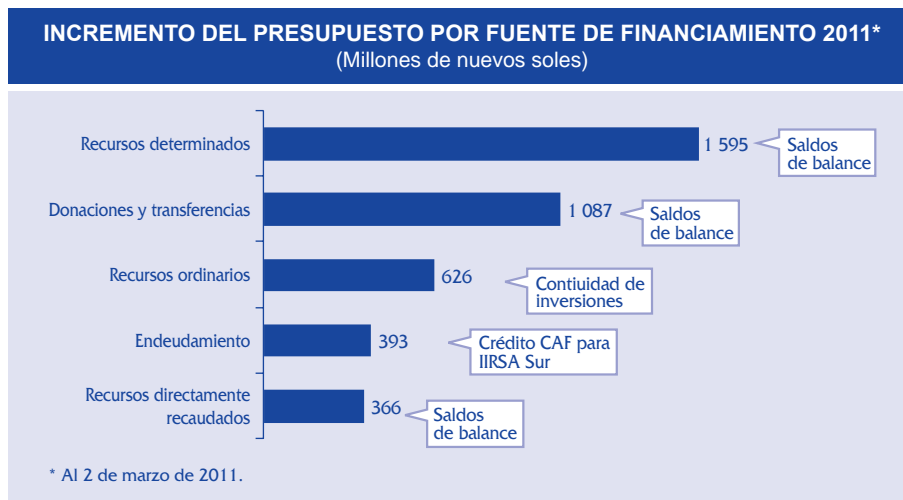
Entre 2007 y 2010, las ampliaciones al presupuesto han incrementado el PIA en alrededor de un tercio de éste; lo que representa el 5,2 por ciento del producto bruto interno de promedio anual.



En los dos primeros meses de 2011, el presupuesto institucional modificado es superior al de apertura en 5,1 por ciento. Este incremento se presenta sobretudo en los niveles subnacionales de gobierno y corresponde en mayor medida a la incorporación de saldos de balance de ejercicios anteriores en el Presupuesto 2011.



Por fuente de financiamiento, los mayores créditos suplementarios provienen de los recursos determinados y de donaciones y transferencias, en ambos casos la aprobación requiere de resolución del titular del pliego.



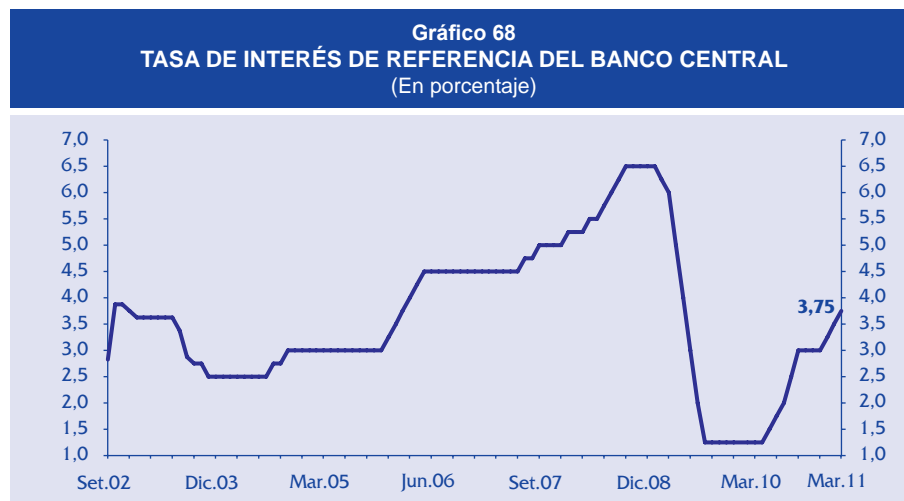


V. Política Monetaria

62. A partir de enero de 2011 el Banco Central reanudó el retiro del estímulo monetario tomando en cuenta el dinamismo de la actividad económica doméstica impulsada principalmente por la demanda interna, la mejor evolución de las economías desarrolladas y el elevado dinamismo de las economías emergentes con precios de los *commodities* históricamente altos. De esta manera, la **tasa de interés de referencia** se incrementó de 3,0 por ciento en diciembre 2010 a 3,75 por ciento en marzo, a un ritmo de 25 puntos básicos mensuales.

El **retiro del estímulo monetario** fue acompañado por aumentos en la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera de 0,25 puntos porcentuales en febrero y 0,25 puntos porcentuales en marzo de 2011. Asimismo, se amplió la cobertura del encaje para incorporar los pasivos de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado interno y se redujo la tasa de encaje a los adeudados externos de corto plazo de 75 a 60 por ciento, dada la nueva reglamentación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) sobre operaciones *forward*, que establece un límite a la posición neta en derivados de los bancos de hasta 40 por ciento del patrimonio ó S/. 400 millones, el mayor.

63. Cabe recordar que entre setiembre y diciembre de 2010 el Banco Central hizo una pausa en el retiro del estímulo monetario que venía implementando desde mayo de 2010, en un escenario en el cual la evolución y las expectativas de inflación se encontraban alrededor de la meta del 2,0 por ciento y en un entorno de recuperación de la economía global más lenta que la esperada. Sin embargo, ante el resurgimiento de importantes flujos de capital de corto plazo y con la finalidad de moderar el dinamismo del crédito y de la liquidez, el Directorio del Banco Central incrementó desde octubre el encaje legal de 8,5 a 9,0 por ciento, elevó el encaje marginal en nuevos soles a 25 por ciento y en dólares de 50 a 55 por ciento e incrementó el encaje medio en moneda extranjera en 0,5 puntos porcentuales.



64. La inflación de 2010 se ubicó en 2,08 por ciento, nivel muy cercano a la meta. En enero y febrero la inflación fue 0,39 y 0,38 por ciento, respectivamente, reflejando los aumentos estacionales de algunos precios de alimentos y aumentos de precios de combustibles de acuerdo al cronograma de ajustes establecido. Con este resultado, la tasa de inflación anual se ubicó en 2,17 por ciento, alrededor de la meta (2 por ciento).

**MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA:
Diciembre 2010 – Marzo 2011**

Diciembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú decidió mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,0 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la evolución de la inflación y sus determinantes, así como la incertidumbre en la evolución de la economía mundial. La inflación subyacente y la inflación total se mantienen alrededor de la meta de 2 por ciento. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, incluyendo la vinculada al entorno financiero internacional.

Enero: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 3,0 por ciento a 3,25 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente al actual dinamismo de la demanda interna, en un entorno de aumentos de precios internacionales de alimentos y energía. Esta medida busca evitar que las expectativas de inflación se vean influenciadas por estos factores de oferta. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

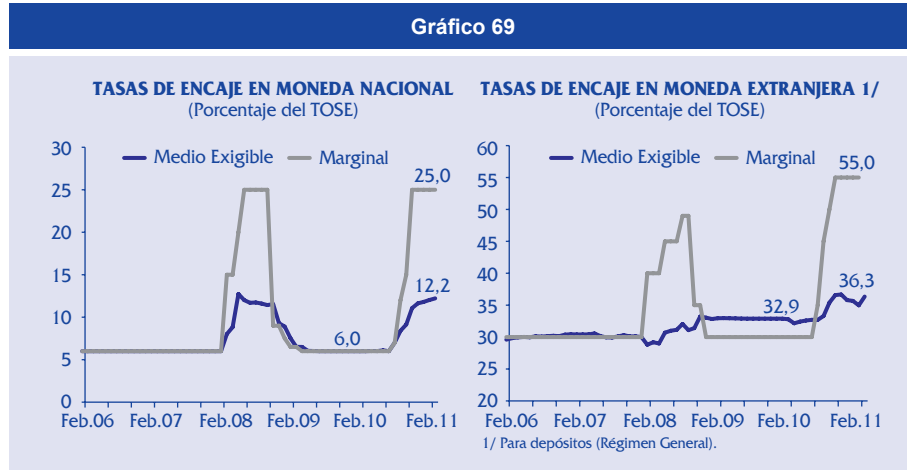
Febrero: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,25 por ciento a 3,5 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo en un entorno de aumento de precios internacionales de alimentos y energía. Esta medida busca atenuar el potencial impacto de estos factores de oferta sobre las expectativas de inflación en un contexto de dinamismo de la demanda interna. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Marzo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 3,50 por ciento a 3,75 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo en un entorno de aumento de precios internacionales de alimentos y energía. Esta medida busca atenuar el potencial impacto de estos factores de oferta sobre las expectativas de inflación, en un contexto de dinamismo de la demanda interna. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.





CUADRO 22
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

	Moneda nacional				Moneda extranjera			
			Aumento en la tasa de encaje para medio depósitos	Tasa de encaje para no residentes	Régimen General		Adeudados externos	
	Tasa de encaje mínimo legal	Tasa de encaje marginal para depósitos			Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento de encaje de encaje medio	Corto plazo	Largo plazo
Mar-09	6,0%			35%	30%		0%	0%
Feb-10	6,0%			35%	30%		35%	0%
Jul-10	7,0%			40%	35%		40%	0%
Ago-10	8,0%	12%		50%	45%	0,1%	50%	0%
Set-10	8,5%	15%		120%	50%	0,2%	65%	0%
Oct-10	9,0%	25%		120%	55%	0,2%	75%	0%
Nov-10	9,0%	25%		120%	55%		75%	0%
Dic-10	9,0%	25%		120%	55%		75%	0%
Ene-11 1/	9,0%	25%		120%	55%		60%	0%
Feb-11	9,0%	25%	0,25%	120%	55%	0,25%	60%	0%
Mar-11	9,0%	25%	0,25%	120%	55%	0,25%	60%	0%

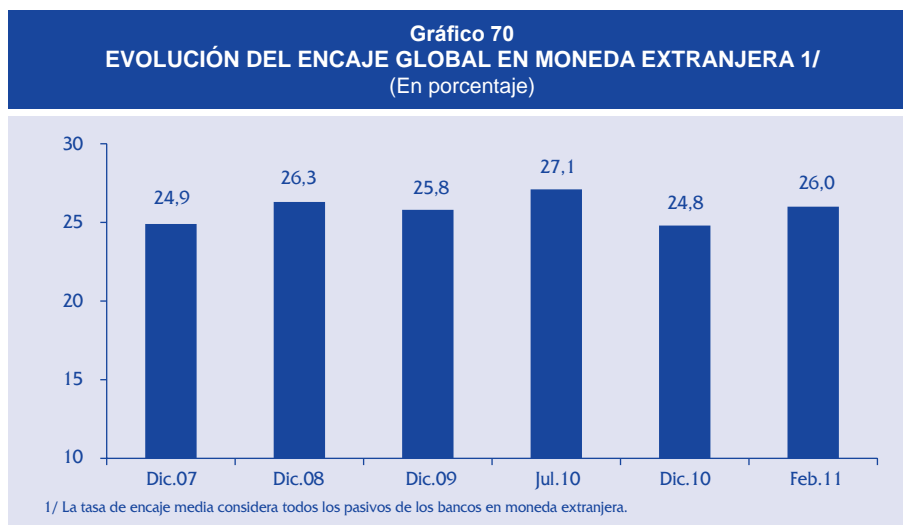
1/ A partir de enero 2011 se amplió la cobertura del encaje a las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado financiero nacional.

