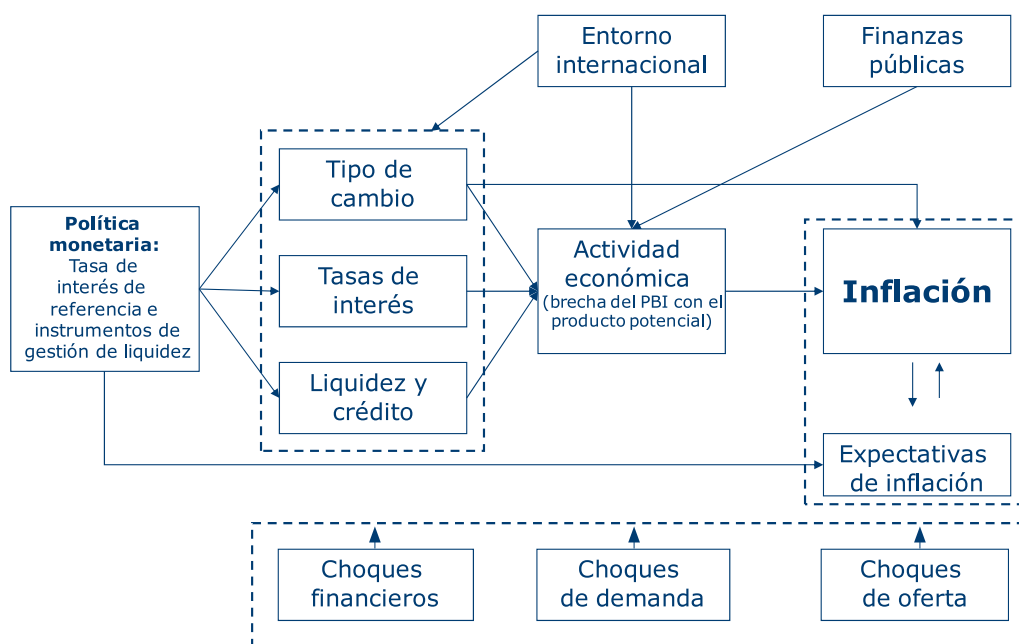


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2011-2013

Setiembre 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 2011-2013

Setiembre 2011

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	9
II. Actividad económica	41
III. Balanza de pagos	57
IV. Finanzas públicas	65
V. Política monetaria	78
VI. Inflación	96
VII. Balance de riesgos	106

RECUADROS

1. Acentuación de la crisis de deuda en la Eurozona	23
2. Políticas macro-prudenciales en América Latina: Objetivos e instrumentos	91
3. El desarrollo de las microfinanzas en el Perú	94
4. Gestión de riesgos de la política monetaria	107

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a junio de 2011 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, y a agosto 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.
- 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 de los precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación. Asimismo, el BCRP considera en sus evaluaciones el incremento anual de precios al consumidor que se produce cada mes y no sólo el correspondiente a diciembre de cada año.
- 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, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación y por ello esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- 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. 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.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en diciembre de 2011.





Resumen

- i. Entre junio y setiembre del presente año el Directorio del Banco Central ha mantenido la tasa de interés de referencia en 4,25 por ciento, luego de implementar una secuencia de incrementos mensuales de 25 puntos básicos entre enero y mayo. La pausa tiene un carácter preventivo dado el escenario actual de desaceleración de la economía mundial.

En la medida que subsisten riesgos de una mayor desaceleración de la economía mundial y de una caída en los precios de *commodities*, el BCRP seguirá monitoreando en forma continua las implicancias en la evolución de la inflación y sus determinantes con el fin de actuar de manera oportuna en caso fuera necesario.

- ii. Durante el primer semestre el PBI y la demanda interna registraron expansiones de 7,7 y 9,3 por ciento, respectivamente, menores en ambos casos a las observadas en similar período de 2010. Este resultado se explica principalmente por el menor gasto público, puesto que el gasto privado creció a una tasa incluso mayor a la registrada en similar periodo del año pasado. Por componentes del gasto privado, se observó dinámicas diferentes en el consumo y la inversión. Mientras que esta última mostró una ligera desaceleración, el consumo privado se aceleró pasando a crecer una tasa de 6,4 por ciento (frente a 5,6 por ciento del primer semestre de 2010).

Considerando la incertidumbre en el entorno internacional se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI para el año 2011, de 6,5 por ciento en el Reporte de Inflación de junio a 6,3 por ciento en el presente Reporte. Asimismo, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento para los años 2012 y 2013, pasando en ambos años de una tasa de 6,5 por ciento a una de 5,7 y 6,3 por ciento respectivamente.

- iii. En los últimos meses la actividad económica mundial ha mostrado un crecimiento menor al proyectado en junio. En el segundo trimestre el crecimiento mundial fue de aproximadamente 2,4 por ciento, tasa menor a la del primer trimestre (3,8 por ciento). La mayoría de economías desarrolladas continúan creciendo por debajo de su nivel potencial afectadas por el escaso dinamismo del consumo y por la desconfianza sobre la sostenibilidad de la deuda pública en algunas economías de la eurozona. Por su parte, las economías emergentes también vienen desacelerándose en un contexto de presiones inflacionarias crecientes y de retiro del estímulo monetario. En esta coyuntura se registró además una corrección a la baja en el precio de la mayoría de los *commodities*.

Las proyecciones de crecimiento mundial han sido revisadas a la baja de 3,9 a 3,7 por ciento, para los años 2011 y 2012, en ambos casos.

- iv. En el primer semestre de 2011 el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un superávit económico de 5,6 por ciento del PBI, mayor en 3 puntos porcentuales

al registrado en similar período de 2010. Esta evolución es el reflejo, tanto del incremento de los ingresos corrientes del gobierno general cuanto por la disminución de los gastos no financieros, principalmente de los gobiernos subnacionales, en particular de los gastos de capital.

Se proyecta un superávit fiscal de 1,0 por ciento para el año 2011, es decir una mejora con respecto al resultado previsto en el Reporte de junio (0,2 por ciento del PBI). Esta proyección es consistente con la evolución favorable de los ingresos públicos y el menor dinamismo del gasto. Para los próximos años se proyecta un superávit fiscal creciente, de 1,2 por ciento del PBI en 2012 y 1,4 por ciento del PBI en 2013.

- v. Se ha revisado el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos para el año 2011 del 3,0 por ciento del PBI previsto en el Reporte de junio a 2,8 por ciento en el presente Reporte. Esta revisión obedece a una mejora en los términos de intercambio del comercio exterior. Para los siguientes años el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de junio, de 3,3 a 2,6 por ciento del PBI en 2012 y de 3,0 a 2,3 por ciento del PBI en 2013. Ello sería consecuencia del menor crecimiento previsto de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones, así como a una menor renta de factores asociada a menores precios de exportaciones.
- vi. Entre diciembre 2010 y agosto 2011 la inflación anual se elevó de 2,08 a 3,35 por ciento, ubicándose por encima del rango meta del BCRP. La aceleración de la inflación se explica principalmente por el impacto en los precios domésticos de las alzas en las cotizaciones internacionales de insumos alimenticios y del petróleo.

Se espera que la tasa de inflación converja paulatinamente al rango meta durante el año 2012, en la medida que se disipen las presiones asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* alimenticios y del petróleo, en la primera mitad de este año. Este escenario es consistente con una evolución de la actividad económica sin presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección.

- vii. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son los siguientes:
 - a. **Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.** El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de inflación de junio, 3,7 por ciento frente al 3,9 por ciento para los años 2011 y 2012. No obstante, dada la incertidumbre en los mercados internacionales, como resultado, entre otros factores, de la situación fiscal en algunas economías de la Eurozona, esta tasa de crecimiento podría ser aún menor. Ello, implicaría una menor demanda de nuestros principales socios comerciales y menores precios de exportación, factores que afectarían negativamente la demanda agregada.



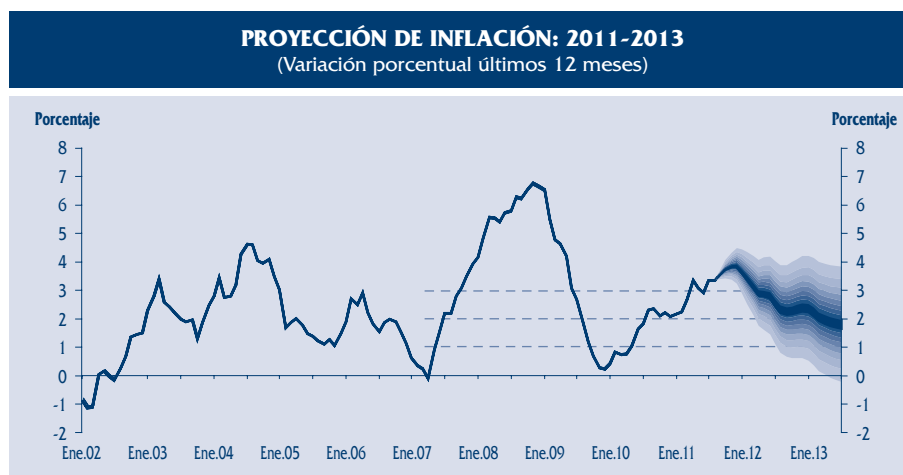


De materializarse este riesgo, la política monetaria respondería flexibilizando las condiciones monetarias, y de ser necesario, si esta mayor desaceleración de la economía viene acompañada de mayor volatilidad en los mercados financieros, el Banco Central utilizará su alta disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección para proveer liquidez al sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y con ello minimizar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas.

- b. Evolución de la demanda interna.** En un escenario de mayor incertidumbre, existe el riesgo que las expectativas de los agentes domésticos se deterioren, particularmente para el caso de la inversión, lo que podría generar un menor dinamismo de la demanda agregada y un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación subyacente. En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta de inflación.

- c. Inflación importada.** A pesar de que el ritmo de incremento en los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles se ha estabilizado, existe la probabilidad de mayores incrementos de precios en el futuro si los bancos centrales de las economías desarrolladas responden al debilitamiento de la economía global con políticas monetarias cuantitativas más expansivas. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar presiones inflacionarias. En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si la inflación importada se traslada a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

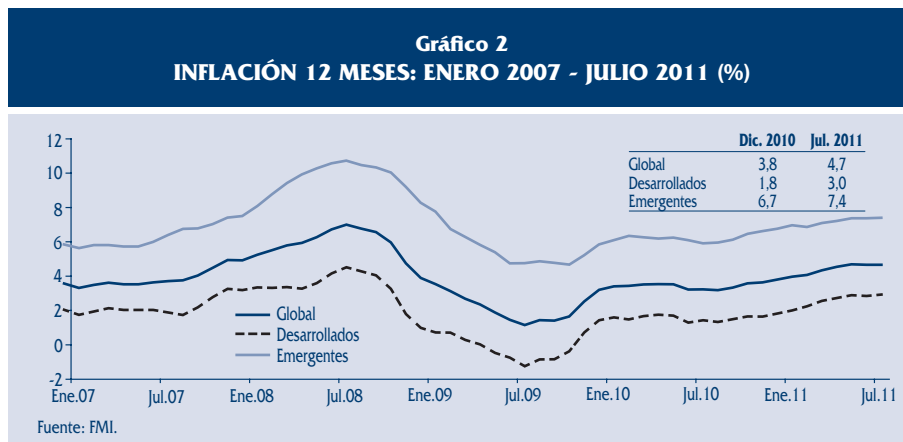
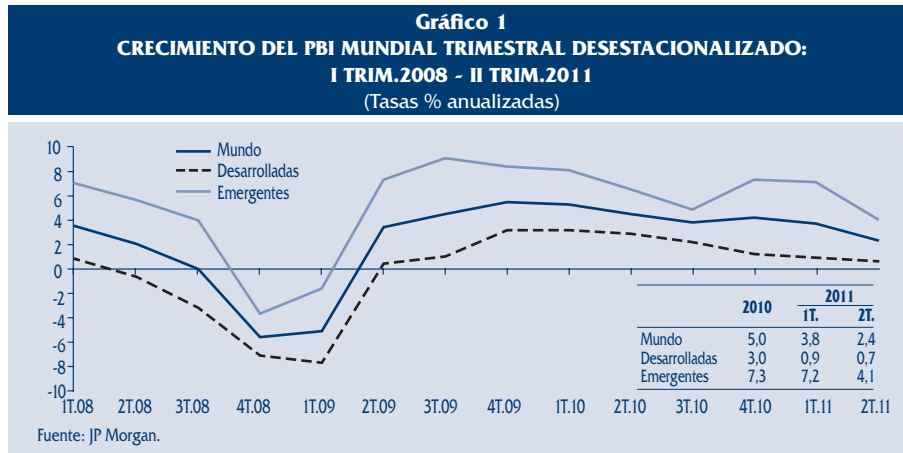
La ponderación del impacto y la probabilidad de estos riesgos indican un sesgo a la baja en la proyección de la inflación.



I. Escenario Internacional

Actividad económica

1. El crecimiento mundial en el segundo trimestre ha sido de 2,4 por ciento, menor al del primer trimestre del año (3,8 por ciento). La mayoría de economías desarrolladas continúan creciendo por debajo de su nivel potencial y con presiones inflacionarias contenidas. Las economías emergentes, por el contrario, muestran un menor crecimiento, aunque con tasas significativamente más altas y una inflación mayor.



2. Si bien algunos de los factores temporales, como las restricciones de oferta por el terremoto de Japón y el alza en los precios de los *commodities*, habrían comenzado a estabilizarse, la recuperación económica prevista para el tercer trimestre viene





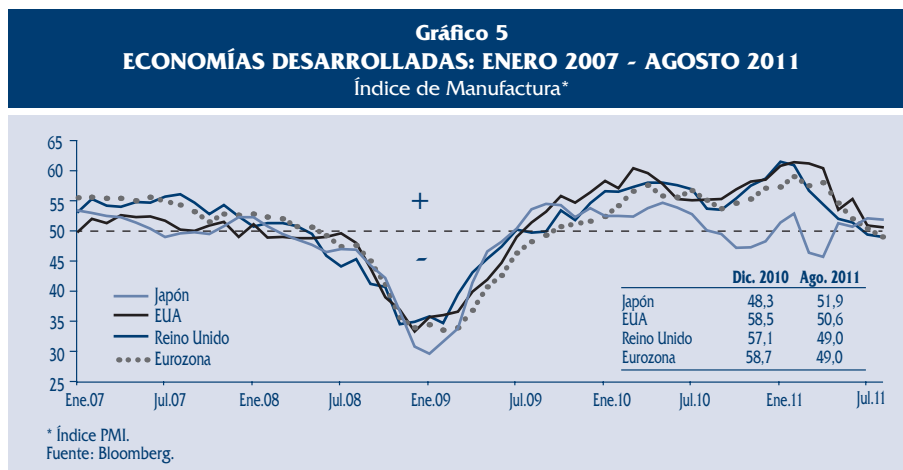
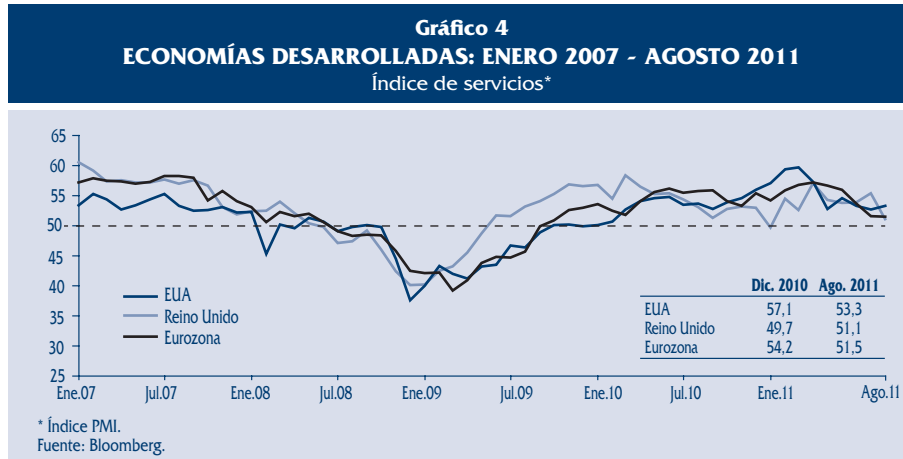
siendo más débil de lo estimado en el Reporte anterior y, además, sujeta a mayores riesgos.