65. En enero, el Banco Central decidió incorporar como parte del **TOSE (Total de Obligaciones Sujetas al Encaje)** a las obligaciones de las sucursales en el exterior de bancos locales. La ampliación de la cobertura del encaje a los pasivos de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado interno se dio al observarse, desde agosto de 2010, el incremento del volumen de operaciones de crédito de las sucursales con empresas no financieras locales, financiadas con

obligaciones no incluidas en el ámbito del TOSE, lo que se reflejó en la reducción de la tasa de encaje medio global en moneda extranjera² de 27,1 por ciento en julio a 24,8 en diciembre 2010.

Un efecto adicional de incorporar los pasivos de las sucursales en el TOSE es el tratamiento homogéneo de la regulación monetaria a todos los bancos. Asimismo, el tratamiento de encaje se desarrolla en el mismo ámbito tributario y de supervisión bancaria, sin distinguir entre la sucursal y la matriz de un banco.

66. Durante este mismo periodo, se redujo la **tasa de encaje a los adeudados de corto plazo** de 75 a 60 por ciento, considerando el efecto de la nueva reglamentación de la SBS que establece un límite a la posición neta de derivados de los bancos hasta 40 por ciento del patrimonio o S/. 400 millones, el mayor. Al imponerse este límite prudencial ya no era necesario una tasa de encaje tan alta para los adeudados de corto plazo, que tenía como objetivo desincentivar las operaciones *forward* haciendo más caro el uso de líneas del exterior para la cobertura de los *forward*.



67. En enero y febrero las **tasas activas de interés** preferenciales a 90 días en nuevos soles se incrementaron en línea con el aumento de 50 pbs. en la tasa de referencia durante el mismo periodo. Así, las tasas activas a 90 días pasaron de 3,66 en diciembre a 4,26 por ciento en febrero. Por otro lado, las tasas preferenciales en moneda extranjera aumentaron de 2,14 a 2,84 por ciento en el mismo periodo, debido al incremento en los requerimientos de encaje. La tasa interbancaria en dólares tuvo hacia fines del mes de febrero una mayor volatilidad.

2 Medida considerando también los pasivos de sucursales con el exterior y los adeudados externos de largo plazo.





Gráfico 71
TASA PREFERENCIAL A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT
EN MONEDA NACIONAL

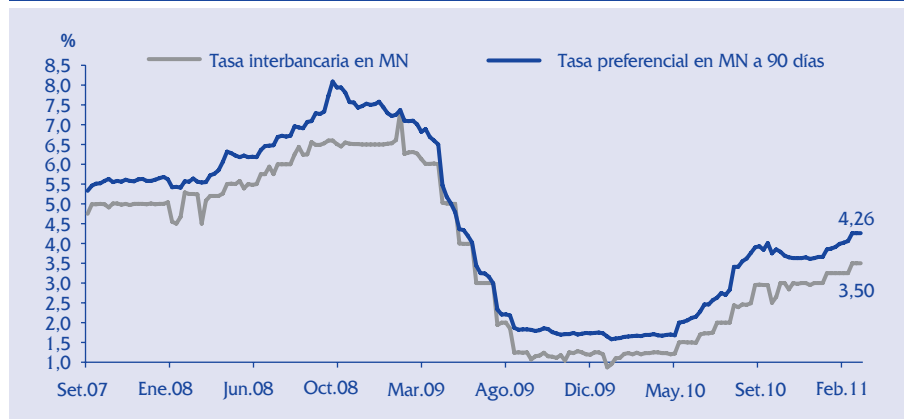
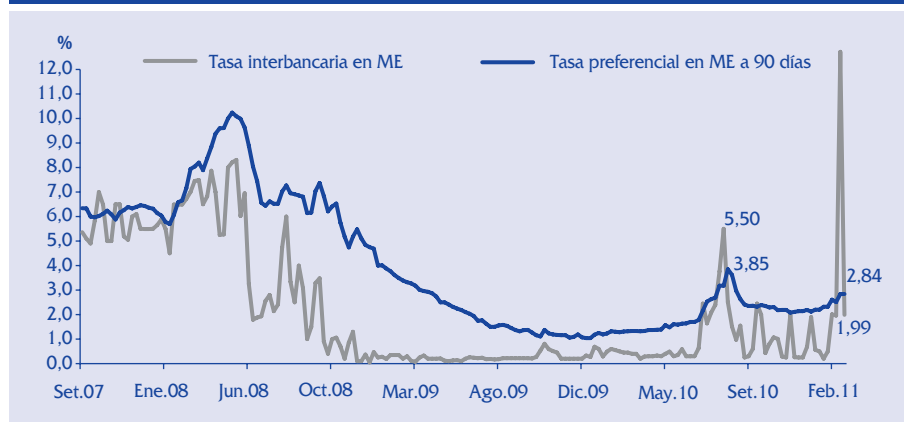


Gráfico 72
TASA PREFERENCIAL A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT
EN MONEDA EXTRANJERA



68. Por **tipo de colocaciones**, las tasas de interés en moneda nacional de créditos para empresas registraron incrementos. Así, las tasas de créditos para microempresas se elevaron de 27,2 por ciento en diciembre a 31,5 por ciento en febrero, en tanto que para pequeñas empresas aumentaron de 23,3 a 24,6 por ciento, para medianas empresas de 10,3 a 10,7 por ciento, para grandes empresas de 5,9 a 6,9 por ciento y para empresas corporativos de 4,6 a 5,4 por ciento. De otro lado, las tasas de créditos de consumo se redujeron de 40,7 a 38,2 y las tasas de crédito hipotecario permanecieron en un nivel de 9,3 por ciento.

69. Las **tasas de interés en moneda extranjera** de todos los créditos se incrementaron, con excepción de las tasas para créditos a grandes empresas que se redujeron de 5,5 a 5,3 por ciento entre diciembre y febrero de 2011.

CUADRO 23
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/
 (En porcentaje)

Moneda nacional							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Micro- empresas	Consumo	Hipotecario
Set-10	5,5	6,4	8,7	23,6	30,9	39,5	9,6
Oct-10	5,6	6,3	9,5	23,2	31,3	38,4	9,5
Nov-10	5,1	6,1	10,1	23,7	31,5	37,8	9,5
Dic-10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Ene-11	4,8	6,2	10,5	23,1	24,5	39,6	9,3
Feb-11 ^{2/}	5,4	6,9	10,7	24,6	31,5	38,2	9,3
Moneda extranjera							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Micro- empresas	Consumo	Hipotecario
Set-10	4,3	5,5	9,5	15,0	15,5	21,3	8,4
Oct-10	3,8	5,5	9,3	14,7	15,5	22,0	8,3
Nov-10	3,2	5,3	9,1	14,3	15,8	20,9	8,2
Dic-10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Ene-11	3,5	5,5	8,6	14,2	14,1	21,0	8,1
Feb-11 ^{2/}	3,5	5,3	8,8	15,6	17,0	21,4	8,2

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

2/ 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.

Fuente: SBS.

70. Las **tasas de interés pasivas** en moneda nacional para depósitos hasta 30 días se incrementaron entre diciembre y febrero de 2,2 a 3,0 por ciento en moneda nacional y de 0,9 a 1,3 por ciento en moneda extranjera, como consecuencia del aumento de la tasa de referencia y de la menor liquidez en dólares del sistema financiero.

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

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs) (Dic.10-Feb.11)	
	Dic.10	Feb.11	Dic.10	Feb.11	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	2,2	3,0	0,9	1,3	0,7	0,4
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,9	3,0	1,2	1,1	0,1	-0,1
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,8	4,0	1,7	1,7	0,2	0,0
4. Activa preferencial corporativa	3,6	4,2	2,1	2,5	0,6	0,4
5. TAMN / TAMEX	18,7	18,6	8,5	8,3	-0,1	-0,2





Operaciones monetarias

71. Las **operaciones del BCRP** se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez y a contribuir a la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto de mayor disponibilidad de liquidez de los bancos y mayor volatilidad cambiaria asociada al resurgimiento de entradas de capitales principalmente de corto plazo y a la incertidumbre en los mercados internacionales por los problemas en los países del Norte de África y Medio Oriente. Así, a fin de garantizar y distribuir la liquidez excedente en los siguientes meses, el Banco Central hizo uso de los siguientes instrumentos monetarios:

- **Depósitos a Plazo:** instrumento que sólo puede ser adquirido por instituciones financieras que operan directamente con el Banco Central (colocación promedio de S/.13 161 millones entre diciembre 2010 y febrero 2011) y que se utilizó sobre todo cuando hubo mayor flujo de capitales.
- **CDV BCRP:** (Certificados de depósitos en moneda nacional con tasa variable del BCRP); instrumento cuyo rendimiento varía en función de la tasa de referencia del Banco Central (colocación promedio, entre diciembre 2010 y febrero 2011 por S/. 3 028 millones); que se utiliza para facilitar la esterilización monetaria.

Además, para distribuir la liquidez a mayores plazos y al mismo tiempo continuar contribuyendo al desarrollo del mercado de capitales a través de la formación continua de la curva de rendimiento, se reinició la colocación de CD BCRP (Certificados de depósitos del BCRP) a plazos de 6 meses y un año, alcanzando un saldo de S/. 490 millones a febrero. Para atenuar los eventos de alta volatilidad en el tipo de cambio, el Banco Central intervino en el mercado cambiario a través de compras directas de dólares y la colocación neta de **CDLD BCRP**. Estos últimos son certificados nominales denominados en Nuevo Soles liquidables en dólares, esto es, el pago en la emisión y en la redención de estos certificados se realizan en US dólares al tipo de cambio promedio del día de la operación correspondiente.

72. Entre diciembre de 2010 y febrero de 2011, con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el BCRP realizó **intervenciones esterilizadas** en el mercado cambiario a través de la colocación neta de CDLD BCRP (Certificados de depósitos liquidables en dólares del BCRP) por S/. 541 millones y compras directas por US\$ 497 millones. Para evitar presiones sobre la tasa de interés interbancaria y distribuir los excesos de liquidez, asociados al vencimiento de instrumentos de esterilización del BCRP, compras de dólares y el crecimiento en los depósitos en la banca; se subastó Depósitos a Plazo para la esterilización de corto plazo, en tanto que para el largo plazo se usó CDV y CD del BCRP.

En el mismo periodo, la mayor demanda por circulante (S/. 1 281 millones) continúa reflejando el mayor dinamismo de la actividad económica. El sector público ha

venido acumulando depósitos en el BCRP por S/. 368 millones, contribuyendo de este modo a la esterilización de los excesos de liquidez.

Cuadro 25
OPERACIONES DEL BCRP
(Millones de nuevos soles)

	FLUJOS				SALDOS		
	2010	4T.10	Dic.10- [*] Feb.11	Acumu- lado 2011 [*]	30-Sep-10	31-Dic-10	28-Feb-11
I. OPERACIONES CAMBIARIAS	25 362	1 054	1 841	1 846			
(Millones de US\$)	9 010	378	665	667			
1. Operaciones en la Mesa de Negociación	8 963	227	497	497			
2. Sector público	-50	0	-25	-25			
3. Otras operaciones cambiarias 1/	96	151	193	195			
II. OPERACIONES MONETARIAS	-15 899	7 152	281	-5 775	-59 267	-51 893	-58 114
1. Operaciones de esterilización	-15 899	7 152	281	-5 775	-59 267	-51 893	-58 114
a. Instrumentos BCRP	-10 343	5 304	821	-2 526	-29 768	-24 463	-26 989
CDBCRP	14 091	29 738	680	-460	-29 768	-30	-490
CDLD BCRP	-450	-450	-541	-541	0	-450	-991
CDV BCRP	-3 196	-3 196	-7 933	-6 860	0	-3 196	-10 056
Depósitos a plazo	-20 788	-20 788	8 615	5 335	0	-20 788	-15 453
b. Depósitos MN del sector público	-5 720	2 162	-368	-3 660	-28 888	-26 726	-30 387
c. Otras operaciones monetarias 2/	163	-313	-173	412	-611	-704	-738
2. Operaciones de inyección de liquidez	0	0	0	0	0	0	0
III. ENCAJE EN MONEDA NACIONAL	-5 747	-5 166	-1 277	2 518	20 801	24 154	23 027
IV. OTROS 3/	1 198	312	436	284			
V. CIRCULANTE **	4 913	3 353	1 281	-1 127	20 801	24 154	23 027
(Variación mensual)					-0,6%	11,1%	0,1%
(Variación acumulada)					8,1%	25,5%	-4,7%
(Variación últimos 12 meses)					24,6%	25,5%	24,6%

* Al: 28 de febrero de 2011.

** Datos preliminares

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

2/ Incluye depósitos overnight y del Fondo de Seguro de Depósitos.

3/ 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.

73. El **crédito al sector privado** continuó mostrando un elevado crecimiento en línea con la mayor actividad económica. En los últimos 12 meses, el crédito al sector privado creció en enero 21,0 por ciento. Por tipo de institución financiera, en enero las empresas bancarias y la banca estatal mostraron un mayor crecimiento de colocaciones en enero (0,9 y 0,8 por ciento)





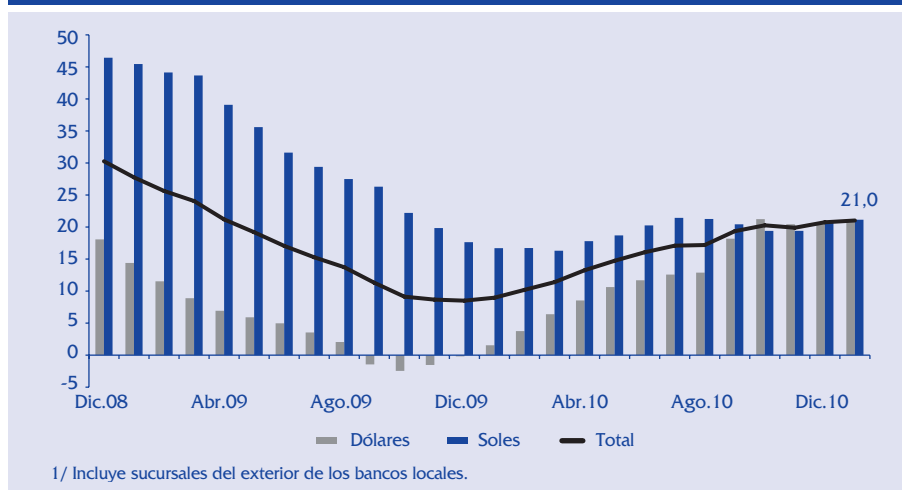
Cuadro 26
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, POR TIPO DE INSTITUCIÓN FINANCIERA

	Saldos en millones de soles			Tasas de crecimiento (%)		
	Ene-10	Dic-10	Ene-11	Dic-10/ Dic-09	Ene-11/ Ene-10	Ene-11/ Dic-10
Empresas bancarias (*)	91 467	109 074	110 042	20,0	20,3	0,9
Banca estatal	3 025	3 506	3 533	19,1	16,8	0,8
Inst. Fin. No Bancarias	14 339	18 029	18 135	25,8	26,5	0,6
De las cuales:						
Cajas municipales	6 936	8 515	8 502	22,6	22,6	-0,2
TOTAL	108 831	130 609	131 711	20,7	21,0	0,8

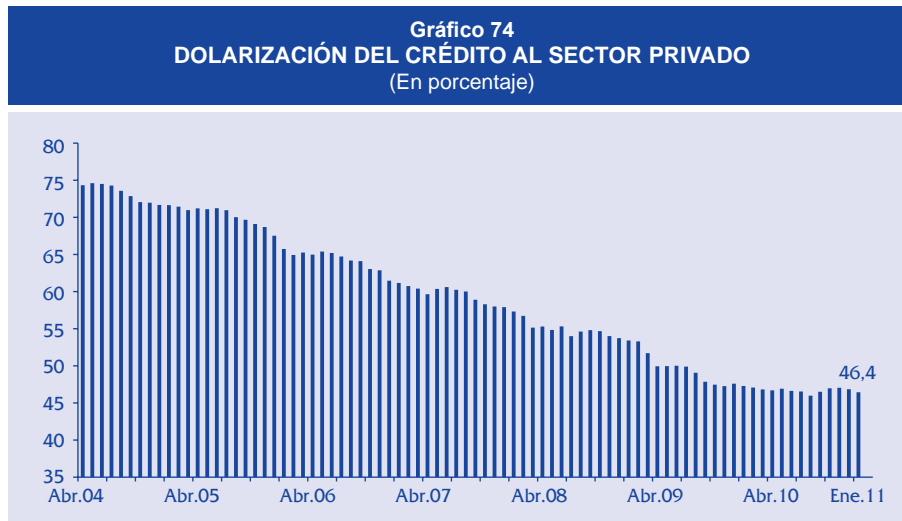
(*) Incluye sucursales en el exterior.

Por **tipo de monedas**, en enero, el crédito al sector privado en nuevos soles aumentó 21,1 por ciento en los últimos 12 meses, mientras que el de moneda extranjera registró una expansión de 20,9 por ciento en los últimos 12 meses.

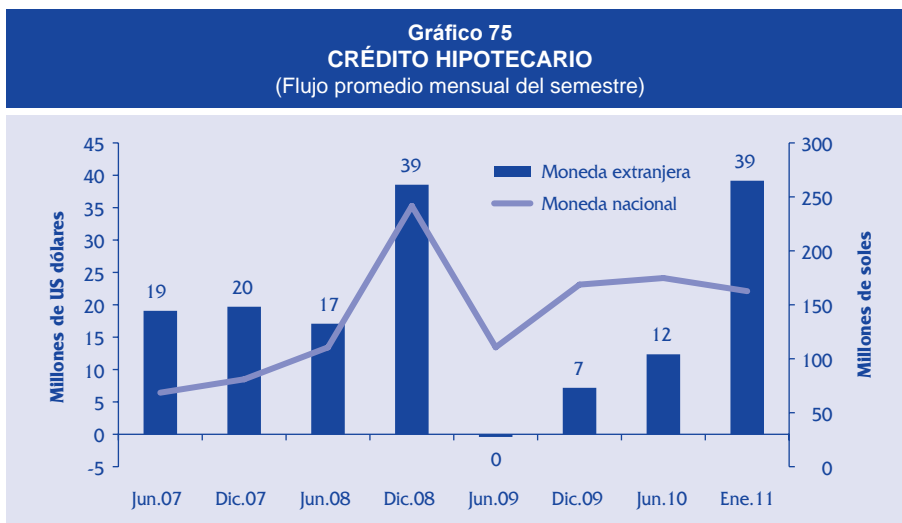
Gráfico 73
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO CON SUCURSALES 1/
(Tasas de crecimiento 12 meses)



74. La evolución del crédito al sector privado se reflejó en menores niveles de **dolarización**. En enero de 2011 la dolarización del crédito al sector privado fue 46,4 por ciento.