Los indicadores recientes de actividad, como el índice de actividad de la encuesta a las gerencias de compras (índice PMI¹) confirman esta tendencia. Desde marzo 2011 se observa que los índices globales de manufactura y servicios han revertido su tendencia al alza. Así, el índice global de **manufactura** de agosto mostró moderación por sexto mes consecutivo y alcanzó su menor nivel desde junio 2009, aproximándose al nivel de 50 (umbral por debajo del cual la actividad muestra una contracción). En el caso del índice PMI global de servicios, este también mostró moderación, aunque en menor magnitud que el de manufactura, manteniéndose alrededor de 52 entre mayo y agosto 2011.

A nivel de países, también se observa la mayor moderación de la actividad. Así por ejemplo, el índice de manufactura de agosto se ubicó por debajo de 50 en Brasil (por tercer mes consecutivo), China (por segundo mes consecutivo), Eurozona (por primera vez y hasta su menor nivel desde agosto 2009) y Reino Unido (por segundo mes consecutivo y hasta su menor nivel desde junio 2009). Por el contrario, el índice de manufactura de Japón se ha venido recuperando desde mayo luego de ubicarse por debajo de 50 en marzo y abril. En el caso del índice de servicios, los índices a nivel de países han reflejado una moderación de la actividad pero en menor magnitud que la registrada por la actividad manufacturera.



1 El indicador del PMI Global elaborado por JP Morgan se basa en los índices de actividad empresarial a nivel de cada país con información sobre producción, nuevos órdenes de compra, exportaciones, inventarios, empleo, tiempo de entrega, precios de productor, entre los más importantes. Este indicador es elaborado por el ISM y Markit para diversos países (Estados Unidos, Japón, China, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Brasil, India, Corea, España, Australia, Holanda, Rusia, Turquía, Taiwán, Suiza, Polonia, Austria, Sudáfrica, Dinamarca, Grecia, Israel, Singapur, Irlanda, República Checa, Nueva Zelanda y Hungría).



3. A estas evidencias de moderación del crecimiento se han sumado una serie de factores que han influido en una reducción de las perspectivas de crecimiento:
- Un panorama más incierto producto de:
 - (i) La revisión a la baja de las cifras del crecimiento de Estados Unidos.
 - (ii) La acentuación de los problemas fiscales y de deuda de algunas economías de Europa (desde Grecia hasta Italia).
 - (iii) La incertidumbre política en torno a la elevación del límite de deuda de EUA y el posterior recorte de la calificación de deuda soberana de este país por parte de Standard & Poor's (S&P).
 - La lenta recuperación del consumo en las economías desarrolladas, ello en parte por el alto nivel de desempleo y endeudamiento, y por la reducción de precios de las viviendas en EUA.





- El ajuste de las economías emergentes, como China, con el fin de moderar las presiones inflacionarias y reducir los riesgos de burbujas en sus mercados de activos.
 - La mayor aversión al riesgo y fuerte volatilidad en los mercados financieros, en particular durante el mes de agosto, que está incrementando la posibilidad de mayores ajustes fiscales en algunas economías desarrolladas y que viene deteriorando aún más la confianza de los consumidores e inversionistas.
4. En este contexto, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento mundial para los años 2011 y 2012 a 3,7 por ciento, manteniéndose un elevado diferencial de crecimiento entre las economías desarrolladas y las economías emergentes. En el caso de los socios comerciales del Perú, la proyección se ha revisado a 3,2 por ciento para ambos años.

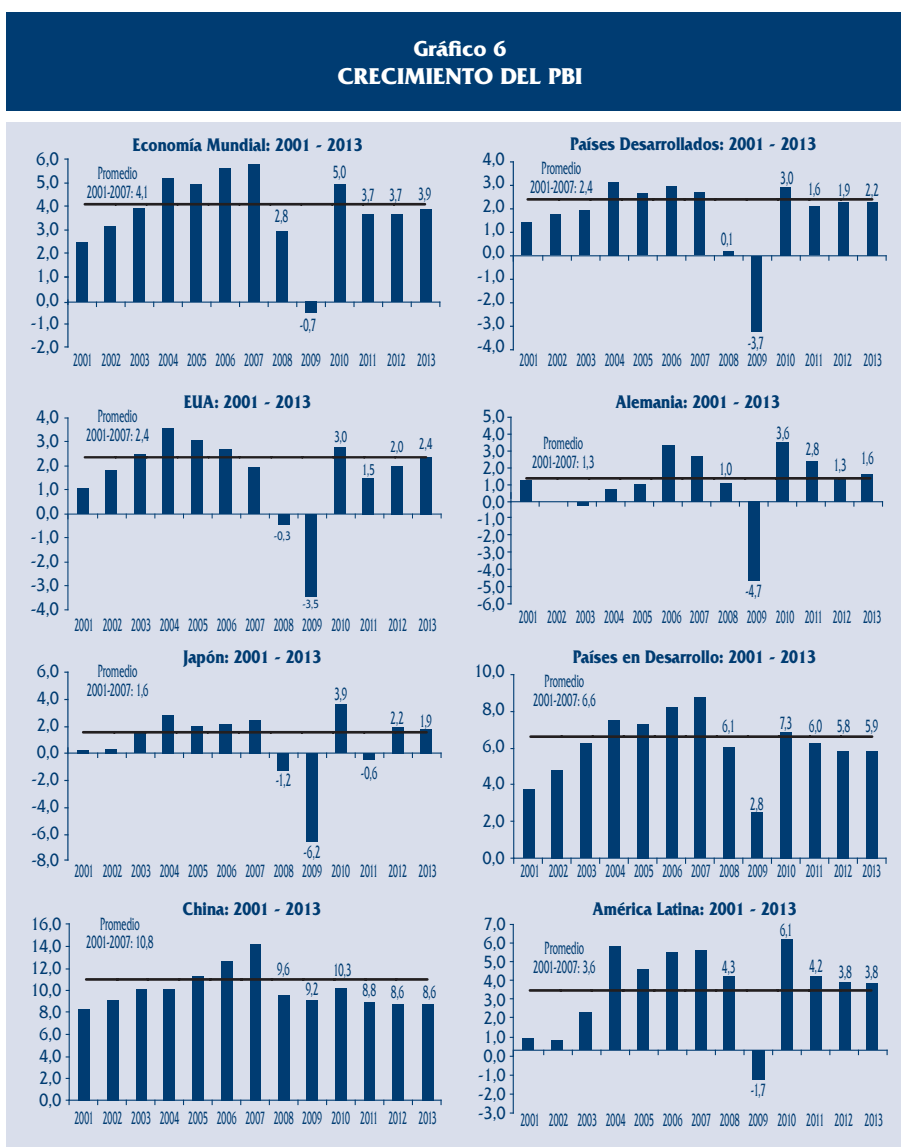
Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL: 2009 - 2013
(Variaciones porcentuales anuales)

	Participación % en exportaciones Perú 2010	2009	2010	2011		2012		2013	
				RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
Economías desarrolladas	63,6	-3,7	3,0	2,1	1,6	2,3	1,9	2,3	2,2
1. Estados Unidos	17,0	-3,5	3,0	2,5	1,5	2,7	2,0	2,7	2,4
2. Eurozona	15,7	-4,1	1,8	1,4	1,5	1,3	1,0	1,3	1,3
Alemania	4,3	-4,7	3,6	2,6	2,8	1,6	1,3	1,6	1,6
Francia	0,7	-2,7	1,5	1,4	1,6	1,4	1,1	1,4	1,4
3. Japón	5,1	-6,2	3,9	0,1	-0,6	2,0	2,2	1,6	1,9
4. Reino Unido	0,8	-4,9	1,4	1,6	1,0	1,9	1,5	2,0	1,9
5. Canadá	9,4	-2,8	3,2	2,8	2,3	2,4	2,2	2,4	2,4
6. Otras economías desarrolladas	15,6	-1,1	5,8	3,8	3,6	3,7	3,5	3,7	3,8
Economías en desarrollo	36,4	2,8	7,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,9	5,9
1. África subsahariana	0,7	2,8	5,1	5,5	5,5	5,1	4,6	5,5	5,4
2. Europa Central y del Este	1,2	-3,6	4,5	3,7	3,8	3,9	3,6	3,7	3,7
3. Comunidad de Estados independientes	0,2	-6,4	4,6	4,7	4,6	4,4	4,3	4,3	4,3
Rusia	0,2	-7,8	4,0	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	4,0
4. Asia en desarrollo	17,0	7,2	9,5	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7
China	15,4	9,2	10,3	8,8	8,8	8,6	8,6	8,6	8,6
India	0,6	6,8	10,1	7,9	7,9	7,7	7,7	7,7	7,7
5. Oriente Medio y Norte de África	0,3	2,6	4,4	3,8	3,8	3,8	3,5	4,2	4,0
6. América Latina y Caribe	17,0	-1,7	6,1	4,4	4,2	3,8	3,8	3,8	3,8
Brasil	2,7	-0,6	7,5	4,5	4,2	3,9	3,8	4,0	4,0
Economía Mundial	100,0	-0,7	5,0	3,9	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9
Nota:									
BRICs 1/	18,8	5,4	9,1	7,5	7,5	7,2	7,3	7,2	7,3
Socios Comerciales 2/	89,8	-1,4	4,4	3,5	3,2	3,4	3,2	3,4	3,3

Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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



- Esta proyección no sólo es menor a la estimada en el Reporte previo sino que presenta mayores riesgos a la baja ya que los factores que explican la desaceleración reciente puedan acentuarse. En particular, los problemas financieros y de deuda en Europa y EUA se han tornado más complejos. Por un lado, en Europa, existe mayor probabilidad de contagio hacia otras economías más grandes en una coyuntura donde existen fallas en la implementación y falta de consenso en los programas de rescate. En EUA, se sigue observando una lenta recuperación del consumo y del sector inmobiliario. Todo ello, sumado al deterioro del sistema financiero y bancario en estas regiones, incrementa la probabilidad de una desaceleración más severa y de carácter global.

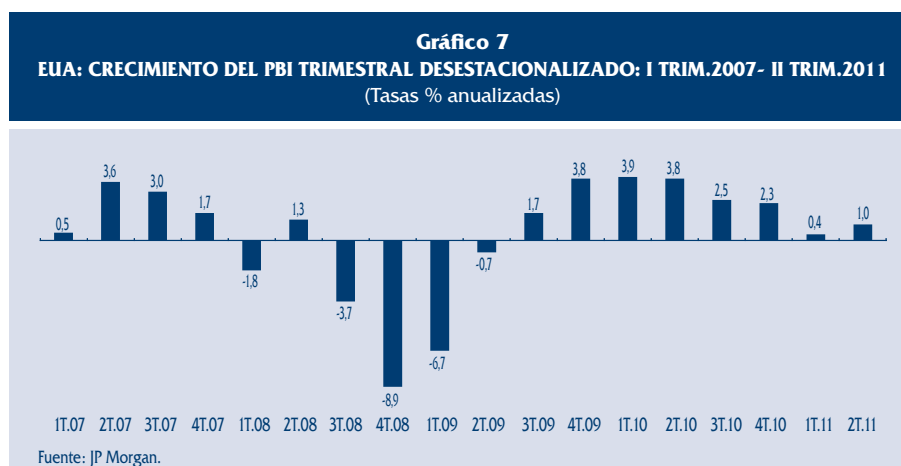




6. A nivel de países, **Estados Unidos (EUA)** muestra una recuperación lenta, que se ha hecho más evidente con la revisión de la serie histórica de crecimiento. El crecimiento del PBI del primer semestre fue 0,7 por ciento, por debajo de la tasa de largo plazo (entre 2,0 y 2,5 por ciento). El crecimiento promedio del consumo fue de 1,3 por ciento en el mismo período.

Cuadro 2 EUA: CRECIMIENTO DEL PBI DESESTACIONALIZADO (I TRIM. 2009 - II TRIM. 2011) Tasas trimestrales anualizadas										
	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10	1T.11	2T.11
PBI	6,7	-0,7	1,7	3,8	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,0
1. Consumo Personal	-1,5	-1,9	2,3	0,4	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,4
2. Inversión Bruta	-46,7	-22,8	2,9	36,8	31,5	26,4	9,2	-7,1	3,8	6,4
Inversión Fija	-32,2	-17,0	0,7	-3,8	1,2	19,5	2,3	7,5	1,2	8,7
3. Gasto de Gobierno	-1,7	5,9	1,3	-0,9	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9
4. Exportaciones	-29,0	-0,5	13,9	23,5	7,2	10,0	10,0	7,8	7,9	3,1
5. Importaciones	-34,0	-15,0	16,3	17,4	12,5	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,9

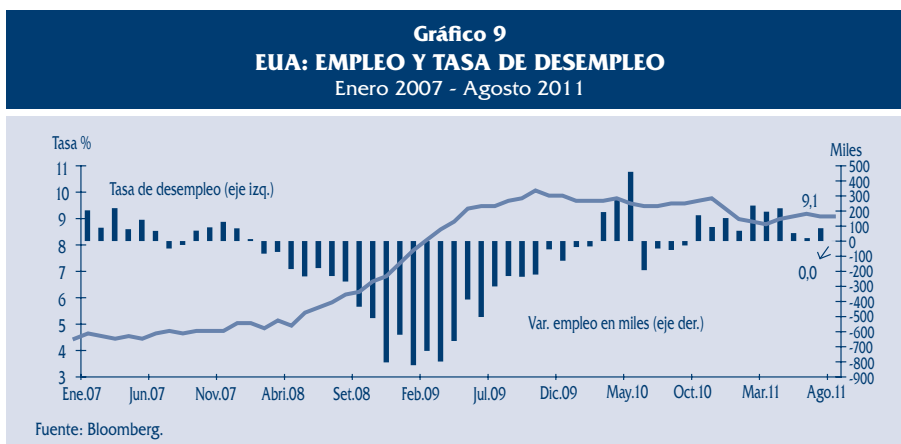
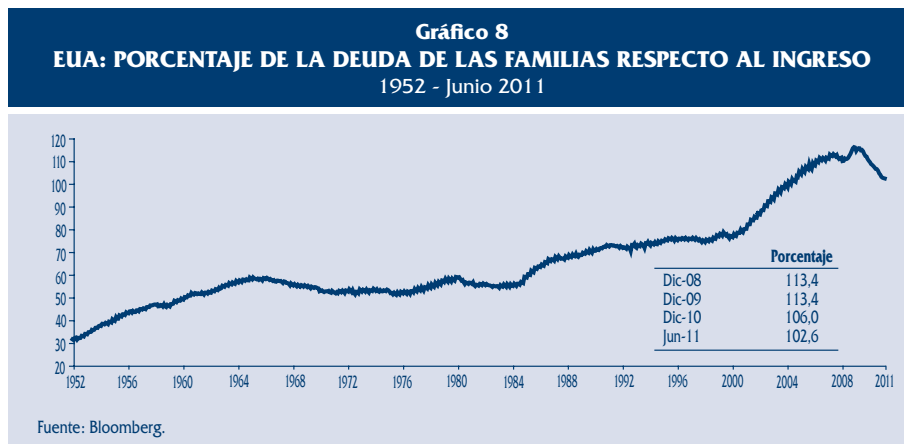
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).