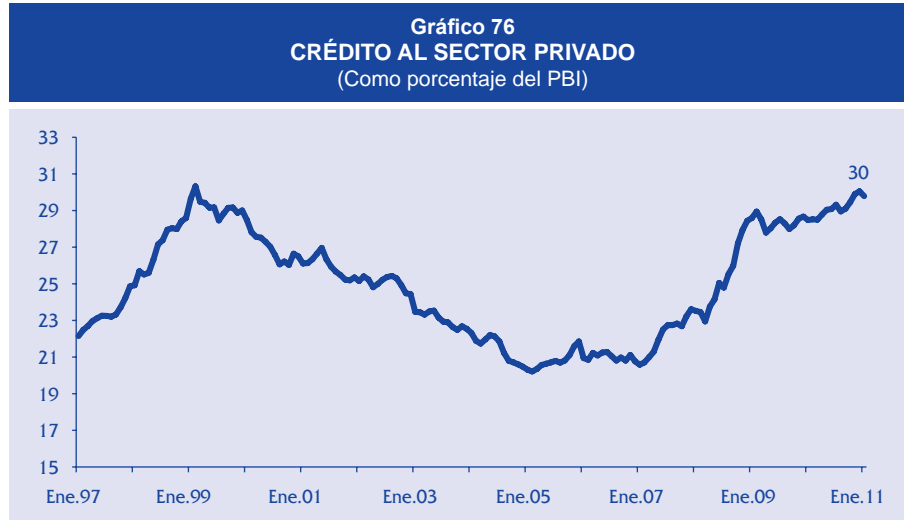


Sin embargo, esta evolución no ha sido homogénea entre sectores. Por ejemplo, en el caso del crédito hipotecario se viene observando un menor ritmo de desdolarización. Como se muestra en el siguiente gráfico el flujo promedio mensual del crédito hipotecario en dólares ha pasado de US\$ 12 millones en el primer semestre de 2010 a US\$ 39 millones en el último semestre. De persistir esta tendencia, ésta podría inducir a un mayor descalce cambiario, que dada la naturaleza no transable de los activos que respaldan los créditos hipotecarios podría incrementar el riesgo cambiario-crediticio de las entidades financieras.

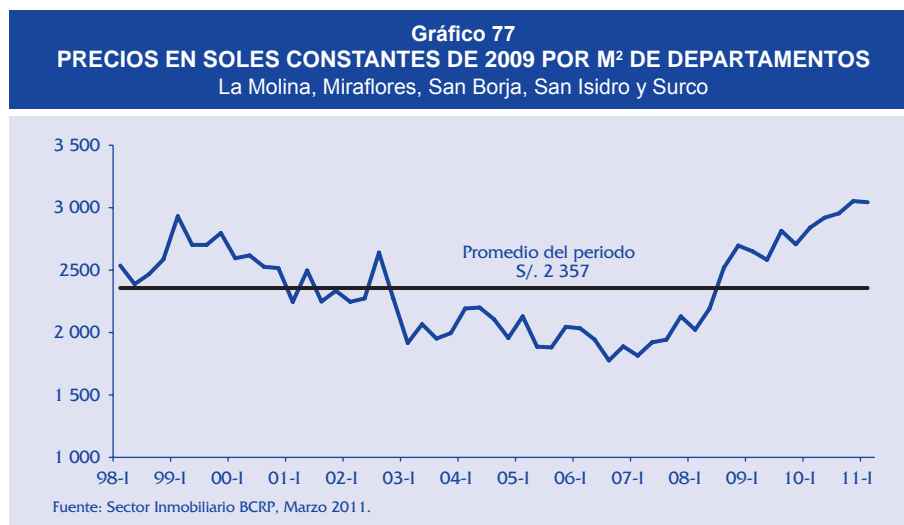


75. El **ratio de crédito al sector privado entre el PBI** se ubicó en un nivel de 30 por ciento en enero de 2011, frente a uno de 28 por ciento en enero de 2010.





76. En cuanto a la situación del **mercado inmobiliario** se puede observar que el indicador de la mediana del precio de venta por metro cuadrado de los departamentos mantuvo su tendencia al alza iniciada a principios de 2006. Durante el primer trimestre, los precios de venta se incrementaron en términos reales.

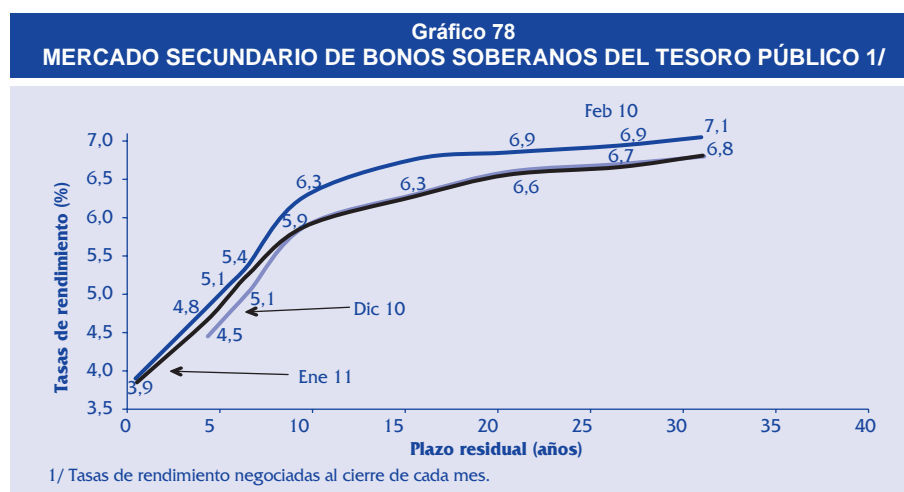


El indicador del **ratio del precio de venta sobre el ingreso por alquiler anual (PER, Price to Earnings Ratio)**. Este ratio, que equivale a la relación precio/ganancias de las acciones y representa cuántos años se tendría que alquilar la propiedad para recuperar el valor del inmueble, se incrementó ligeramente en el bimestre enero-febrero respecto al periodo previo. De acuerdo a la clasificación del Global Property Guide, estos niveles se encuentran a nivel agregado en el intervalo de precios normales (intervalo 12,5 a 25,0).

CUADRO 27 PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M2					
MEDIANAS ^{1/}	Mayo- Junio	Julio- Agosto	Setiembre- Octubre	Noviembre- Diciembre	Enero - Febrero 11
Jesús María	11,8	10,6	10,8	14,7	15,2
La Molina	13,0	13,1	13,7	14,4	13,5
Lince	15,9	14,7	15,4	13,9	11,9
Magdalena	10,6	10,7	11,3	11,2	12,2
Miraflores	10,9	11,8	13,2	13,1	12,3
Pueblo Libre	14,5	14,6	13,2	13,9	14,7
San Borja	15,8	16,7	15,4	14,6	15,5
San Isidro	14,4	13,1	14,6	13,8	15,2
San Miguel	13,6	14,2	13,8	15,2	16,0
Surco	12,8	12,4	12,8	13,5	14,0
Agregado					
Promedio	13,3	13,2	13,4	13,8	14,0

1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: Sector Inmobiliario BCRP, Marzo 2011.

77. La **curva de rendimiento** de bonos soberanos se ajustó al alza, principalmente en el tramo más largo de la curva debido a la menor demanda de los bonos de más largo plazo por parte de los inversionistas locales y extranjeros. Asimismo se observaron incrementos moderados en el tramo de menor plazo, siguiendo a la tasa de referencia del Banco Central.



Tipo de cambio

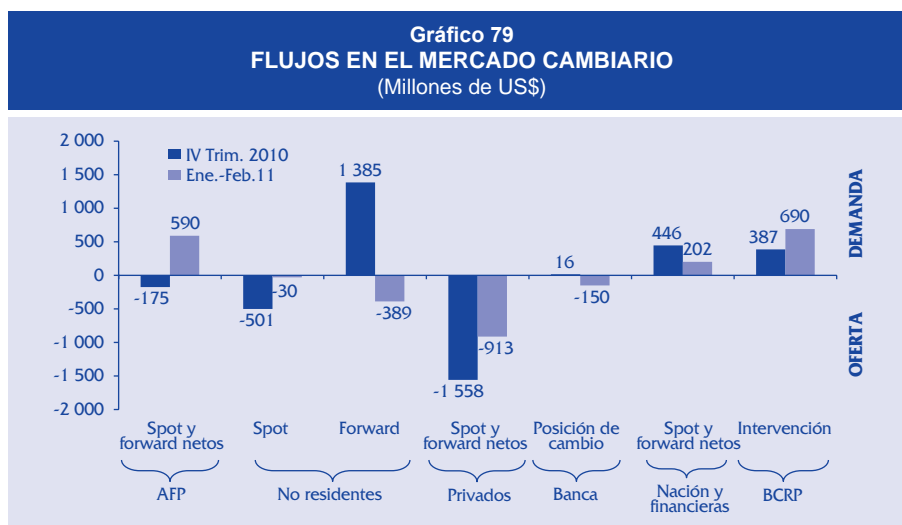
78. Entre diciembre de 2010 y el 28 de febrero de 2011, el **tipo de cambio nominal** promedio se apreció 2,0 por ciento, mostrando un comportamiento diferenciado. En enero el tipo de cambio se apreció 1,3 por ciento, principalmente por una mayor





oferta de agentes no residentes en el mercado *forward* (US\$ 566 millones), la cual fue parcialmente compensada por la mayor demanda de las AFP por US\$ 275 millones. Por el contrario, en febrero, el tipo de cambio se depreció 0,2 por ciento, reflejando tanto la mayor aversión al riesgo generado por los conflictos en Medio Oriente, como el efecto de los límites a las operaciones *forward* de las empresas financieras y los impuestos a los ganancias de capital con derivados financieros que llevó a una reducción de operaciones *forward* con no residentes.

Las mayores presiones apreciatorias se concentraron entre enero y mediados de febrero con una oferta neta de US\$ 690 millones. La mayor oferta provino principalmente de agentes privados en el mercado *spot*, principalmente empresas mineras y operaciones minoristas. Una oferta adicional provino de los inversionistas no residentes (US\$ 389 millones en el *forward* y US\$ 30 en el *spot*), y de la reducción de la posición de cambio de la banca en US\$ 150 millones. Esta oferta fue parcialmente compensada por la demanda de las AFP de US\$ 590 millones (US\$ 228 millones en el *spot* y US\$ 362 millones en el *forward*). El BCRP intervino en el mercado cambiario mediante la colocación neta de CDL BCRP y compras en el mercado *spot* por US\$ 690 millones en total hasta mediados de febrero.