El consumo en EUA, que representa el 70 por ciento del PBI, viene siendo afectado por:

- La lenta recuperación del empleo. El ritmo de creación de empleos se ha venido reduciendo durante el año incidiendo en el mantenimiento de altas tasas de desempleo. En agosto la creación de nuevos empleos fue nula y el desempleo se ubicó en 9,1 por ciento.
- El aún alto nivel de endeudamiento de las familias. Desde el inicio de la crisis, este nivel se ha contraído 9 por ciento, lo que señala que el proceso de desapalancamiento continuaría.

- Los precios de los inmuebles aún siguen contrayéndose (en junio los precios de los inmuebles -fuente S&P/Case-Shiller (CS)- cayeron 4,5 por ciento anual), acentuando el efecto negativo de la menor riqueza de las familias. Se estima que alrededor del 20 por ciento de deudores hipotecarios tienen una posición patrimonial negativa.
- La reducción de la confianza del consumidor, afectada por la volatilidad de los mercados financieros y los problemas en la negociación en el Congreso para ejecutar una reducción del déficit y elevar el límite de endeudamiento del sector público. En agosto, el índice de confianza del Consumidor de la Universidad de Michigan cayó a niveles mínimos desde mayo de 1980.



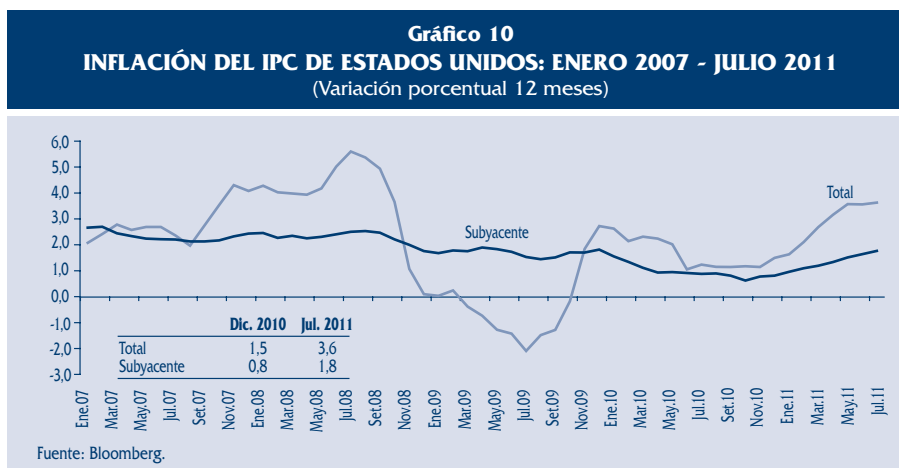
Los otros componentes del gasto muestran una evolución irregular. La inversión no residencial se ha venido recuperando consistentemente, pero el sector residencial aún se ubica en niveles bajos y sin signos de estabilización. Las exportaciones, por su parte, han crecido significativamente pero el incremento simultáneo de las importaciones ha implicado un menor aporte en el crecimiento. El gasto de gobierno



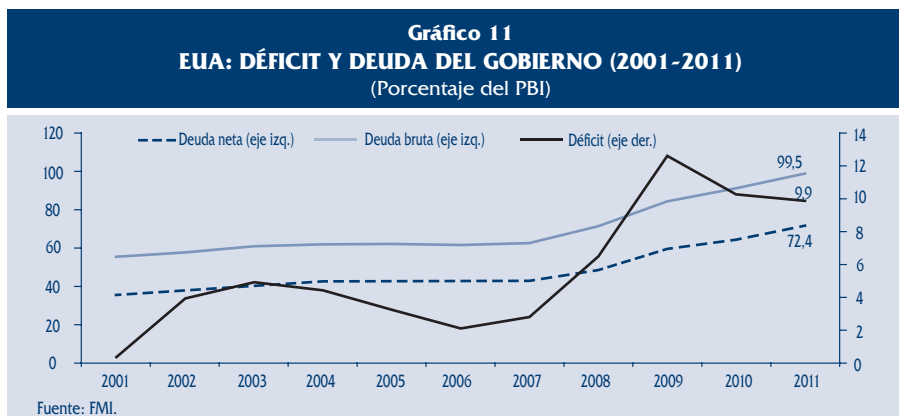


ha tenido un impacto negativo en el crecimiento que no se revertiría, dados los programas de ajuste fiscal acordados recientemente.

Esta evolución de la actividad económica se da en un contexto de bajas, pero crecientes, presiones inflacionarias. Los indicadores más importantes (precios al consumidor, al productor y deflactor de precios del gasto de consumo personal) señalan el incremento de las presiones inflacionarias desde diciembre de 2010. El rápido incremento de estas presiones inflacionarias ha limitado las acciones de política monetaria. En agosto, la FED anunció que las tasas se mantendrían bajas hasta por lo menos mediados de 2013 y no ha señalado, hasta la fecha, un estímulo monetario adicional (o QE3).

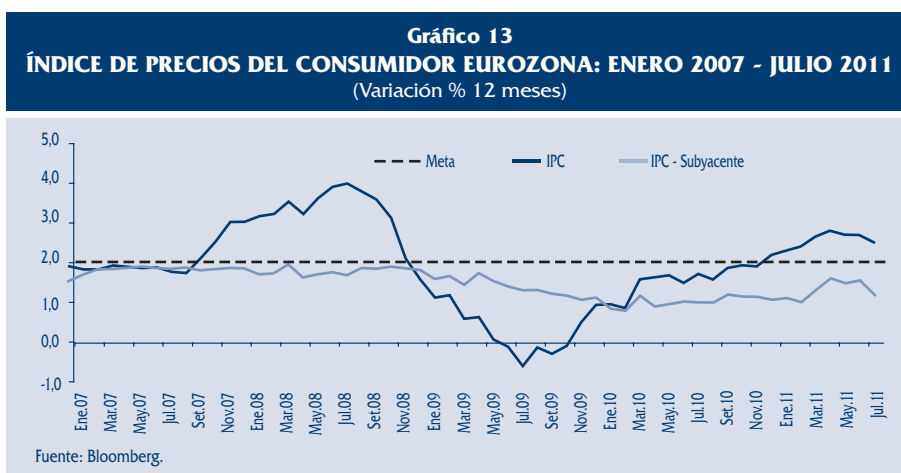
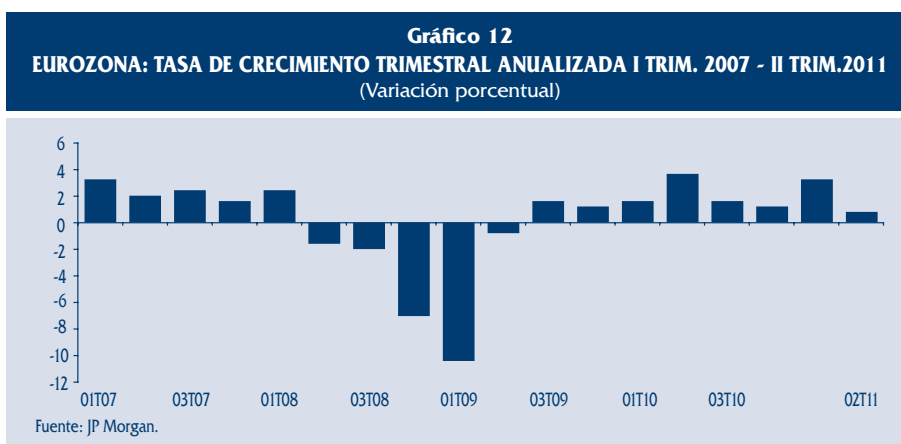


El poco margen de acción de la política monetaria y fiscal -por el elevado déficit y la necesidad de ajustes-, junto con la lenta evolución del crecimiento en lo que va del año, ha implicado una significativa reducción de las expectativas de crecimiento para lo que resta de 2011 y para 2012, a niveles por debajo de las tasas de largo plazo. En este contexto, el crecimiento de EUA se ha revisado a la baja respecto a lo proyectado en el último Reporte de inflación, de 2,5 a 1,5 por ciento, de 2,7 a 2,0 por ciento y de 2,7 a 2,4 por ciento, para 2011, 2012 y 2013, respectivamente.



7. En **Europa** las perspectivas de crecimiento también se han moderado, en gran medida por los problemas de deuda y su impacto en la confianza. En el segundo trimestre, la zona euro creció 0,1 por ciento e incluso las economías más grandes y de mejor desempeño -como Alemania y Francia- mostraron un escaso dinamismo, debido a una recuperación del consumo por debajo de lo esperado y una desaceleración de la actividad manufacturera.

Al mismo tiempo, las perspectivas para las economías con problemas de deuda se han deteriorado debido a las condiciones de financiamiento más estrictas y a la aplicación de medidas de ajuste fiscal, las cuales también han sido aplicadas en España e Italia. Estos dos últimos países han tenido que recurrir a programas de austeridad más estrictos para evitar caer en problemas de moratoria. Para 2011 y 2012 se estima un crecimiento para la región, de 1,5 por ciento y 1,0 por ciento. En el segundo caso, la proyección es menor a lo previsto en el Reporte anterior.



El bajo crecimiento de la mayor parte de las economías de la región, en un contexto de presiones inflacionarias moderadas, hizo que el BCE decidiera en





los últimos meses moderar el alza en las tasas de interés de política. El último aumento tuvo lugar en julio, cuando incrementó su tasa en 25 pbs. (de 1,25 por ciento a 1,5 por ciento). Por otro lado, el BCE ha intensificado su programa de compra de activos para aliviar el estrés financiero que vienen atravesando las economías de la región.

Cuadro 3
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA: 2009 - 2011

	Déficit Fiscal (% PBI)			Deuda Pública (% PBI)		
	2009	2010	2011*	2009	2010	2011*
España	11,1	9,2	6,5	53,3	60,1	70,0
Grecia	15,4	10,5	9,8	126,8	142,8	151,8
Italia	5,4	4,6	4,0	116,1	119,0	120,3
Irlanda	14,3	32,4	10,5	65,6	96,2	112,0
Portugal	10,1	9,1	5,9	83,0	93,0	101,7

(*) Proyección.

Fuente: Bloomberg, Eurostat y Moody's.

8. **Japón** experimentó una contracción de 1,2 por ciento en el segundo trimestre, influido por el terremoto de marzo. Esta caída fue menor a la esperada debido al incremento de la inversión pública, que creció 3 por ciento (el consumo se contrajo 0,1 por ciento y la inversión privada 1,9 por ciento). Se espera que en el tercer y cuarto trimestre el crecimiento regrese a la senda positiva. El crecimiento, en estos trimestres, estaría liderado por la mayor inversión pública asociada al proceso de reconstrucción y por un ligero repunte del consumo y la inversión privada. No se esperan mejores resultados en exportaciones por las menores perspectivas del comercio mundial.

Otras economías desarrolladas de Asia registraron en el segundo trimestre una desaceleración respecto del primer trimestre del año. Ello se debió al bajo desempeño de sus exportaciones, que estuvo asociado a la moderación de la demanda de Japón y EUA.

9. Las **economías emergentes** continuaron creciendo a tasas altas. Para el segundo trimestre se estima una expansión de 4,2 por ciento que, sin embargo, es menor a la del primer trimestre (7,2 por ciento). Al igual que en otros reportes, las economías emergentes más grandes, como China e India, continúan liderando la expansión.

Luego de crecer a una tasa de 9,8 por ciento en el cuarto trimestre de 2010 y 9,7 por ciento en el primer trimestre de este año, **China** creció 9,5 por ciento en el segundo trimestre. La economía muestra señales de desaceleración como consecuencia de las medidas tomadas por el gobierno para evitar el sobrecalentamiento de la economía y el incremento de la inflación. Diversos indicadores de actividad muestran igual

tendencia a la baja, destacando la caída sostenida en el índice PMI de manufactura, la volatilidad de las exportaciones e importaciones y la caída de los préstamos bancarios en julio.

Cabe mencionar que, no obstante las medidas adoptadas por el gobierno, la inflación continúa acelerándose desde abril, por lo cual es posible que se tomen nuevas medidas de ajuste. Para combatir la inflación el gobierno aumentó la tasa de interés en 3 oportunidades (de 5,81 a 6,56 por ciento) y la tasa de encaje en 6 oportunidades (de 18,5 a 21,5 por ciento) en lo que va del año; y anunció límites a los préstamos bancarios, aumento de tasas y cuotas para créditos hipotecarios, entre otros.

Por las medidas de ajuste para controlar la inflación, así como por el menor dinamismo de la actividad económica mundial, se estima que China continuará desacelerándose durante el tercer y cuarto trimestre de 2011, para estabilizarse alrededor de 9 por ciento durante el año 2012. Para 2013 se espera una tasa de crecimiento similar.