79. Entre diciembre 2010 y febrero 2011 el saldo de **compras forwards de la banca** se redujo en US\$ 73 millones, alcanzando un saldo de US\$ 2 520 millones al 28 de febrero. Ello respondería al aumento en el costo de los fondos en moneda extranjera derivada del encaje, la reducción de la posición de cambio de la banca y la aplicación de la norma de la SBS, a partir de enero 2011, que limita la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera de las empresas financieras a 40 por ciento de su patrimonio efectivo o S/. 400 millones, el que resulte mayor. Asimismo, en febrero de 2011 se promulgó la Ley 29663 que extiende la aplicación del Impuesto a la Renta, de 30 por ciento, a todas las ganancias de no domiciliados por derivados financieros transados con residentes, sin tener en cuenta el plazo pactado.

Gráfico 80
SALDO DE COMPRAS NETAS FORWARD Y TIPO DE CAMBIO
(Saldo en millones de dólares y tipo de cambio en soles por US dólar)

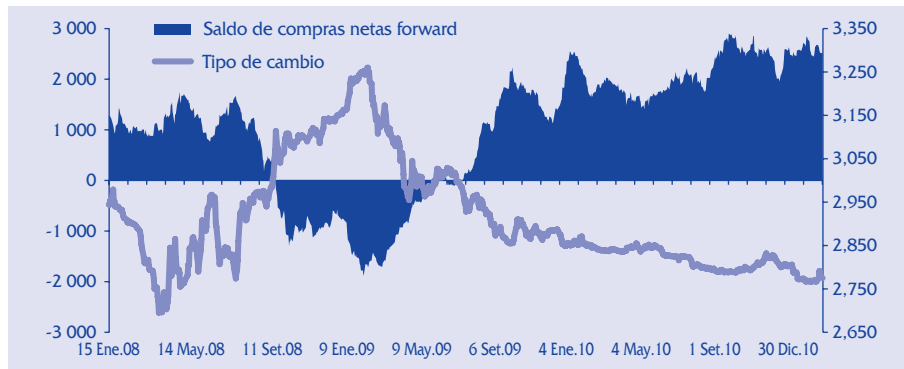
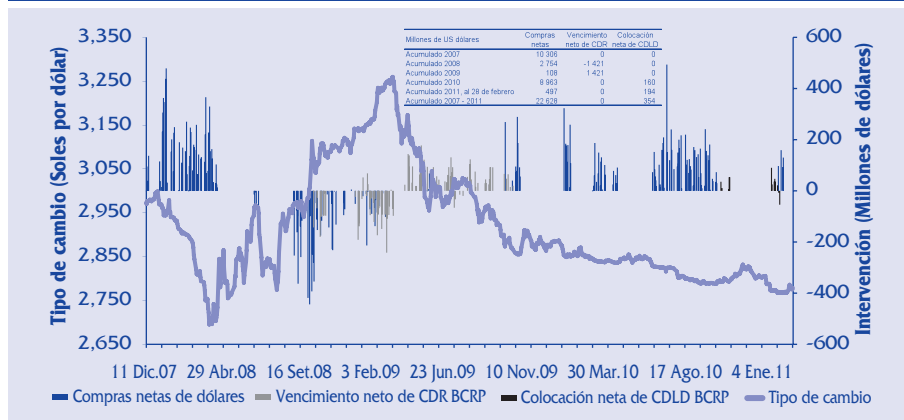


Gráfico 81
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO



80. Las **expectativas de tipo de cambio** para el periodo 2011-2012 en promedio se han reducido ligeramente. La evolución de las expectativas muestra la incertidumbre que existe sobre esta variable al observarse correcciones hacia abajo por parte del sistema financiero, empresas no financieras y analistas económicos.

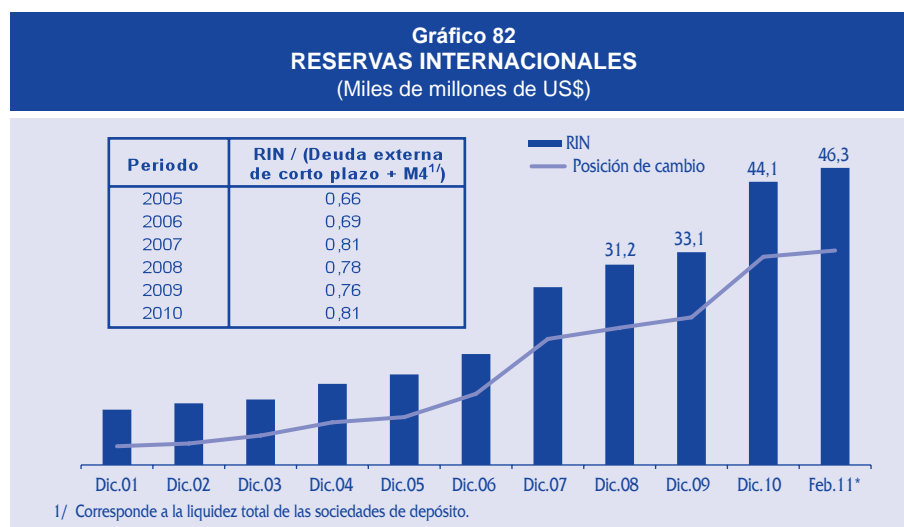
CUADRO 28
ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevo Soles por US dólar)

	Set.10	Oct. 10	Nov. 10	Dic. 10	Ene. 11	Feb. 11
Sistema Financiero						
2011	2,79	2,76	2,75	2,75	2,75	2,75
2012	2,80	2,79	2,75	2,75	2,70	2,70
Analistas Económicos						
2011	2,78	2,80	2,78	2,75	2,75	2,75
2012	2,72	2,78	2,72	2,70	2,75	2,69
Empresas no Financieras						
2011	2,82	2,80	2,82	2,81	2,80	2,80
2012	2,90	2,86	2,88	2,87	2,82	2,80
Promedio						
2011	2,80	2,79	2,78	2,77	2,77	2,77
2012	2,81	2,81	2,78	2,77	2,76	2,73





81. Las **reservas internacionales** muestran un incremento de US\$ 2 163 millones entre diciembre de 2010 y el 28 de febrero de 2011, principalmente por los mayores depósitos de las empresas bancarias en el BCRP y la intervención del Banco Central en mercado cambiario a través de la compra directa de dólares y la colocación de CDLD. Con ello, el saldo de las RIN alcanzó US\$ 46 268 millones al 28 de febrero de 2010 y representa el 81 por ciento del total de las obligaciones externas de corto plazo más la liquidez total.



RECUADRO 2

RESPUESTAS DE POLÍTICA FRENTE A ELEVADOS FLUJOS DE CAPITALES

Los flujos de capital, en particular los de largo plazo, son uno de los factores importantes que explican el proceso de crecimiento de las economías en desarrollo debido a que: a) complementan el financiamiento del gasto de inversión, en particular cuando el ahorro interno y los stocks iniciales de capital son relativamente bajos, b) pueden potenciar el desarrollo de los mercados de capitales como una fuente adicional de financiamiento privado al generar una mayor demanda por valores emitidos domésticamente, y c) pueden favorecer una mayor transferencia tecnológica, a través de la inversión directa extranjera y con ello, potenciar el crecimiento de largo plazo.

Sin embargo, tal como lo muestra la experiencia histórica, los flujos de capitales representan un reto importante en términos de manejo macroeconómico, en particular para las economías pequeñas y abiertas. La evidencia empírica sugiere que la excesiva volatilidad de éstos, en especial los de corto plazo, puede comprometer la estabilidad macroeconómica al inducir niveles altos de apalancamiento que conlleve a un crecimiento desmedido del crédito interno o a la formación de burbujas en los mercados de activos financieros y descalces de monedas en las posiciones financieras de los distintos agentes económicos, debilitando la fortaleza de los sistemas financieros. No obstante, el balance de estos impactos será positivo en la medida que las políticas macroeconómicas y

macroprudenciales que se implementen logren minimizar los riesgos asociados a persistentes flujos de capital preservando sus efectos positivos.

Finalizada la crisis financiera internacional de 2007-2009, las economías emergentes vienen experimentando una rápida recuperación del dinamismo en los flujos de capital inducidos por la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos y financieros, en un escenario de mejores perspectivas de crecimiento y de elevados términos de intercambio, en comparación con el desempeño reciente de las economías desarrolladas, caracterizado por la persistencia de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de su crecimiento, y la difícil situación fiscal de algunos países de la Zona del Euro.

En el caso de América Latina, el mayor dinamismo en los flujos netos de capital presenta en general un componente relativamente más estable bajo la forma de inversión directa extranjera; acompañada, en algunos casos (por ejemplo Brasil y Argentina) con una alta importancia relativa de los flujos de portafolio. Se observa también (Chile y Perú) un crecimiento importante de las inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos Privados de Pensiones, lo que ha permitido atenuar el flujo neto de capitales, principalmente de portafolio. En los casos de Bolivia, Chile, y Perú, se observa la mayor diversificación de plazos para el financiamiento externo, con una participación creciente de capitales de largo plazo.

Este mayor dinamismo en los flujos de capitales ha sido acompañado por respuestas activas de las políticas económicas en la región, que ha incluido tanto un cambio en la orientación de las políticas macroeconómicas desde posiciones de estímulo hacia una situación más neutral, y la aplicación de un conjunto amplio de medidas macroprudenciales orientadas a preservar la estabilidad financiera.