Cuadro 4
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA: 2010 - 2011

	2010		2011					
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
PMI manufactura	53,9	52,9	52,2	53,4	52,9	52,0	50,9	50,7
Producción Industrial (var. % 12 meses)	13,5%	--	14,9%	14,8%	13,4%	13,3%	15,1%	14,0%
Ventas minoristas (var. % 12 meses)	19,1%	19,9%	11,6%	17,4%	17,1%	16,9%	17,7%	17,2%
Exportaciones (var. % 12 meses)	17,9%	37,7%	2,4%	35,8%	29,9%	19,4%	17,9%	20,4%
Importaciones (var. % 12 meses)	25,6%	51,0%	19,5%	27,3%	21,8%	28,4%	19,3%	22,9%
Nuevos préstamos (Miles millones de yuanes)	481	1 042	536	679	740	552	634	493
IPC (var. % 12 meses)	4,6%	4,9%	4,9%	5,4%	5,3%	5,5%	6,4%	6,5%
Precio de alimentos (var. % 12 meses)	9,6%	10,3%	11,0%	11,7%	11,5%	11,7%	14,4%	14,8%

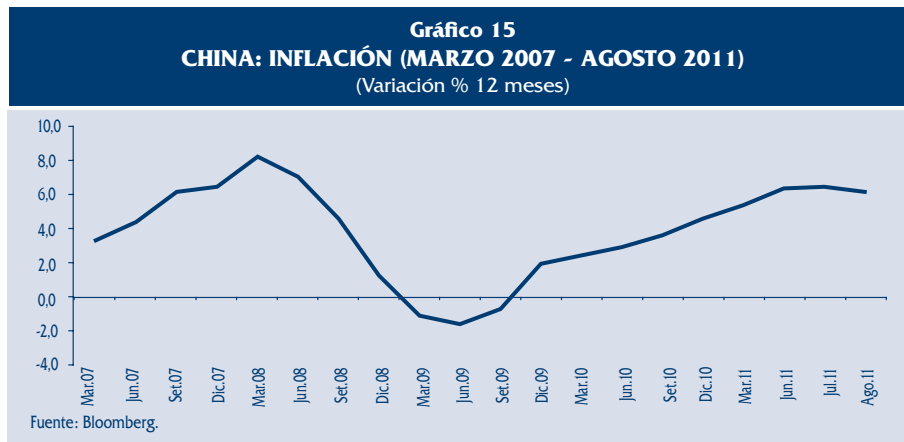
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14
CHINA: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PBI (MARZO 2007 - JUNIO 2011)
(Variación % 12 meses)



Fuente: Bloomberg.





10. Las economías de **América Latina** presentaron hasta el segundo trimestre altas tasas de crecimiento, aunque menores al trimestre precedente. El consumo privado y la demanda interna lideraron la recuperación, aunque también influyó el mantenimiento de altos precios de *commodities* y mayores niveles de exportación.

Los países de la región enfrentaron presiones inflacionarias al alza que, en algunos casos, ubicó la inflación por encima de su rango objetivo, a pesar de la corrección parcial de los precios internacionales de alimentos. En los meses recientes, sin embargo, se observan señales de desaceleración y de cierta moderación en las presiones inflacionarias. Estos factores, sumados a los riesgos de la economía mundial, han llevado a que los países hagan una pausa en el retiro del estímulo monetario. En agosto, por ejemplo, Chile, Colombia y Perú mantuvieron sus tasas de interés y Brasil redujo de forma inesperada su tasa de política. Se espera que la región crezca 4,2 por ciento este año y 3,8 por ciento en 2012.



Mercados Financieros

11. Desde el último Reporte de inflación, los mercados financieros se han visto afectados por eventos que han generado mayor volatilidad o aversión al riesgo:

- El agravamiento de la crisis de deuda de la Eurozona. La crisis de la deuda griega y los temores de contagio hacia otras economías como España e Italia, la falta de consenso entre los líderes políticos y la poca credibilidad sobre la efectividad de las medidas adoptadas han contribuido a acentuar la lenta resolución de la crisis.
- La temporal crisis de pagos de EUA, los temores de un evento de *default* de deuda soberana de este país, y, posteriormente, el recorte de calificación soberana por parte de S&P, de AAA a AA+ (con perspectiva negativa).
- Los temores de desaceleración global, en particular durante el mes de agosto luego de la difusión del crecimiento del segundo trimestre del año de algunas economías desarrolladas (principalmente de EUA y la Eurozona), que revelaron una débil evolución en el trimestre y por debajo de la expectativa del mercado.

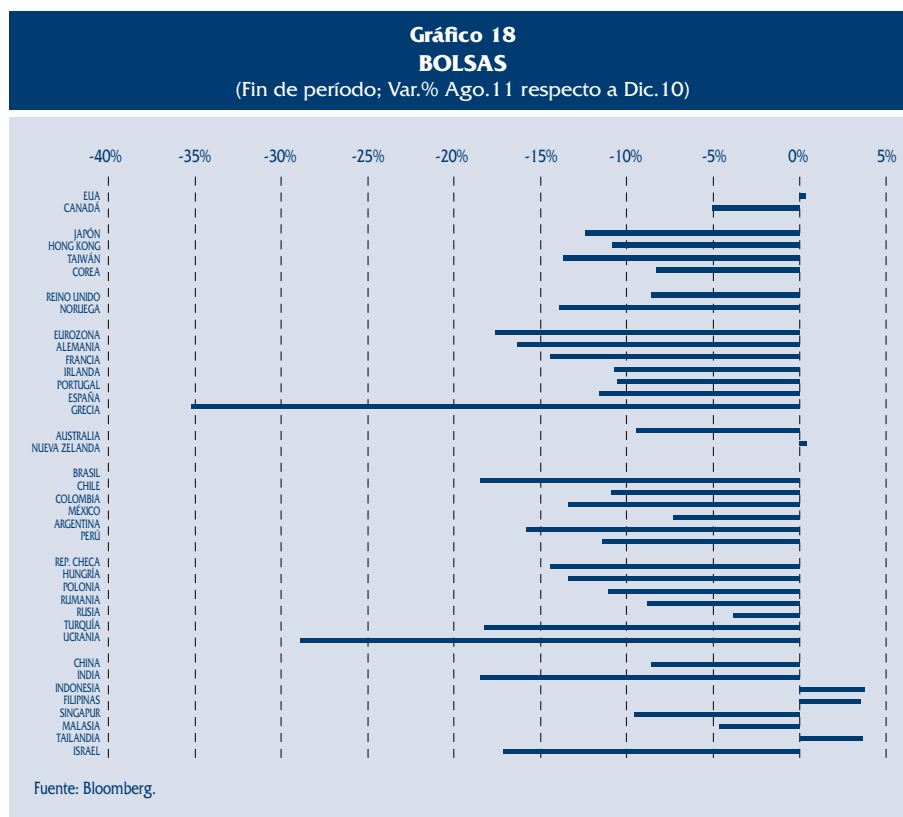


Todos estos factores afectaron a los mercados de deuda soberana de la Eurozona, principales bolsas, mercados cambiarios y *spreads* crediticios. Los mercados de dinero de EUA no registraron variaciones significativas, a diferencia de los de Europa. Los eventos de mayor volatilidad se concentraron en agosto.

Mercados bursátiles

12. En lo que va del año los mercados bursátiles registraron caídas por los eventos de mayor aversión al riesgo asociados con los temores de desaceleración económica global, la crisis de deuda soberana en la Eurozona y la temporal crisis de pagos en EUA.





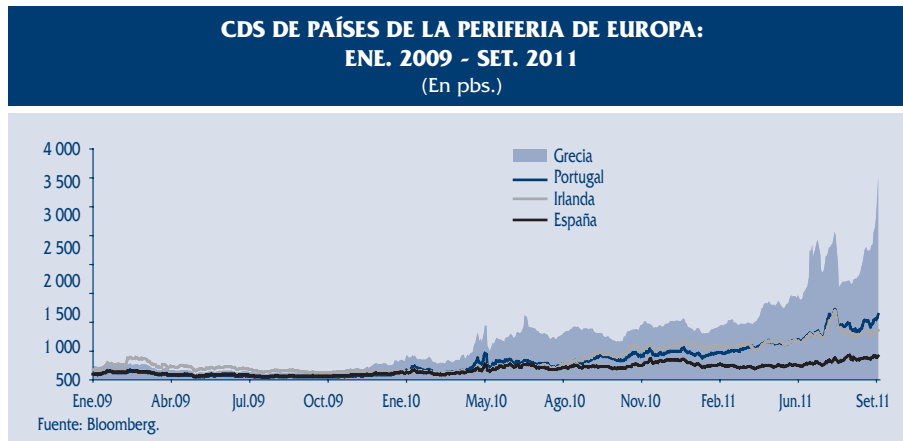
Destaca la caída de las bolsas de la Eurozona, en particular la bolsa de Grecia que bajó más de 35 por ciento. En Asia las caídas estuvieron en el rango de 5 (Malasia) y 19 por ciento (India). Cabe precisar que las bolsas de Hong Kong, Taiwán y Corea cayeron entre 8 y 14 por ciento, afectadas tanto por la lenta recuperación del Japón como por la rebaja en la calificación de dicho país. En Latinoamérica destaca la caída de la bolsa de Brasil en 19 por ciento.

Mercados de deuda soberana desarrollados

13. En los mercados de deuda soberana de la Eurozona, las condiciones empeoraron significativamente. Desde junio las primas de seguro por moratoria de Grecia aumentaron hasta alcanzar un máximo de 2 568 pbs el 18 de julio. Igual evolución mostraron las primas de Irlanda y Portugal, con máximos de 1 214 y 1 196 pbs, respectivamente. Desde julio, con el anuncio del nuevo programa de Grecia, los *spreads* de las tres economías comenzaron a corregir a la baja. Sin embargo, desde agosto, los *spreads* de estas tres economías volvieron a aumentar tras los mayores riesgos sobre la aprobación del programa griego por parte de los parlamentos nacionales.

RECUADRO 1
ACENTUACIÓN DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA EUROZONA

La situación financiera de algunas economías de la Eurozona se ha venido agravando desde el último Reporte de junio, en un contexto de deterioro de las perspectivas de crecimiento de la región. Los eventos que marcaron este periodo fueron el nuevo pedido de ayuda financiera para Grecia, los temores de contagio hacia España e Italia, la preocupación respecto a la exposición del sector bancario europeo en los países con problemas de deuda y lenta resolución de la crisis que ha mellado la credibilidad en las medidas planteadas por los líderes de la Eurozona.



1. Nuevo Programa de rescate a Grecia

La fuerte alza que desde junio se registra en los *spreads* de las primas por seguro de moratoria, sustentado en la percepción de una situación de insolvencia, forzó a Grecia solicitar un nuevo programa de ayuda financiera el 23 de junio. El nuevo programa prevé la participación del Fondo de Estabilidad Europeo (EFSF) y la participación voluntaria del sector privado. El EFSF proveería € 109 mil millones hasta mediados del 2014 y extendería el plazo de los vencimientos de los préstamos a Grecia de 7,5 años a entre 15 y 30 años. La participación del sector privado (PSP) incluiría intercambios de deuda por vencer por nueva deuda (a 15 o 30 años) y refinanciamiento a 30 años de la deuda al momento de su vencimiento. Se estima que dichas operaciones implicarían una reducción en términos de valor presente neto de 20 por ciento.

Los *spreads* soberanos comenzaron a corregir a la baja al conocerse la aprobación del paquete en la cumbre de los líderes del 21 de julio. Sin embargo, el impacto positivo fue temporal ya que la participación del sector privado, cuya meta era de 90 por ciento de los acreedores, a finales de agosto apenas sumaba el 50 por ciento del total. A ello, se agregó la incertidumbre entre los inversionistas respecto al precedente de la participación privada en eventuales reestructuraciones requeridas por los países con problemas de deuda (con o sin programas de ayuda).

También se sumaron problemas en la ratificación del acuerdo por parte de los parlamentos, de la Eurozona, varios de los cuales exigieron similar trato tras el acuerdo de Grecia con Finlandia para la

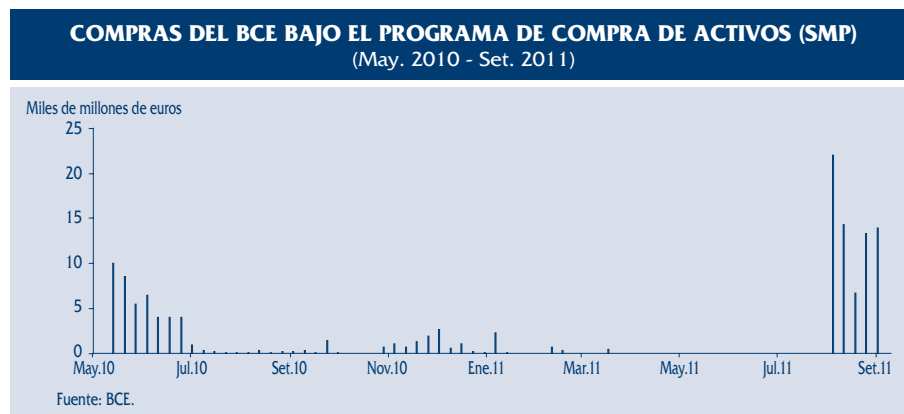




provisión de colaterales. Otros países se opusieron a tal exigencia ya que restaría liquidez a Grecia y aumentaría el riesgo de un nuevo paquete de ayuda.

2. Los temores de contagio hacia España e Italia

A los problemas de Grecia se sumaron las especulaciones sobre un probable pedido de ayuda financiera por parte de Italia y España. Las tasas de los bonos a 10 años de ambos países superaron el 6 por ciento (nivel al cual Grecia, Irlanda y Portugal solicitaron ayuda financiera), lo que llevó al BCE a intervenir comprando bonos de ambas economías en la primera quincena de agosto. Las compras, que alcanzaron niveles records desde la implementación del programa de compras de activos (€ 22 mil millones en una semana) posibilitaron que las tasas se mantuvieran estables en aproximadamente 5 por ciento.



Los problemas que desencadenaron este periodo de estrés son diferentes en ambas economías. Por un lado, en Italia, los niveles de deuda superaron el 110 por ciento del PBI en un contexto de perspectivas de crecimiento poco promisorias. En el caso de España, el déficit fiscal estaba cercano al 10 por ciento y el desempleo en la región continuaba en aumento superando el 20 por ciento. Algo común a ambas economías es la rigidez de los mercados de trabajo. No obstante, España ha venido adoptando políticas que buscan la flexibilización de este mercado.

Ante tal situación, tanto Italia como España anunciaron programas de austeridad que buscaban cerrar las brechas de déficit y reducir los niveles de deuda. En Italia se aprobó un paquete que preveía ahorros por € 47 mil millones (3 por ciento del PBI) que consistía en la liberalización del mercado de trabajo, reducción de gastos y aumento de algunos impuestos. En España, el gobierno propuso reformas constitucionales para incluir reglas fiscales en la constitución, tiempo atrás reformó el sistema de pensiones aumentando la edad de jubilación.

3. Sistema bancario europeo

Estos dos hechos -el pedido de Grecia de un nuevo paquete de ayuda y las especulaciones sobre Italia y España- hicieron que los problemas del sector financiero europeo se agudicen. Luego del recorte de la calificación soberana de EUA por parte de S&P, se temió que la siguiente economía en perder su calificación AAA sería Francia. Estas especulaciones se agudizaron al conocerse la

exposición de los bancos franceses en los países de la región. La exposición de la banca francesa en los países con problemas de deuda superaba el 17 por ciento del total de activos y la exposición de la banca alemana superaba el 16 por ciento. En este contexto, las acciones del sector bancario europeo se redujeron significativamente.