		Medidas \ Países						
		Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
Intervenciones cambiarias	Intervención en el mercado cambiario	Spot	✓	✓	✓	✓	✓	✓
		Forward	✓		✓			✓
		Operaciones swaps			✓			
Políticas Macroprudenciales	Requerimientos de encaje			✓	✓		✓	
	Modificaciones a los límites a la Posición Neta en Moneda Extranjera			✓	✓ 1/		✓ 2/	✓ 3/
	Modificaciones a los requerimientos de capital				✓			
	Ampliación del límite de inversión en el exterior	AFPs				✓	✓	
		Compañías de seguro		✓				
	Impuestos, comisiones y cupos a entradas y/o salidas de capitales	Entrada		✓				
		Salida	✓	✓				
	Impuestos y comisiones para tenencias en activos domésticos	Titulos del Banco Central					✓	
		Titulos del renta fija			✓			
		Titulos del renta variable			✓			
		Derivados de ME					✓	
Depósito no remunerado como porcentaje de la entrada de capital		✓						
Límites a la permanencia de capitales		✓						

1/ Límite de US\$ 3 mil mills. o del nivel de patrimonio regulado en la posición corta en ME (Moneda Extranjera), el menor.

2/ Aumento del ratio en la Posición Neta en ME respecto al patrimonio efectivo.

3/ Reducción de la Posición Global de sobrecompra en ME y la Posición neta de derivados de ME respecto al patrimonio efectivo.

Fuente: Páginas Web de los Bancos Centrales y otras publicaciones.





Entre las principales medidas de política implementadas en la región, la más usada ha sido la intervención cambiaria en el mercado *spot*, que en los casos de Argentina, Brasil y Uruguay ha sido complementada con intervenciones directas en el mercado *forward*. Brasil, Bolivia y Perú han manejado los requerimientos de encaje a las entidades financieras. Bolivia, Paraguay y Perú han modificado los límites a las posiciones netas de moneda extranjera de los bancos. Bolivia, Chile y Perú han incrementado los límites de inversión de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros en el exterior como una forma de reducir los flujos netos de capital. Bolivia y Brasil han utilizado comisiones e impuestos a las entradas y/o salidas de capital, mientras que Argentina estableció un límite a la permanencia de los capitales dentro del país.

Estas respuestas de política económica se han reflejado en incrementos importantes en las reservas internacionales de la región, y en un mayor costo para los inversionistas no residentes de tomar posiciones en títulos internos, los que en algunos casos, como Perú, han contribuido a reorientar los flujos de capitales desde el corto plazo hacia el largo plazo.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS 1/ (Porcentajes del PBI)

	Brasil	Chile	Argentina	Uruguay	Paraguay	Perú	Bolivia
2005	6,1	14,3	15,5	17,7	17,2	17,8	17,9
2006	7,9	13,3	15,1	15,6	18,3	18,7	27,6
2007	13,2	10,3	17,7	17,2	20,0	25,8	40,3
2008	12,5	13,6	14,3	20,4	16,9	24,4	45,1
2009	15,0	15,5	15,7	25,3	27,0	26,1	49,1
2010	13,9	13,9	14,6	19,7	23,7	28,8	50,6

Fuente: Portales electrónicos de los Bancos Centrales de la Región

1/. Las reservas internacionales netas incorporan la posición de cambio del Banco Central, los depósitos netos en moneda extranjera del Sector Público y de las entidades financieras, en el Banco Central.

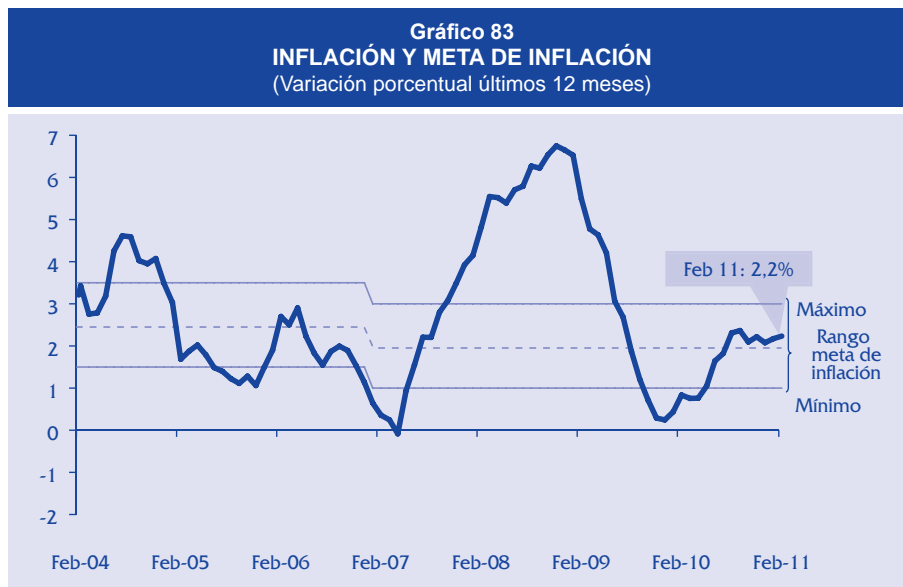
El alto dinamismo de los flujos de capital no ha generado desequilibrios macroeconómicos sustanciales en la región. Los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubican dentro de rangos considerados manejables para la mayoría de países, incluso para algunos, se observan superávit de cuenta corriente. Asimismo, el crédito al sector privado, si bien con un mayor dinamismo que en 2009, en el último año está creciendo a tasas menores que las observadas antes de la crisis financiera global 2007-2009, con excepción de Argentina y Paraguay que muestran tasas de crecimiento del crédito anual por encima del 30 por ciento, y Bolivia con tasas cercanas al 20 por ciento. La inflación también se encuentra en niveles bajos en la región, a pesar del reciente impacto del aumento internacional de los precios de alimentos y combustibles.

Sin embargo, el desempeño de las economías de la región, que muestra ausencia de desequilibrios macroeconómicos importantes no implica necesariamente que los flujos de capitales no puedan generar potenciales riesgos específicos a cada país, debido a descalces de monedas o excesivo apalancamiento de algunos agentes, que no se observan a nivel agregado. En ese sentido, es importante que las autoridades económicas se mantengan atentas y permanentemente evalúen los distintos canales de impacto de los flujos de capitales bajo sus distintas modalidades, en particular a nivel sectorial, para poder actuar con la previsión y anticipación que se requiera.

VI. Inflación

82. Desde marzo de 2010 la tasa de **inflación** se ubica en el rango meta con una tasa de 2,08 por ciento a diciembre de 2010 y 2,2 por ciento a febrero de 2011.

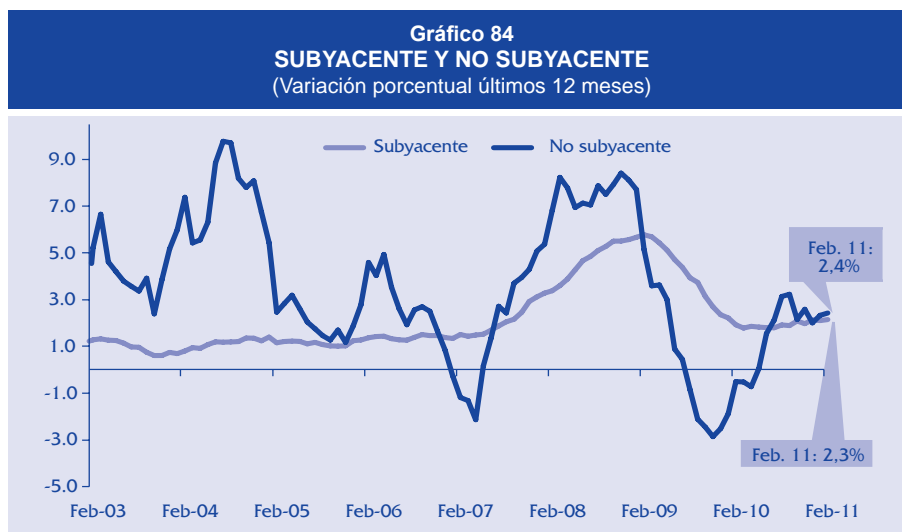
Al igual que en otras economías emergentes, el alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles viene ejerciendo una presión de costos que no se ha trasladado mayormente a los precios finales porque los empresarios han venido reduciendo sus márgenes de ganancia, la oferta local de alimentos, particularmente de productos agrícolas ha sido favorable, y se mantiene operando el mecanismo del Fondo de Estabilización de Combustibles. Esta situación podría revertirse en la medida que la contribución de estos factores disminuya.



83. La **inflación subyacente**³ anual pasó de 1,9 por ciento en setiembre 2010 a 2,1 por ciento en diciembre, tasa que se mantuvo en enero y febrero de 2011 con expectativas ancladas dentro del rango meta. La inflación no subyacente, que incluye alimentos agropecuarios y combustibles, pasó de 3,2 por ciento en setiembre a 2,0 por ciento en diciembre y 2,4 por ciento en febrero.

3 Excluye del cálculo del IPC los rubros que presentan la mayor variabilidad en su variación porcentual mensual de precios, con la salvedad de que combustibles, como gasolinas y gas propano, servicios públicos y el rubro de transporte urbano e interurbano, se excluyan independientemente del grado de variabilidad.

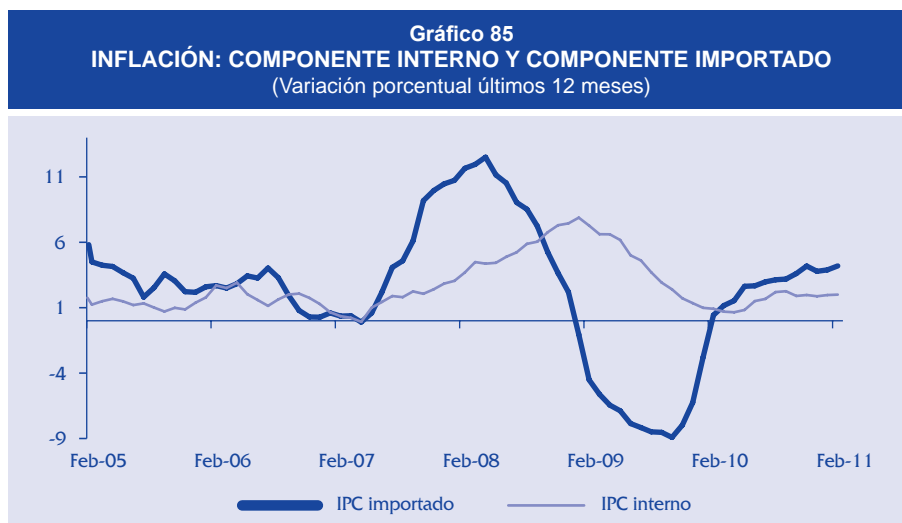




84. La **inflación importada** registró una variación anual de 3,8 por ciento en 2010 y de 4,2 por ciento a febrero de 2011. Destacan los incrementos en los precios de combustibles (12,2 por ciento en 2010 y 11,4 por ciento a febrero 2011) y alimentos (0,8 por ciento en 2010 y 4,1 por ciento a febrero 2011). Entre enero y febrero de 2011 la inflación importada fue de 1,5 por ciento, reflejando la evolución de los componentes alimentos (3,8 por ciento) y combustibles (2,8 por ciento).

Gráfico 29
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-Feb.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	1,48	4,19
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	3,78	4,09
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	2,77	11,42
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-0,70	-1,25
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	-0,75	0,37
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	0,69	2,00
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	0,77	2,23
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-1,71	-3,03



85. La inflación acumulada entre enero y febrero fue de 0,8 por ciento, habiendo influido principalmente el alza de precios de los alimentos no subyacentes (2,7 por ciento) y combustibles (2,8 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y febrero fue de 0,4 por ciento, destacando los incrementos en salud (1,0 por ciento) y comidas fuera del hogar (1,1 por ciento).

Gráfico 30
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-Feb.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	0,77	2,23
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	0,40	2,14
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	0,27	1,30
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	0,53	2,99
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	1,48	2,42
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	2,74	1,98
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	2,77	11,42
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	-0,79	1,76
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,24	0,73
Nota:								
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	0,13	1,57





**Gráfico 31
INFLACIÓN**
(Contribución ponderada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-Feb.	12 meses
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	0,77	2,23
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	0,26	1,39
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	0,09	0,43
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	0,17	0,96
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	0,51	0,84
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	0,40	0,30
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,09	0,33
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	-0,07	0,16
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,10	0,06
Nota:								
IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	0,07	0,88

86. En los dos primeros meses del año, los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron carne de pollo, comidas fuera del hogar, cítricos, gasolina, papaya y aceites. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron carne de pescado, transporte nacional, ají, especias y sazónadores y compra de vehículos.

**CUADRO 32
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN 2010**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,9	0,47	Carne de pollo	3,0	-14,2	-0,44
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,5	0,31	Teléfonos	2,9	-3,8	-0,11
Gasolina y lubricantes	1,3	16,4	0,22	Huevos	0,6	-6,4	-0,03
Azúcar	0,5	25,1	0,16	Artículos de limpieza	0,9	-2,8	-0,03
Pasaje urbano	8,5	1,8	0,15	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-2,5	-0,02
Gas	1,4	8,8	0,12	Choclo	0,1	-13,0	-0,02
Pescado fresco y congelado	0,7	15,7	0,12	Menudencia de pollo y otros	0,1	-10,7	-0,02
Papa	0,9	11,2	0,09	Cebolla	0,4	-5,8	-0,01
Consumo de agua	1,6	4,5	0,07	Legumbres frescas	0,2	-5,9	-0,01
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	4,5	0,07	Tomate	0,2	-5,4	-0,01
Total			1,78	Total			-0,70

CUADRO 33
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - FEBRERO 2011

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Carne de pollo	3,0	6,0	0,16	Pescado fresco y congelado	0,7	-11,5	-0,10
Comidas fuera del hogar	11,7	1,1	0,13	Transporte nacional	0,3	-11,6	-0,05
Cítricos	0,5	15,6	0,10	Ají	0,1	-35,7	-0,03
Gasolina y lubricantes	1,3	4,8	0,07	Esppecies y sazónadores	0,5	-5,4	-0,03
Papaya	0,2	38,6	0,06	Compra de vehículos	1,6	-1,9	-0,03
Aceites	0,5	10,9	0,05	Uva	0,1	-18,5	-0,03
Consumo de agua	1,6	3,1	0,05	Pasaje urbano	8,5	-0,3	-0,02
Pan	1,9	2,7	0,05	Duraznos	0,1	-19,7	-0,02
Legumbres frescas	0,2	21,8	0,05	Palta	0,1	-12,4	-0,02
Electricidad	2,9	1,7	0,05	Manzana	0,2	-7,0	-0,02
Total			0,77	Total			-0,35

CUADRO 34
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: MARZO 2010 - FEBRERO 2011

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,3	0,51	Carne de pollo	3,0	-8,3	-0,26
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,5	0,31	Teléfonos	2,9	-3,8	-0,11
Gasolina y lubricantes	1,3	16,5	0,23	Legumbres frescas	0,2	-23,5	-0,08
Cítricos	0,5	36,0	0,20	Pescado fresco y congelado	0,7	-5,6	-0,05
Pasaje urbano	8,5	1,7	0,14	Huevos	0,6	-8,6	-0,04
Azúcar	0,5	20,8	0,14	Esppecies y sazónadores	0,5	-7,4	-0,04
Consumo de agua	1,6	7,8	0,13	Otras hortalizas	0,4	-7,1	-0,03
Gas	1,4	7,1	0,10	Compra de vehículos	1,6	-2,0	-0,03
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	5,3	0,08	Ajos	0,1	-21,4	-0,02
Pan	1,9	3,7	0,07	Artículos de limpieza	0,9	-2,4	-0,02
Total			1,91	Total			-0,68

Carne de pollo

87. En el año 2010 se observó una mayor oferta respecto a la de 2009, reflejada en el aumento de 7 por ciento de las colocaciones de pollos bebé. Las ventas en los centros de distribución de Lima Metropolitana pasaron de 500 mil unidades diarias en 2009 a 539 mil unidades en 2010 (8 por ciento). Este alto nivel de oferta contribuyó a una reducción de 14 por ciento en los precios.

No obstante, entre diciembre 2009 y diciembre 2010, la cotización internacional del maíz, principal insumo de la industria avícola, pasó de US\$ 140,8 a US\$ 221,4 la tonelada.





Recientemente, las colocaciones de pollos bebé, correspondientes a la oferta de la segunda quincena de febrero disminuyeron 5 por ciento con respecto a las del mes de enero. Los mayores costos de producción y las menores colocaciones incidieron en el alza de 6 por ciento en el precio al consumidor en el período de enero-febrero 2011.

Comidas fuera del hogar

88. En el año 2010 este rubro aumentó 3,9 por ciento, tasa mayor al incremento del IPC (2,08 por ciento) y del rubro alimentos y bebidas dentro del hogar (1,6 por ciento), resultado atribuible al mayor dinamismo de la demanda interna. En los dos primeros meses de 2011 este rubro creció 1,1 por ciento, siendo el segundo producto con mayor contribución ponderada a la inflación, luego de la carne de pollo.

Gasolina y lubricantes

89. El aumento de 16,4 por ciento en el año 2010 reflejó el alza del precio internacional del petróleo y la revisión de las bandas de precio del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles. El precio del contrato de Petróleo Intermedio de Texas (WTI) registró un valor promedio de US\$ 89,2 el barril en diciembre 2010, lo que representó una recuperación con respecto a los precios de fines del año pasado (US\$ 74,3 en diciembre 2009) y a los de 2008 (US\$ 41,4 en diciembre 2008). En los meses de enero y febrero la cotización promedio del WTI fue de US\$ 88,54 el barril.

El aumento registrado en lo que va de 2011 (4,8 por ciento) reflejó el alza efectuada por las refinerías al amparo de lo dispuesto en el Decreto de Urgencia N°083-2010. Mediante este dispositivo se amplió la vigencia del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles y se autorizó un reajuste de 7 por ciento en los precios finales de los combustibles en el caso que los precios de paridad excedieran en 15 por ciento el límite superior de la banda o el límite inferior. Para el mes de febrero se dejó sin efecto esta medida (Decreto de Urgencia 009-2011).

Electricidad

90. El aumento de 1,4 por ciento registrado en 2010 refleja las alzas decretadas por OSINERGMIN principalmente en los meses de febrero y noviembre de ese año, con el objetivo de actualizar los costos a nivel de generación, transmisión y distribución, afectados por el alza del precio de los combustibles y de los metales como aluminio y cobre. Estos incrementos se vieron compensados por la rebaja de mayo (2,8 por ciento) que obedeció a la actualización del precio de peaje del sistema principal y a la eliminación del cargo unitario que gravaba la generación, por concepto de transporte de gas natural.

CUADRO 35
PRECIOS DE TARIFAS ELÉCTRICAS
 (Variación porcentual anual)

	2008	2009	2010	2011			
				Ene.	Feb.	Acum.	12 meses
Tarifas eléctricas	6,3	-4,6	1,4	4,6	-2,8	1,7	1,5

Fuente: INEI.

En los dos primeros meses de 2011 las tarifas eléctricas subieron 1,7 por ciento. El aumento de las tarifas de enero (4,6 por ciento) obedeció al incremento del precio a nivel de generación en los contratos resultantes de licitaciones (aumento del precio de combustibles). Además se registró un reajuste en la tarifa de distribución por mayores precios del aluminio y cobre.

Este aumento fue contrarrestado por la reducción tarifaria de febrero (2,8 por ciento) atribuible a la actualización del precio de generación que OSINERGMIN fija cada tres meses. Es el principal componente de la tarifa y comprende los precios de potencia, de energía en hora punta y energía fuera de hora punta. En este resultado influyó también la reducción de los cargos adicionales de generación incluidos en la transmisión principal.

Aceite, Pan y azúcar

91. El incremento del precio del **aceite** se origina en el aumento del precio de su principal insumo, el aceite de soya. La cotización internacional de este producto pasó de US\$ 810,0 la TM en diciembre 2009 a US\$ 1 139,4 la TM en diciembre 2010.

El mayor precio del **pan** resulta del alza del precio de la harina elaborada con trigo importado, cuya cotización entre diciembre 2009 y diciembre 2010 aumentó 60,6 por ciento.

El aumento del precio del **azúcar** en 2010 (25,1 por ciento) estuvo asociado al alza de su cotización en el mercado internacional que pasó de US\$ 557,4 a US\$ 779 por TM entre diciembre 2009 y 2010, por efecto de la menor oferta global y el aumento de las importaciones de la India. A ello se sumó la menor producción nacional de caña de azúcar (2,8 por ciento) debido principalmente a problemas climáticos y paralizaciones de las empresas.