EXPOSICIÓN DE BANCOS EN PAÍSES CON PROBLEMAS FINANCIEROS (Porcentaje del total de activos)							
	España	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal	Total (PIIGS)	Total activos* (US\$ billones)
Alemania	5,2	0,9	3,7	5,0	1,2	16,1	4,3
Estados Unidos	2,2	0,5	1,3	3,2	0,6	7,7	8,3
Francia	3,8	1,4	1,2	10,1	0,7	17,2	4,7
Japón	1,0	0,1	0,8	1,6	0,1	3,5	2,8
Reino Unido	2,3	0,3	3,2	1,7	0,5	8,0	6,0
Suiza	1,0	0,2	0,8	1,3	0,1	3,5	2,6

* Incluye activos externos y otras potenciales exposiciones (derivados, garantías, etc.).
Fuente: BIS.

4. Buscando soluciones de largo plazo, pero mayor incertidumbre

En este contexto, se comenzaron a discutir nuevos mecanismos para solucionar la crisis de deuda de la Eurozona. Por un lado se sugirió el incremento del EFSF para que pueda hacer frente a pedidos de ayuda futuros. Según el *Royal Bank of Scotland* este fondo debería ser incrementado a € 2 billones efectivos para que pueda atender posibles pedidos de asistencia financiera de Italia y España (actualmente la capacidad efectiva es de € 440 mil millones).

Por otro lado, se viene discutiendo la emisión de bonos garantizados por todos los países de la región (Eurobonos) que buscaría reducir los costos de financiamiento de los países con problemas de deuda. Sin embargo, Alemania y Francia se han opuesto a ambas iniciativas por considerar que generaría mayores costos a las emisiones de ambos países.

La lenta resolución de la crisis viene mermando la confianza de los consumidores y de los inversionistas, disminuyendo las perspectivas de crecimiento de la Eurozona, incluyendo el de las mayores economías, lo que puede empeorar la situación de los países con problemas de deuda y ampliar el impacto negativo de la crisis por efecto contagio y deterioro del sistema bancario.

14. Con la acentuación de los temores de contagio hacia Italia y España, las primas de seguro por moratoria de estos países alcanzaron niveles máximos el 4 de agosto (390 y 430 pbs, respectivamente). Las intervenciones de compra de títulos soberanos por parte del BCE a niveles récord (€ 36 mil millones en dos semanas) lograron revertir esta evolución, aunque las primas de estas economías se estabilizaron en niveles aún altos.

El alza de los *spreads* soberanos europeos afectó al sector corporativo bancario europeo (por su exposición significativa en las economías con problemas de la





Eurozona), lo cual se reflejó en los mayores *spreads* corporativos bancarios europeos, la reducción del valor de las acciones bancarias en las principales bolsas desarrolladas y el empeoramiento de las condiciones de los mercados de dinero europeos.

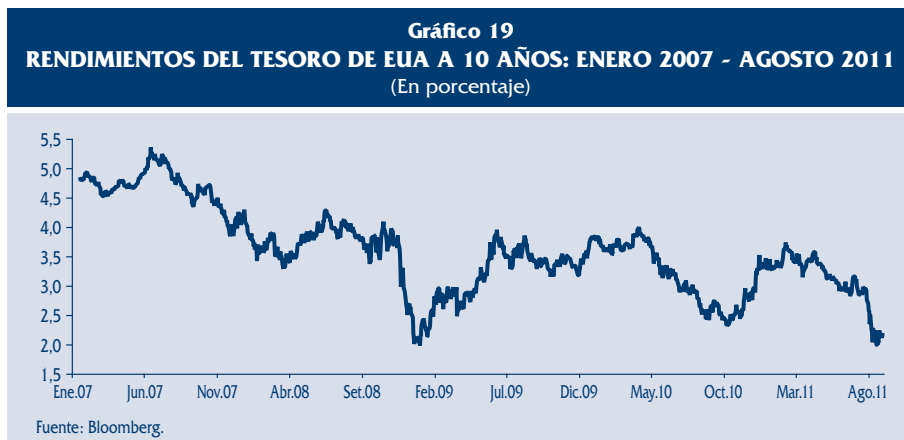
Cuadro 5 PRIMA DE SEGURO POR MORATORIA (En puntos básicos)										
	Información a fines de período						Diferencia de Agosto respecto a:			
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jun.11	Ago.11	Jun.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
Grecia	22	232	286	1 010	1 911	2 233	322	1 223	1 946	2 001
Portugal	18	96	92	501	753	914	161	413	822	817
Irlanda	n.d.	181	158	609	744	768	24	160	610	587
España	18	101	114	350	261	357	96	7	244	256
Bélgica	11	80	54	222	143	228	85	6	174	148
Italia	20	157	109	240	172	361	189	121	251	204
Francia	10	54	32	108	81	153	72	45	121	99
Alemania	7	46	26	59	41	75	34	16	49	29

Fuente: Bloomberg.

En **EUA**, los mercados de deuda soberana fueron favorecidos por la mayor aversión al riesgo. Los rendimientos se mantuvieron bajos incluso durante fines de julio e inicios de agosto, período en el que se intensificaron los temores de un *default* temporal. Recientemente, tras el comunicado de la FED y los temores de desaceleración del crecimiento global, los rendimientos de bonos a 10 años se redujeron a niveles récord históricos (por debajo de 2 por ciento y alcanzando récord en 60 años) y la curva de rendimientos del Tesoro se fue aplanando consecutivamente.

Cuadro 6 RENDIMIENTOS NOMINALES DEL TESORO DE EUA (%)							
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jun.11	Ago.11	
3 meses	3,24	0,08	0,05	0,12	0,02	0,01	
1 año	---	0,34	0,44	0,26	0,18	0,10	
2 años	3,05	0,76	1,14	0,59	0,46	0,20	
10 años	4,02	2,21	3,84	3,29	3,16	2,22	
30 años	4,45	2,68	4,64	4,33	4,37	3,60	

Fuente: Bloomberg.



Cabe mencionar que a diferencia de los rendimientos del Tesoro, los *spreads* crediticios soberanos sí reflejaron el choque temporal de la crisis de pagos de EUA. Desde fines de mayo, y luego del anuncio por parte del Tesoro sobre un posible *default* hacia el 2 de agosto, los *spreads* de las primas de seguro por moratoria (*credit default swaps*, CDS) se elevaron consecutivamente. Al cierre de julio e inicios de agosto los *spreads* de los CDS se elevaron significativamente, y el *spread* de 2 años llegó a superar por primera vez al de 5 años.

Sin embargo, con la elevación del límite de endeudamiento y el anuncio del plan fiscal de largo plazo, los *spreads* de los CDS se redujeron. El posterior recorte de calificación de S&P no tuvo mayor impacto sobre los *spreads*.

Cuadro 7
EUA: CREDIT DEFAULT SWAP (EN PBS) DE 2 Y 5 AÑOS

	Información a fines de período							Diferencia de Agosto respecto a:			
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jun.11	Jul.11	Ago.11	Jun.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
CDS-5	8	67	38	42	51	62	50	0	9	13	-17
CDS-2	8	56	31	29	44	73	41	-3	11	9	-16

Fuente: Bloomberg.

Mercados de dinero

15. En los mercados de dinero americanos, la tasa libor en dólares a 3 meses se mantuvo casi estable. Recién en agosto se ha observado una ligera alza de esta tasa (a 0,34 por ciento), desde sus bajos niveles observados en julio (0,25 por ciento).

Gráfico 20
SPREAD EURIBOR - OIS 3 MESES (%)
(Enero 2007 - Agosto 2011)



Por el contrario, en los mercados europeos, las condiciones de financiamiento en dólares se han ajustado significativamente, reflejando el menor acceso de la banca europea al financiamiento particularmente desde los fondos de dinero americanos.





Los *spreads* de las tasas *swaps* (entre euros y dólares), que reflejan el costo de financiamiento en dólares, se han ampliado. Asimismo, si bien las tasas del mercado interbancario en euros se mantienen bajas, reflejando las expectativas de mantenimiento de tasas del BCE, las tasas de mayor plazo en euros se mantienen altas.

En este contexto, la FED reabrió sus líneas *swap* con el Banco Central Europeo (BCE) y Banco Nacional Suizo (SNB). Durante agosto, el BCE y el SNB colocaron liquidez en dólares (por US\$ 500 y 200 millones respectivamente). Estas líneas *swap*, aunque representan una fracción pequeña respecto del financiamiento en dólares que otorgó la FED a los bancos centrales a inicios de 2009 (US\$ 466 mil millones), constituyeron un síntoma de estrés sistémico.

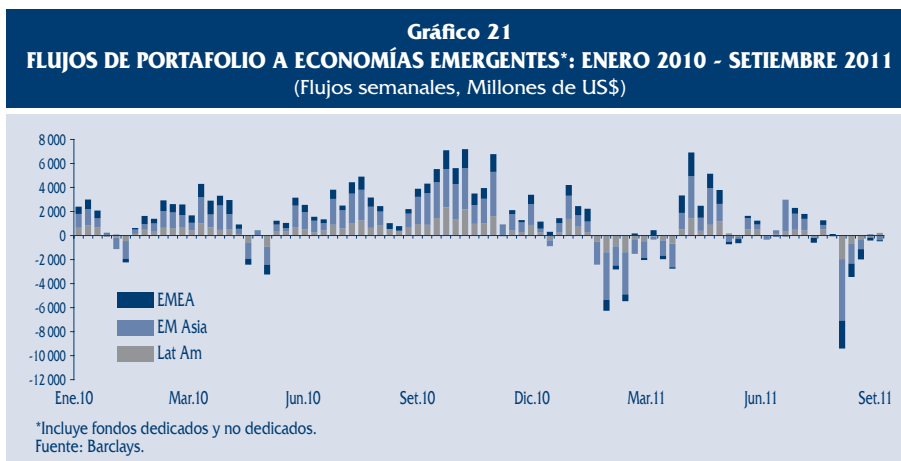
Mercados de deuda emergentes

16. Los mercados de deuda de los países de la región fueron afectados por la aversión al riesgo global y la volatilidad en los mercados financieros de las economías avanzadas. En general, durante el año, los *spreads* de deuda de los países latinoamericanos presentaron un comportamiento relativamente estable hasta julio. Sin embargo, desde agosto, los *spreads* soberanos y los de los CDS se elevaron a sus niveles máximos de este año, impulsados por el recorte de calificación crediticia de EUA, los temores de contagio de la crisis de deuda europea y la desaceleración del crecimiento mundial. Asimismo, desde dicho mes se han registrado retiros de las inversiones de portafolio de los fondos globales en los mercados emergentes (particularmente asiáticos).

Cuadro 8
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

	Información a fines de período						Diferencia de Agosto respecto a:			
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jun.11	Ago.11	Jun.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
EMBIG (pbs.)										
Perú	178	509	165	165	169	186	17	21	21	-323
Brasil	220	429	189	189	150	197	47	8	8	-232
Chile	151	343	95	115	131	151	20	36	56	-192
Colombia	195	498	203	172	121	165	44	-7	-38	-333
Emergentes	255	724	294	289	288	354	66	65	60	-370
CDS (pbs.)										
Perú	116	303	124	113	131	156	25	43	32	-147
Brasil	103	299	123	111	110	143	33	32	20	-156
Chile	30	203	69	84	74	88	14	4	19	-115
Colombia	130	308	144	113	108	147	39	34	3	-161
México	70	292	134	113	107	141	34	28	7	-151

Fuente: Bloomberg.



Evolución del dólar

17. La evolución del dólar se vio influida por el mantenimiento de las bajas tasas de interés en EUA, factor que ha compensado la mayor aversión al riesgo observada. Considerando la canasta que elabora la FED (que considera las monedas de los principales socios comerciales), en lo que va del año, el dólar se ha depreciado en 4 por ciento.



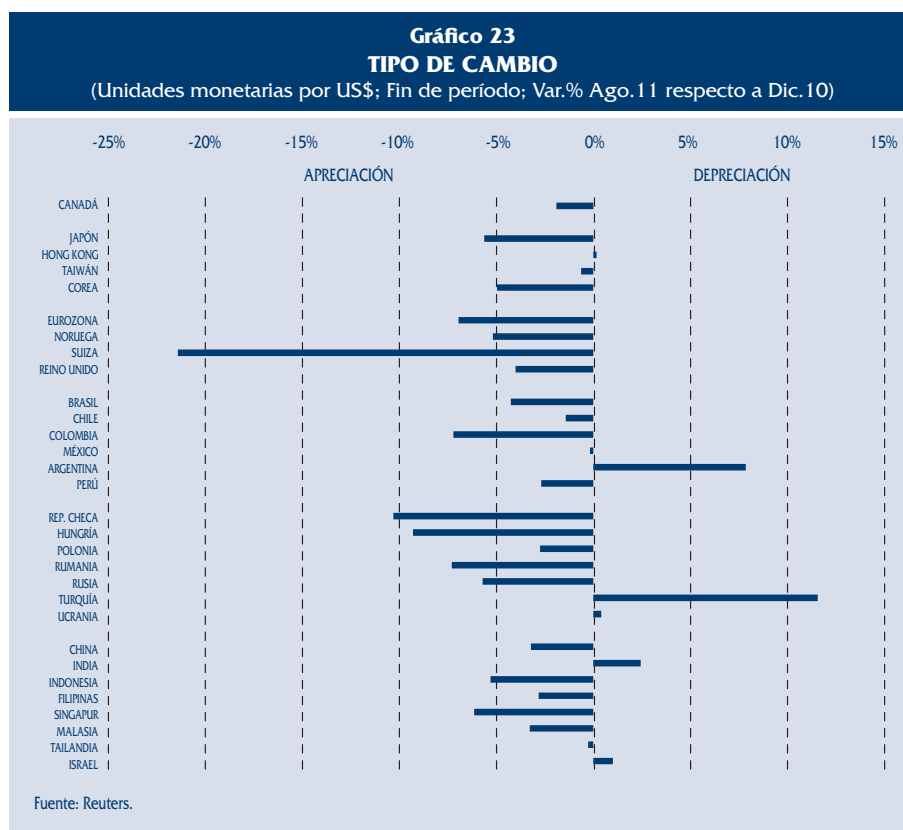
En el caso de las monedas que se utilizan como fondeo para las operaciones de *carry-trade*, la apreciación respecto al dólar se explicó básicamente por los eventos de mayor aversión al riesgo. Las más afectadas fueron el yen japonés y el franco suizo, lo que generó que los gobiernos y bancos centrales de estas economías dicten medidas para revertir la apreciación de sus monedas.





Respecto al euro, el dólar mostró una evolución errática. Por un lado, la crisis de la Eurozona influyó hacia una apreciación del dólar, mientras que la desaceleración del crecimiento de EUA y las perspectivas de bajas tasas de interés influyó hacia una mayor depreciación del dólar (en particular luego del comunicado de la FED de mantener las tasas bajas hasta por lo menos mediados de 2013). En términos promedio, el dólar se ha mantenido respecto al euro entre junio y agosto, pero se ha depreciado respecto a los niveles observados en diciembre 2010.