La subida de 2,8 por ciento en enero obedeció al incremento de la cotización internacional, que pasó de US\$ 557,4 por TM en diciembre 2009 a US\$ 798,2 en diciembre 2010 y disminuyó ligeramente a US\$ 787,2 en enero 2011.





Expectativas

92. En el presente Reporte se observa un incremento en las **expectativas de inflación** para este año de 2,5 a 3,0 por ciento en el caso de analistas y bancos, en tanto que las de las empresas no financieras se mantienen. Para el siguiente año, las expectativas de inflación se mantiene en 2,5 por ciento en todos los casos. En todos los casos las previsiones se ubican dentro del rango meta.

CUADRO 36 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)			
	RI Set.10	RI Dic.10	RI Mar.11
SISTEMA FINANCIERO			
2011	2,5	2,5	3,0
2012	2,5	2,5	2,5
ANALISTAS ECONÓMICOS			
2011	2,4	2,5	3,0
2012	2,0	2,5	2,5
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2011	2,5	2,5	2,5
2012	2,5	2,5	2,5

El alza internacional de los *commodities* ha implicado también un alza en las expectativas de los precios de los insumos en los próximos 3 meses, ubicándose el índice en 69 puntos, por debajo del nivel de 2008. Una situación similar se observa en las expectativas de precios de los bienes finales, pues un mayor costo de los insumos tendería a ser trasladado posteriormente al precio del bien final.





Pronóstico de Inflación

93. La evolución de la inflación desde el último Reporte ha estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho Reporte. En particular, se ha observado que la inflación se ha mantenido dentro del rango meta, alcanzando un valor de 2,2 por ciento en febrero. Asimismo, la revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años sugiere que ésta se mantendría cerca del límite superior del rango meta hacia finales de 2011, para luego retornar al nivel meta en 2012. Esta evolución refleja el impacto de los mayores precios de alimentos y combustibles sobre la inflación no subyacente, la evolución de la brecha producto y expectativas de inflación que se mantienen ancladas dentro del rango meta.

94. El escenario base de proyección contempla una evolución de la brecha producto influenciada por elevados términos de intercambio y por la política fiscal, los mismos que son compensados por el retiro del estímulo monetario. Así, se espera que la brecha producto pase de un nivel nulo en 2010 a un promedio entre 0 y 1,0 por ciento en 2011 y retorne a su posición neutral en 2012.

Asimismo, se espera que las expectativas de inflación se mantengan en el rango meta durante todo el horizonte de proyección, lo que contribuirá a contener, juntamente con el retiro del estímulo monetario, los posibles efectos de segunda vuelta de los mayores precios internacionales de alimentos y combustibles.

95. Consistente con la evolución de sus determinantes, se estima que la inflación subyacente se incremente ligeramente durante 2011, pero que se ubique dentro del rango meta en todo el horizonte de proyección, para luego acercarse hacia el nivel de 2 por ciento hacia finales de 2012.

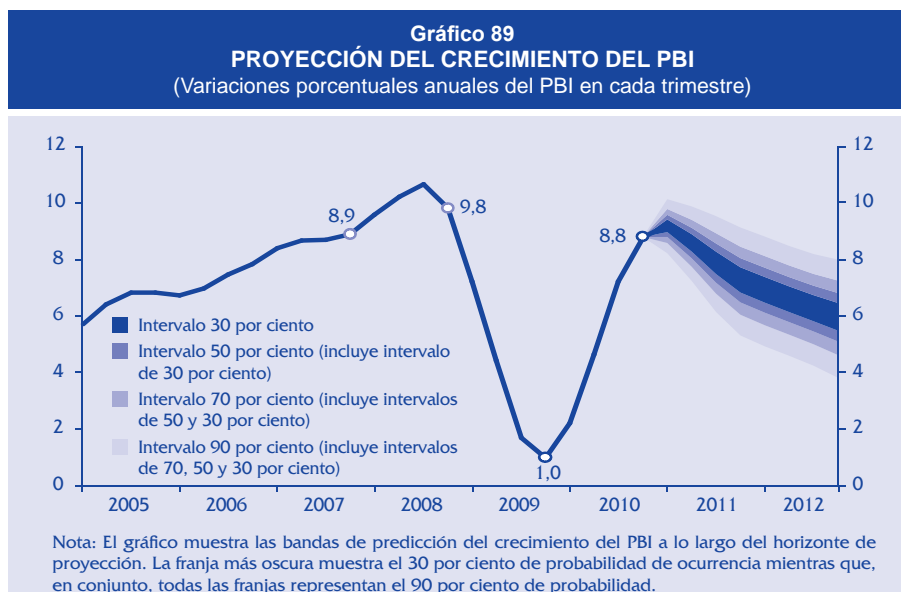




96. Por su parte, la inflación no subyacente alcanzaría una tasa por encima del rango meta en 2011 reflejando el impacto de las alzas de precios internacionales en petróleo y alimentos que se han venido registrando en los últimos meses. La proyección contempla asimismo los efectos que las alteraciones climáticas pudieran tener en los rendimientos de algunos productos agrícolas. En el año 2012, al normalizarse las condiciones de oferta mundial de alimentos, la inflación no subyacente se ubicaría alrededor de la meta de inflación.



97. Se eleva la **proyección de crecimiento del PBI** a 7,0 por ciento para el año 2011. Para 2012 se estima que el crecimiento del PBI se encontraría alrededor del 6,5 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.

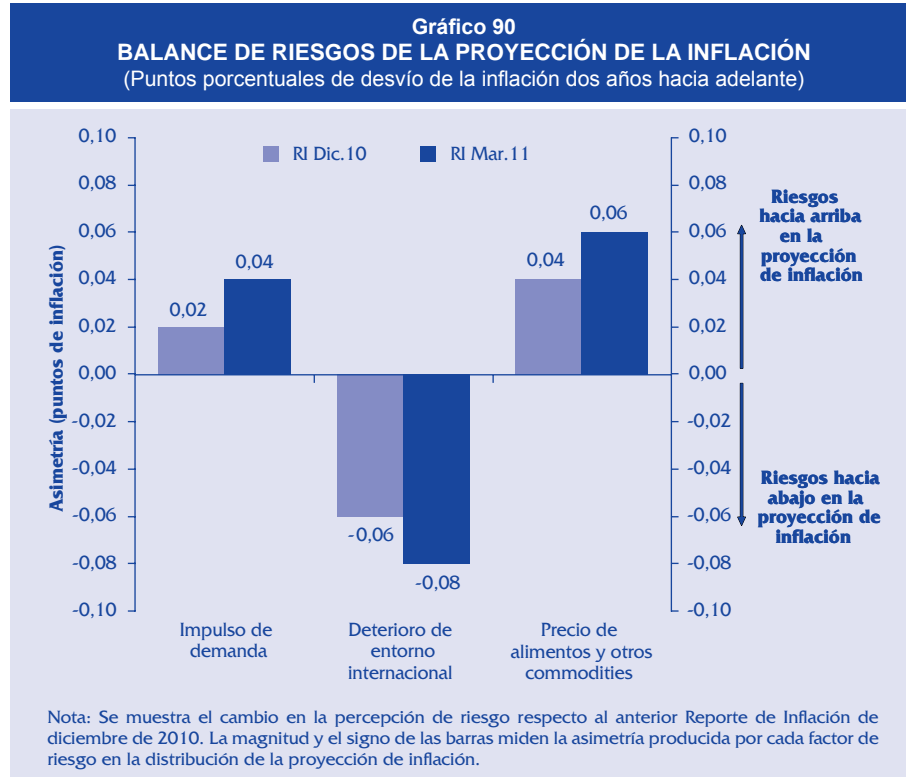


VII. Balance de Riesgos

98. La proyección de inflación presenta un **balance de riesgos al alza**, con una mayor probabilidad de que la tasa de inflación se encuentre por encima de la proyección del escenario base.
99. En el Reporte de Inflación de diciembre se contemplaron tres fuentes de riesgo que afectarían a la inflación en el horizonte de proyección. Si bien sólo parte de estos riesgos se vieron materializados en los meses recientes, ahora se tiene la percepción de que estos factores podrían representar desvíos de la inflación respecto al escenario central de proyección. Los principales riesgos son:
- **Inflación importada por alimentos y energía.** La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios y del combustible muestra que la probabilidad de mayores precios a futuro se ha incrementado. En este escenario, el Banco Central, ajustaría más rápidamente su posición monetaria si es que el posible incremento en la inflación importada afecta las expectativas de inflación.
 - **Dinamismo en la economía doméstica.** El mayor optimismo, reflejado en los datos recientes sobre indicadores de actividad productiva, junto con las altas tasas de crecimiento del PBI registradas durante el año 2010 podrían contribuir a que la brecha del producto sea mayor a lo considerado en el escenario central. Ello generaría presiones de demanda sobre los precios internos por lo que bajo este escenario la política monetaria ajustaría su posición de manera más rápida.
 - **Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.** El escenario base considera la recuperación de la actividad económica mundial, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para la economía peruana. A los factores de riesgo ya mencionados en el Reporte de diciembre, referidos a la sostenibilidad fiscal en algunas economías de la Eurozona y a la posibilidad de una desaceleración mayor en China, se suma ahora el riesgo del alza de precios internacionales de alimentos y del petróleo, debido a los recientes conflictos en algunos países del Norte de África y del Medio Oriente; y la incertidumbre sobre el impacto del terremoto ocurrido en Japón. Este contexto internacional conllevaría una desaceleración en el crecimiento de la economía doméstica y una mayor volatilidad de los mercados financieros.

El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia. Así, de materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo.





CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la inflación no evidencia aún la existencia de presiones de demanda, sin embargo, la evolución reciente de los precios internacionales de alimentos y combustibles ha elevado la probabilidad de que la tasa de inflación se encuentre por encima de la proyección del escenario base respecto al último Reporte de Inflación. Expectativas inflacionarias que se mantienen ancladas en el rango meta y el ajuste de la posición de política monetaria, contribuirán a que la inflación se mantenga en el rango meta durante todo el horizonte de proyección.