Respecto a la mayoría de las monedas de la región, éstas en general se han apreciado respecto al dólar. Destacan la apreciación del peso colombiano y del real brasileño, a pesar de la implementación de medidas por parte de estos países. Las presiones apreciatorias se explican por los altos precios de los *commodities* y por los flujos de capital que, con excepción del mes de agosto, continuaron ingresando en línea con el diferencial de tasas y las mejores perspectivas de crecimiento de la región. En este contexto, varias economías de la región aplicaron medidas que incluyeron la intervención en el mercado cambiario, medidas administrativas, creación de fondos soberanos, entre otras.



Cuadro 9
TIPOS DE CAMBIO (fin de período)

	u.m. por US\$						Var.% respecto a:	
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jun.11	Ago.11	Jun.11	Dic.10
Canadá	0,996	1,217	1,052	0,997	0,963	0,978	1,5	-1,9
Japón	111,33	90,60	92,90	81,15	80,52	76,59	-4,9	-5,6
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,985	1,463	1,616	1,560	1,605	1,626	1,3	4,2
Eurozona (US\$/u.m.)	1,459	1,398	1,432	1,338	1,451	1,438	-0,9	7,5
Suiza	-	1,0669	1,0355	0,9335	0,8401	0,8057	-4,1	-13,7
Brasil	1,779	2,313	1,743	1,659	1,562	1,589	1,7	-4,3
Chile	497,7	635,5	507,2	467,8	467,2	461,1	-1,3	-1,4
Colombia	2 017	2 246	2 040	1 915	1 768	1 777	0,5	-7,2
México	10,89	13,65	13,06	12,36	11,71	12,34	5,4	-0,2
Argentina	3,170	3,530	3,855	4,103	4,268	4,425	3,7	7,9
Perú	2,999	3,136	2,890	2,808	2,750	2,732	-0,7	-2,7
Hungría	172,83	188,30	187,96	207,72	183,00	188,42	3,0	-9,3
Polonia	2,47	2,96	2,86	2,96	2,74	2,87	4,8	-2,8
Rusia	24,57	30,53	30,31	30,57	27,92	28,83	3,2	-5,7
Turquía	1,17	1,54	1,50	1,54	1,62	1,71	5,8	11,6
China	7,30	6,82	6,83	6,59	6,46	6,38	-1,3	-3,2
India	39,38	48,58	46,40	44,70	44,69	45,79	2,5	2,4
Israel	3,85	3,78	3,79	3,52	3,40	3,56	4,8	1,0

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Decisiones de tasa de interés

18. Luego del estímulo monetario desplegado como respuesta a la crisis global de 2008, los bancos centrales de las economías desarrolladas han mantenido sus tasas de referencia en niveles bajos. Desde 2009, EUA y el Reino Unido han conservado sus tasas en 0,25 y 0,50 por ciento, respectivamente. Dicha decisión responde al escaso dinamismo del consumo y la persistencia de una alta tasa de desempleo. En el caso de EUA, el mantenimiento de bajas tasas se da en un contexto de presiones inflacionarias controladas, mientras que en el caso del Reino Unido, esta decisión se da en un contexto de presiones inflacionarias al alza por choques de carácter temporal o de una sola vez (elevación de precios de *commodities*, incremento del impuesto al valor agregado y depreciación de la libra). Por su parte, la política monetaria del BCE ha reflejado la necesidad de anclar las expectativas inflacionarias de la zona del euro, lo que llevó a una elevación de 50 pbs. en la tasa entre mayo y agosto del presente año (ubicando la tasa en un nivel de 1,5 por ciento). Este retiro del estímulo monetario ha sido bastante gradual, en vista de la desaceleración del crecimiento en los meses recientes y de las constantes tensiones en los mercados financieros de la región.

La normalización monetaria ha sido considerablemente mayor en las **economías emergentes**. Desde 2009, las economías que han ajustado sus tasas de referencias en mayor medida han sido Chile y Brasil, con aumentos de 475 y 375 pbs., respectivamente. En las economías emergentes la demanda ha mantenido su tendencia creciente, observándose un aumento de las exportaciones (a pesar de las





bajas tasas de crecimiento de los países desarrollados) y una expansión considerable de la demanda interna, que en muchos casos ha llevado a un cierre de la brecha producto y al riesgo de formación de burbujas en los mercados de activos. En este contexto, varias de estas economías experimentan significativas presiones inflacionarias, acentuadas por los altos precios de los alimentos y del petróleo.

Cuadro 10
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	2010	2011			Variación (pbs.)		Inflación 1/
	Dic.	Mar.	Jun.	Ago.	Jun.11	Dic.10	Ago.11
Chile	3,25	4,00	5,25	5,25	0	200	3,2
India	6,25	6,75	7,50	8,00	50	175	8,5
Tailandia	2,00	2,50	3,00	3,50	50	150	4,1 2/
Brasil	10,75	11,75	12,25	12,00	-25	125	7,2
Perú	3,00	3,75	4,25	4,25	0	125	3,4
Israel	2,00	3,00	3,25	3,25	0	125	3,4 2/
Uruguay	6,50	7,50	7,50	7,50	0	100	7,6
Polonia	3,50	3,75	4,50	4,50	0	100	4,1 2/
Colombia	3,00	3,50	4,00	4,00	0	100	3,3
Suecia	1,25	1,50	1,75	2,00	25	75	1,6 2/
China	5,81	6,06	6,31	6,56	25	75	6,2
Corea del Sur	2,50	3,00	3,25	3,25	0	75	5,3
BCE	1,00	1,00	1,25	1,50	25	50	2,5 2/
Filipinas	4,00	4,25	4,50	4,50	0	50	4,7
Malasia	2,75	2,75	3,00	3,00	0	25	3,4 2/
Taiwán	1,63	1,75	1,88	1,88	0	25	1,3
Noruega	2,00	2,00	2,25	2,25	0	25	1,3
Indonesia	6,50	6,75	6,75	6,75	0	25	4,8
Hungría	5,75	6,00	6,00	6,00	0	25	3,1 2/
Pakistán	14,00	14,00	14,00	14,00	0	0	13,8 2/
Australia	4,75	4,75	4,75	4,75	0	0	3,6 3/
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	2,7 2/
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	3,6 2/
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	0,2 2/
México	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	3,4
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	4,5 2/
República Checa	0,75	0,75	0,75	0,75	0	0	4,5 2/
Sudáfrica	5,50	5,50	5,50	5,50	0	0	5,3 2/
Islandia	4,50	4,25	4,25	4,50	25	0	5,1
Suiza	0,25	0,25	0,25	0,00	-25	-25	0,2
Nueva Zelanda	3,00	2,50	2,50	2,50	0	-50	5,3 3/
Turquía	6,50	6,25	6,25	5,75	-50	-75	6,7

1/ Inflación del IPC, variación porcentual últimos 12 meses.

2/ Dato de inflación a julio 2011.

3/ Dato de inflación a junio 2011.

Fuente: Reuters y Bloomberg.

Al mismo tiempo, en los últimos meses este grupo de economías ha moderado el ritmo de ajuste monetario en un contexto de fuerte desaceleración de la economía mundial y, en muchos casos, de reducción de las presiones inflacionarias. Como se observa en el cuadro, el ritmo de incremento de las tasas de interés entre junio y agosto ha sido significativamente menor que en los meses previos. La mayoría de las otras economías emergentes (entre ellas las que habían liderado la normalización monetaria en el pasado reciente, como Chile y Perú) tuvieron ajustes de 25 puntos básicos o mantuvieron sus tasas constantes.

Precios de *commodities* y términos de intercambio

19. En lo que va del año, los términos de intercambio continuaron mostrando una tendencia creciente. Destaca el aumento sostenido en el precio del oro debido a su mayor demanda como activo de refugio e inversión. Por su parte, el aumento de los precios de los metales básicos fue apoyado por la demanda de economías emergentes y problemas de oferta en los países productores.

Desde agosto se observa una corrección a la baja en la mayoría de precios al acentuarse los temores de una desaceleración global e incrementarse la aversión al riesgo. Ello trajo como consecuencia una caída en los precios de metales básicos, petróleo y alimentos; la excepción fue el oro cuya cotización siguió al alza y superó los US\$/oz.tr. 1 800 en la primera quincena de agosto.

20. Considerando estos desarrollos, se proyecta para 2011 un aumento de 3,9 por ciento en los términos de intercambio, ligeramente por encima de lo proyectado en el Reporte anterior y, para el año 2012, se estima una estabilización de los precios a niveles actuales, de forma que en términos promedio se daría una ligera corrección a la baja en los precios.

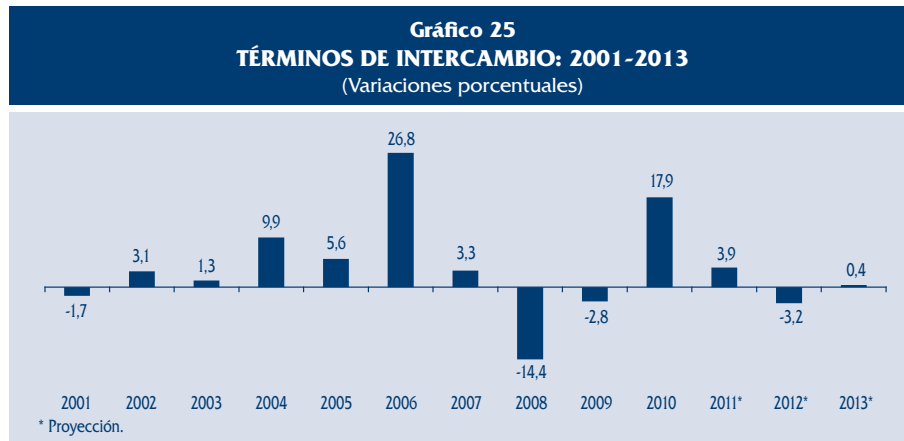
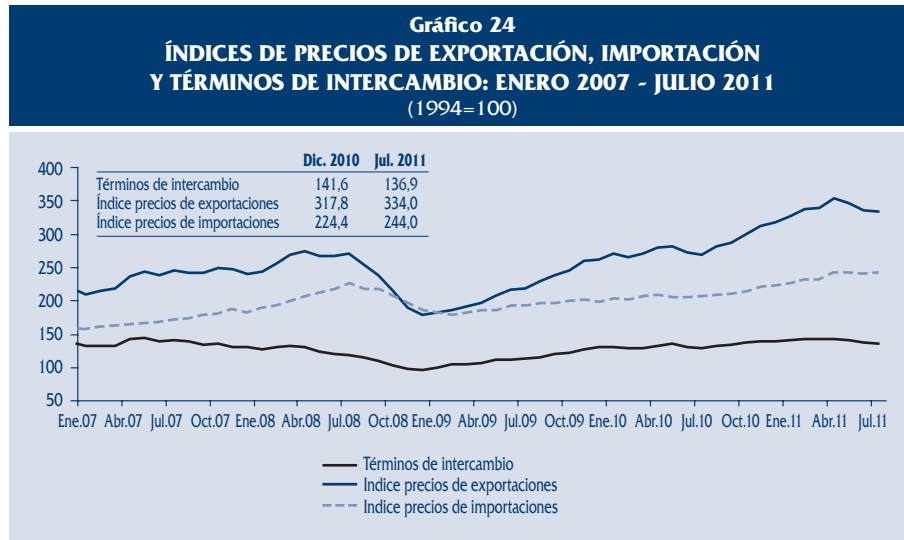
La proyección de los términos de intercambio se da en un contexto de alta incertidumbre. Por un lado, una mayor flexibilización de la política monetaria por parte de la FED podría aumentar la demanda de *commodities* como activos de inversión. Por otro lado, una desaceleración económica por encima de lo previsto podría reducir la demanda por *commodities* mientras que un agravamiento de los problemas de deuda en Europa podría incrementar la aversión al riesgo y llevar a una liquidación de posiciones especulativas.

Cuadro 11
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2009 - 2013
(Datos promedios anuales)

	Ejecución		2011		2012		2013	
	2009	2010	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
Términos de intercambio 1/	-2,8	17,9	3,2	3,9	-3,3	-3,2	0,2	0,4
Precios de Exportaciones 1/	-10,0	29,9	16,1	17,2	-2,1	-2,0	-0,3	0,1
Cobre (ctv US\$ por libra)	234	342	415	419	408	408	407	407
Zinc (ctv US\$ por libra)	75	98	101	103	100	100	101	101
Plomo (ctv US\$ por libra)	78	98	113	114	109	109	108	108
Oro (US\$ por onza)	974	1 225	1 475	1 565	1 517	1 700	1 511	1 700
Precios de Importaciones 1/	-7,4	10,1	12,5	12,8	1,2	1,3	-0,5	-0,3
Petróleo (US\$ por barril)	62	79	99	94	99	90	99	92
Trigo (US\$ por TM)	193	195	311	304	325	332	325	329
Maíz (US\$ por TM)	139	157	274	280	258	293	235	259
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	859	1 251	1 231	1 290	1 284	1 290	1 279
Arroz (US\$ por TM)	561	503	504	571	500	629	500	629
Azúcar (US\$ por TM)	412	597	578	679	483	594	481	551

1/ Promedio var.% anual.

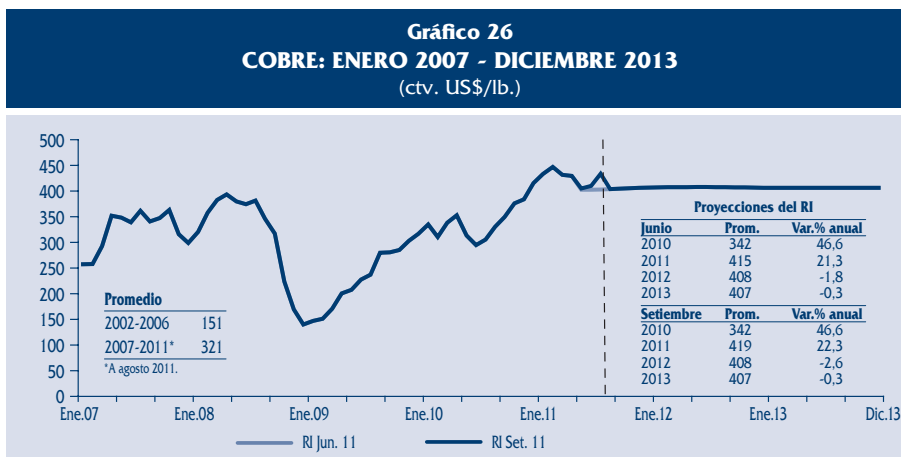




Cobre

21. En lo que va del año, la cotización del cobre cayó 0,3 por ciento a un promedio de US\$/lb. 4,1. En esta evolución fue determinante la caída registrada en el mes de agosto debido a la revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial, los problemas financieros de Europa y EUA y la desaceleración de China, el principal consumidor de este metal. Estos factores contrarrestaron los problemas de oferta en los principales países productores.

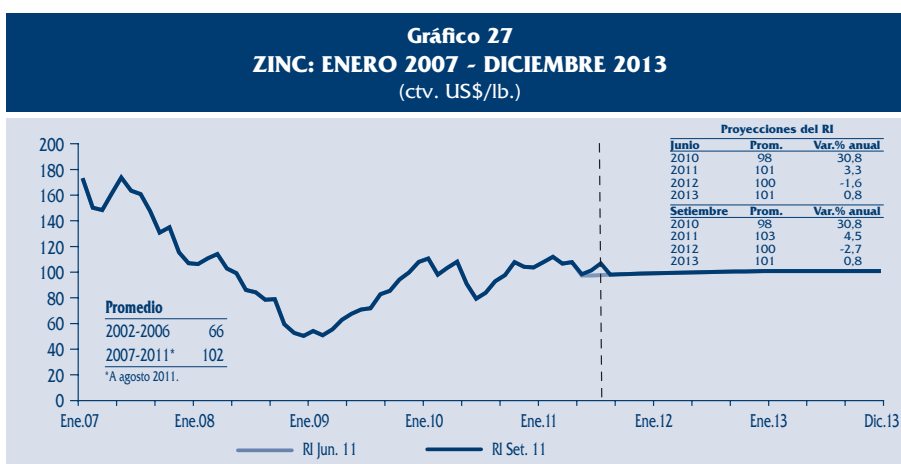
Se proyecta que el precio del cobre cerrará el año 2011 en un nivel de US\$/lb. 4,0 y que se mantendrá alrededor de este valor hacia el horizonte de proyección debido a restricciones de oferta en varios países productores.



Zinc

22. El precio del zinc bajó 2 por ciento entre enero y agosto de 2011 a un nivel promedio mensual de US\$/lb. 1,0. En este periodo se reportó mayor producción de zinc y menor dinamismo en el consumo de Japón. Sin embargo la tendencia a la baja fue limitada por restricciones de oferta en China (por regulaciones ambientales) y en Australia y EUA (por problemas técnicos).

Se estima que el precio se estabilizará alrededor del precio actual debido que las restricciones de oferta de países productores como China, se compensarían con la menor demanda por metales en la actual coyuntura. Un factor que podría afectar el precio a la baja es la entrada en operación de nuevos proyectos en Australia, Canadá e India.

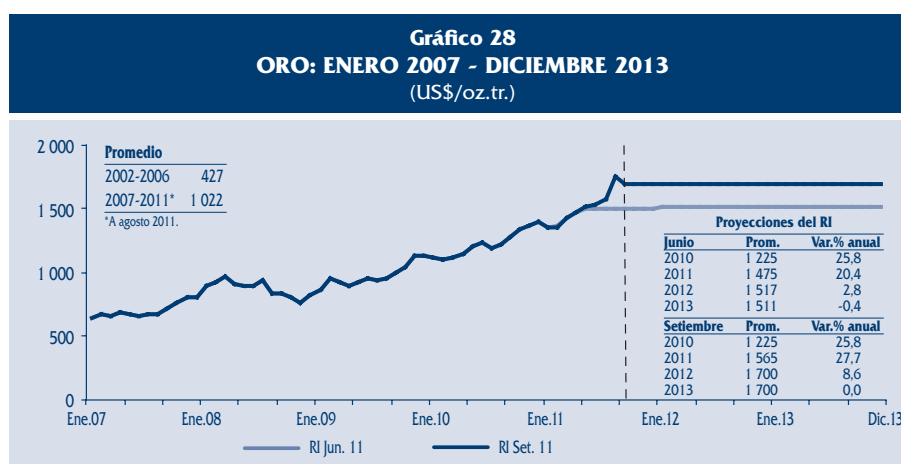




Oro

23. Al mes de agosto de 2011, la cotización de oro ha registrado un alza de 23 por ciento respecto al cierre de 2010, alcanzando un promedio de US\$/oz.tr 1 708 en agosto y nuevo récord histórico de US\$/oz.tr. 1 885 a mediados de mes. El mantenimiento de la incertidumbre sobre la situación financiera en Europa y su probable contagio a la región, la rebaja en la calificación de la deuda de EUA y los temores de una nueva desaceleración global, han favorecido la demanda de oro como activo de refugio e inversión.

Considerando estos desarrollos, se revisa al alza la proyección de oro respecto a lo estimado en el Reporte de junio último. Para 2011 se proyecta un precio promedio de US\$/oz.tr. 1 565 (US\$/oz.tr. 1 475 previo) y para el año 2012 se estima que el precio promedio será US\$/oz.tr. 1 700 (US\$/oz.tr. 1 517 previo).

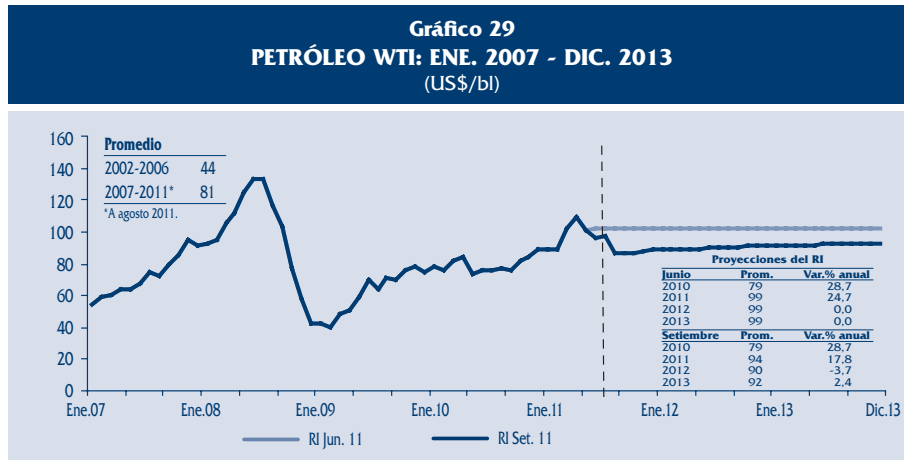


La evolución reciente del precio del oro viene reflejando la elevada incertidumbre sobre la inflación futura, la incapacidad de acción para impulsar la actividad económica en los países desarrollados y los posibles eventos negativos que podrían generar las economías altamente endeudadas de Europa.

Petróleo

24. El precio del petróleo bajó 3 por ciento en el periodo enero-agosto de 2011. Luego de aumentar hasta abril por problemas de abastecimiento en los países árabes (Medio Oriente y Norte de África), el petróleo ha registrado una elevada volatilidad. En junio la OPEP decidió mantener sus cuotas de producción y los países de la OECD respondieron liberando sus reservas de crudo. Luego, a inicios de agosto, cuando el precio parecía estabilizarse alrededor de los US\$/bl. 100, el mercado de *commodities* sufrió una fuerte corrección a la baja por temores de desaceleración de la actividad económica en EUA y Europa, con lo cual el petróleo cerró agosto con un precio promedio de US\$/bl. 87.

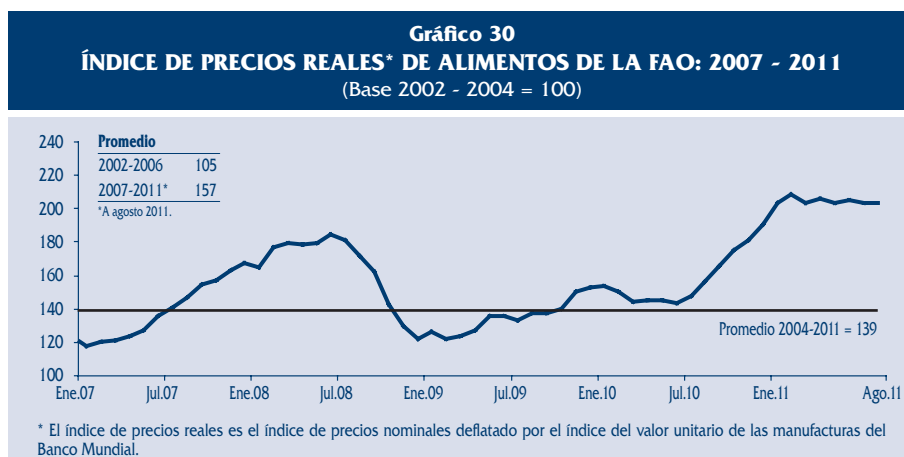
Se estima que las restricciones de oferta continuarán en el mediano plazo, lo que daría cierto soporte a la cotización. Se proyecta que el precio se mantendrá cercano a los US\$/bl. 90 en el horizonte de proyección menor a lo proyectado en el Reporte anterior.



Alimentos

25. Desde el mes de junio, los precios de los alimentos, al igual que el resto de los *commodities*, se vieron afectados por el deterioro del balance de riesgo global, que impulsó a los inversionistas a liquidar sus posiciones en activos riesgosos; asimismo, la debilidad del petróleo y la fortaleza del dólar presionaron las cotizaciones a la baja. Entre junio y agosto, el índice de precios reales de alimentos de la FAO registró una caída de 0,9 por ciento.

Sin embargo, en agosto, a diferencia de lo observado en otros *commodities*, los alimentos revirtieron la tendencia a la baja de los dos meses previos por condiciones climáticas desfavorables en zonas productoras importantes.



* El índice de precios reales es el índice de precios nominales deflatado por el índice del valor unitario de las manufacturas del Banco Mundial.

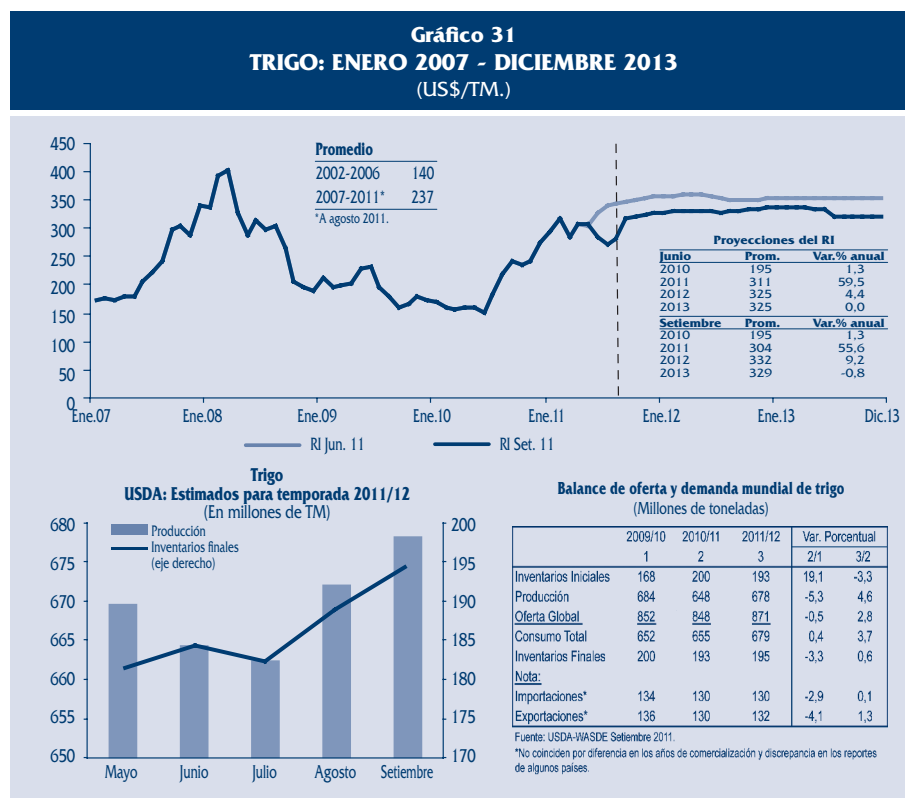




Trigo

26. El precio internacional del trigo subió 5 por ciento desde diciembre de 2010, cerrando el mes de agosto con una cotización promedio de US\$/TM 288. La corrección al alza del precio del trigo, que se inició en mayo continuó hasta julio, mes en el que se reiniciaron las exportaciones de trigo de Rusia y se dio un avance significativo de la cosecha de trigo de invierno en EUA. En agosto, la recuperación de la cotización promedio estuvo en línea con el lento avance de la cosecha de primavera y expectativas de menores rendimientos en EUA.

Se estima un precio promedio del trigo de US\$/TM 304 en el año 2011. El menor nivel proyectado (respecto al Reporte de Inflación de junio) se debe a una mayor oferta estimada en China, Rusia e India para la temporada 2011/12, lo que implicaría un mercado global más holgado, parcialmente compensada por la tendencia alcista del maíz (bien sustituto).

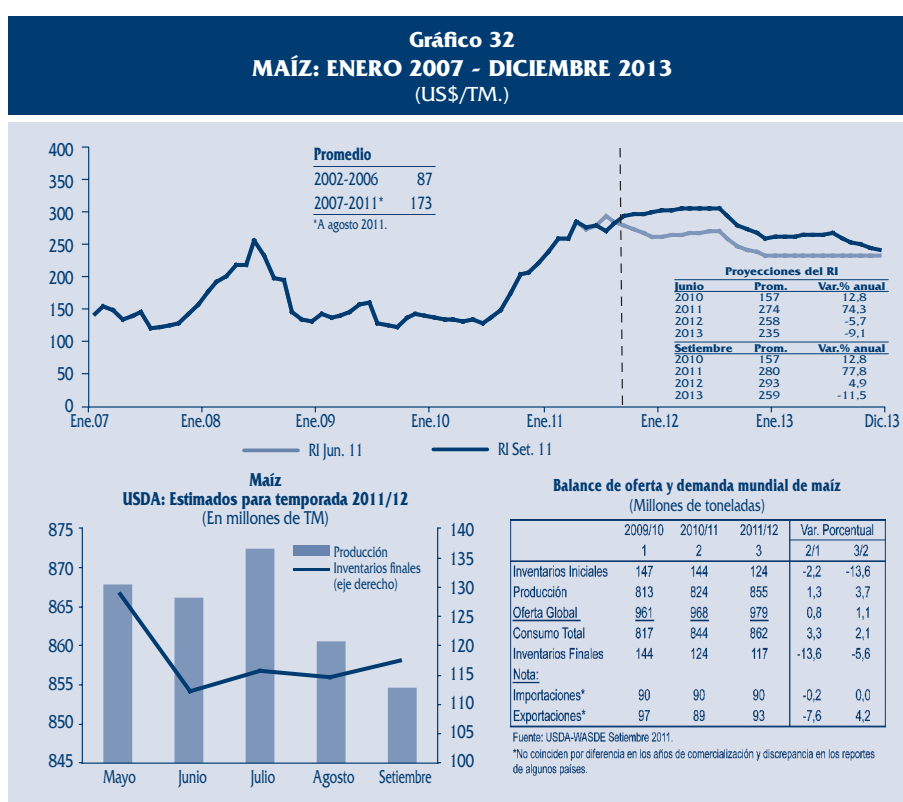


Maíz

27. La cotización del maíz se incrementó 30 por ciento entre enero y agosto, cerrando este periodo con un precio promedio de US\$/TM 287. El incremento refleja, principalmente, las condiciones climáticas adversas que se han presentado en EUA:

clima húmedo durante el periodo de cultivo, y seco con elevadas temperaturas en época de polinización. Por tales motivos, se prevé mercados ajustados. Según el USDA, el ratio de inventarios finales a uso estimado para la temporada 2011/2012 es de 12 por ciento, su menor nivel desde el año 1975.

En línea con estos estimados, las proyecciones de la cotización internacional del maíz se han revisado al alza respecto al Reporte de Inflación de junio.



Aceite de soya

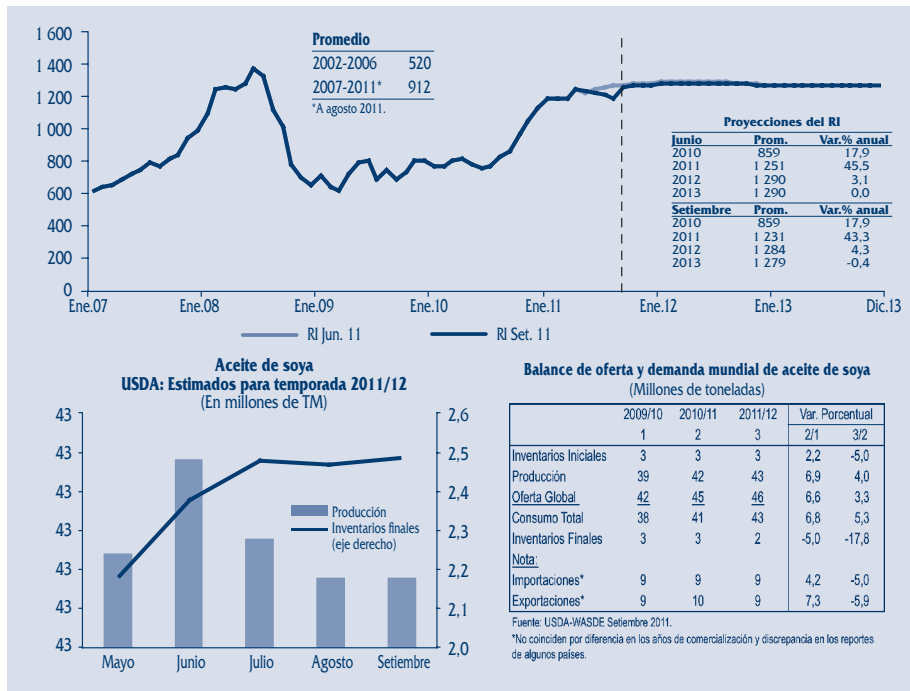
28. La cotización del aceite de soya registró un incremento de 5 por ciento durante los primeros 8 meses del año, cerrando agosto con un precio promedio de US\$/TM 1 199. Este aumento se asocia con el mercado global ajustado, que muestra, al igual que el maíz, ratios inventarios finales en niveles mínimos desde la década de 1970. El incremento se vio limitado por la debilidad del petróleo.

En el horizonte de proyección, se estima que el aceite de soya se cotee a niveles similares a los actuales, pero menores que los considerados en el Reporte de Inflación anterior debido a menores precios de petróleo previstos, a la revisión a la baja del crecimiento de China (principal productor y consumidor mundial) y a lo ajustado que se encuentra el mercado.





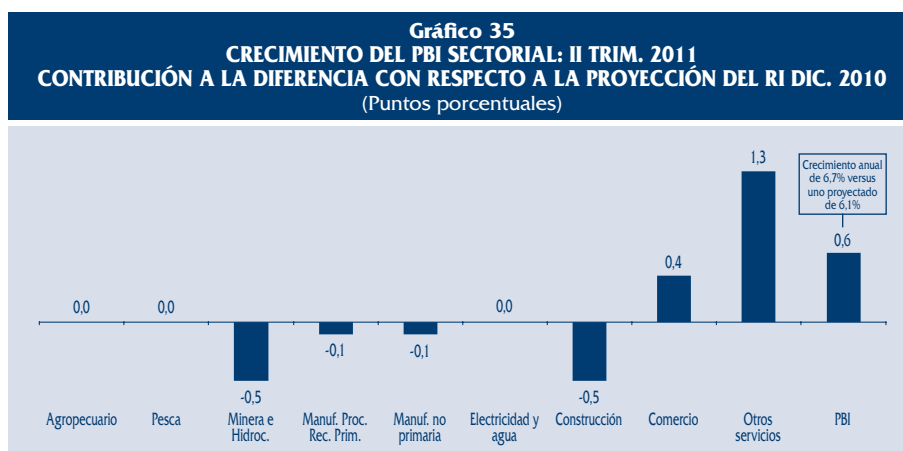
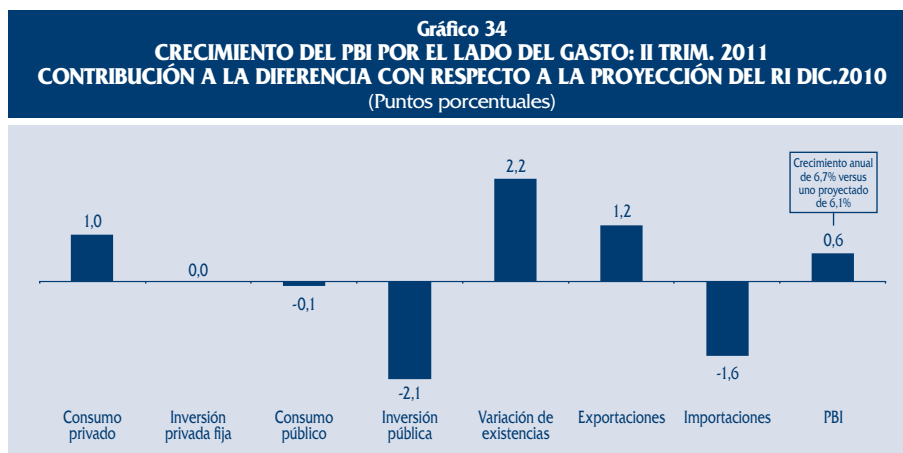
Gráfico 33
ACEITE DE SOYA: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2013
(US\$/TM.)



II. Actividad Económica

29. En el segundo trimestre de 2011 el crecimiento del PBI fue 6,7 por ciento, menor al incremento de 8,7 por ciento registrado en el primer trimestre. Esta desaceleración de la tasa de crecimiento fue prevista en los Reportes de inflación anteriores, como reflejo de la convergencia de la economía hacia tasas más cercanas al crecimiento potencial.

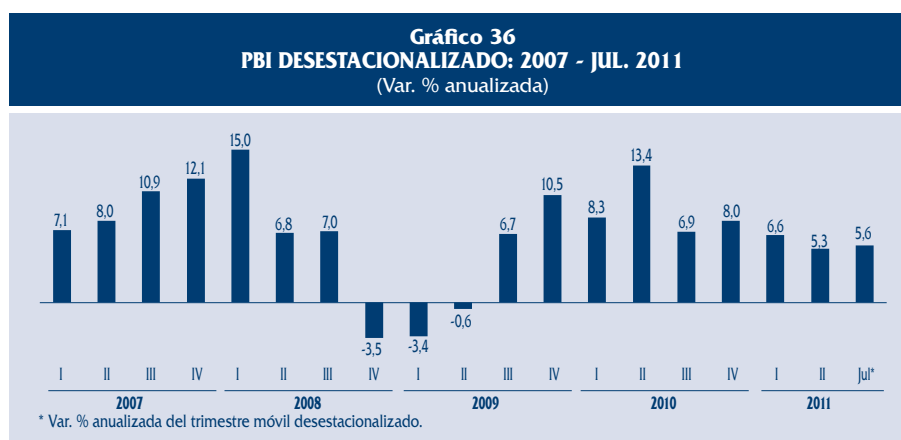
Si se compara la ejecución del segundo trimestre de 2011 con la proyección contemplada en el Reporte de Inflación de diciembre de 2010, la desaceleración se acentúa en los componentes de consumo e inversión pública, correspondiente principalmente a los gobiernos subnacionales. Este menor gasto tuvo un impacto sobre la construcción y por consiguiente sobre la demanda de insumos para este sector. Este efecto se extendió hacia otras ramas de la actividad económica del sector privado y se verifica en tasas de crecimiento para el segundo trimestre menores a las previstas en construcción y manufactura no primaria.





En contraste, en el segundo trimestre el consumo del sector privado creció más de lo esperado, lo cual, sumado a un proceso de acumulación de inventarios, resultó en una tasa de crecimiento del PBI que se ubicó por encima de lo previsto.

30. El análisis de series desestacionalizadas muestra un menor dinamismo del PBI. La tasa anualizada del PBI desestacionalizado disminuyó de 8,0 por ciento en el cuarto trimestre de 2010 a 6,6 por ciento en el primer trimestre de 2011 y a 5,3 por ciento en el segundo trimestre. Este comportamiento también se observa en la actividad no primaria, cuya tasa pasó de 9,1 por ciento en el cuarto trimestre de 2010 a 7,0 y 6,6 por ciento en el primer y segundo trimestre de 2011, respectivamente. En el caso de la manufactura no primaria se observó una fuerte desaceleración en términos desestacionalizados en el primer trimestre, con una tasa de 2,7 por ciento frente al 11,1 por ciento del trimestre previo. En el segundo trimestre este subsector registró una caída de 3,3 por ciento, con lo que mantiene el nivel observado a fines de 2010.



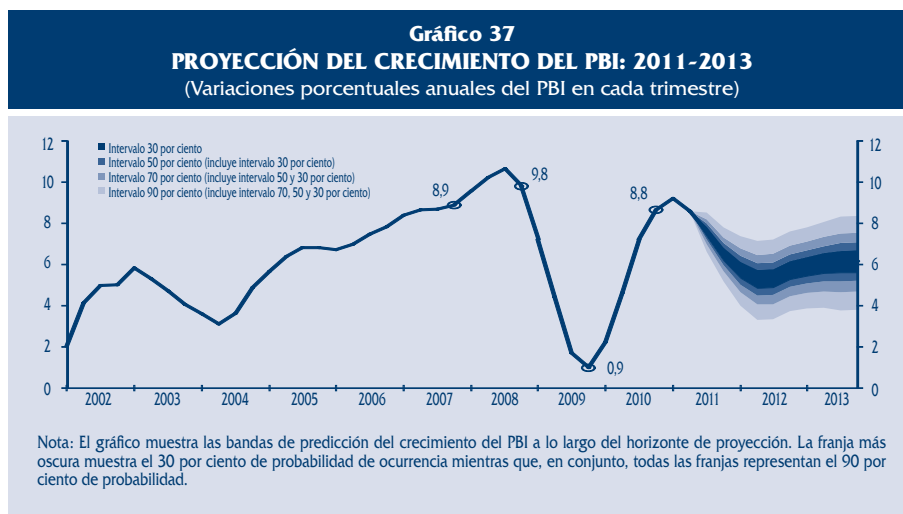
31. En el segundo trimestre se observó, además del menor gasto público de los gobiernos subnacionales, un clima de incertidumbre asociado al período electoral y a los riesgos en el entorno internacional, que afectó las expectativas de los inversionistas. En consecuencia, se prevé una desaceleración más pronunciada para el segundo semestre del año. Se proyecta que el PBI crecería 5,0 por ciento entre julio y diciembre de 2011, con una desaceleración en el gasto privado, atenuada por un mayor dinamismo del gasto público.

En particular, se proyecta que en el segundo semestre el consumo privado crecería 5,7 por ciento, frente a 6,4 por ciento en la primera mitad del año. La inversión privada aumentaría 6,2 por ciento, en comparación con la tasa de 15,6 por ciento observada en el primer semestre. El gasto público pasaría de caer 6,4 por ciento en el primer semestre a aumentar 8,5 por ciento en el segundo semestre.

32. Considerando esta proyección para el segundo semestre, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI para el año **2011**, pasando de 6,5 por ciento en el Reporte de Inflación de junio a 6,3 por ciento en el presente Reporte. Asimismo, se

ha revisado a la baja la proyección de crecimiento para los próximos años, pasando de una proyección de 6,5 por ciento para ambos años, a 5,7 por ciento en **2012** y a 6,3 por ciento en **2013**.

33. Este escenario base supone que se mantienen las expectativas de los consumidores y empresarios y que no se deteriora aún más el entorno internacional. En un escenario de riesgo, se podrían deteriorar las expectativas, tanto de hogares como de empresarios, observándose un efecto negativo sobre el crecimiento del consumo y la inversión. En el entorno internacional, un menor crecimiento mundial afectaría las exportaciones, tanto tradicionales como no tradicionales, impactando negativamente a la actividad económica. Asimismo, menores términos de intercambio tendrían un impacto negativo vía una disminución del ingreso nacional disponible.



34. El **producto potencial** es el nivel de producción que prevalece en una situación en donde la inflación es consistente con la estabilidad de precios, el crecimiento del PBI potencial se asocia con la expansión de las capacidades productivas de la economía (oferta agregada) que se manifiestan a través de dos fuentes: la acumulación de factores físicos de producción, como el acervo de capital y la población económicamente activa (PEA), y la productividad total de factores (PTF). De esta manera, la evolución de estos factores genera variaciones en el tiempo en la tasa de crecimiento del PBI potencial.

Por el lado de los factores físicos de producción, el acervo de capital se asocia a fluctuaciones en la inversión bruta fija realizada durante el año previo, mientras que la PEA mide la disponibilidad de mano de obra en la economía. Finalmente, la PTF resume el efecto de factores productivos adicionales, tales como mejoras tecnológicas, integración comercial, estabilidad macroeconómica y solvencia del sistema financiero.

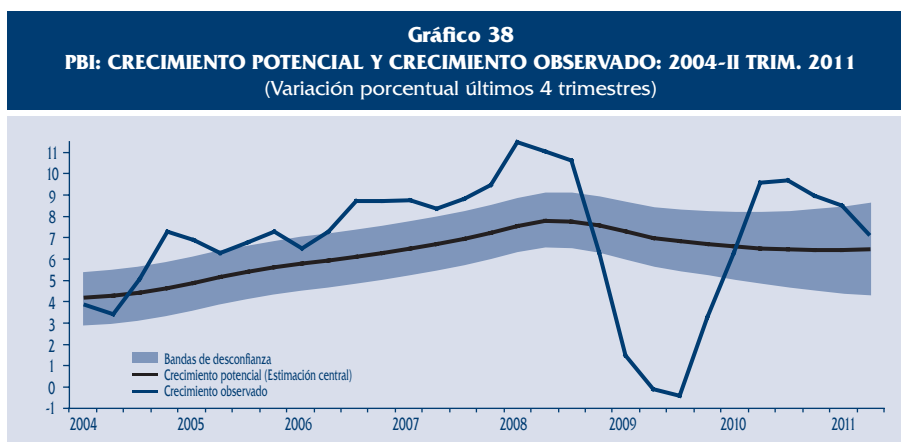
Durante el periodo 2003 - 2008 el crecimiento del PBI potencial mostró una tendencia creciente, alcanzando un pico en el año 2008. Así, se estima que el crecimiento



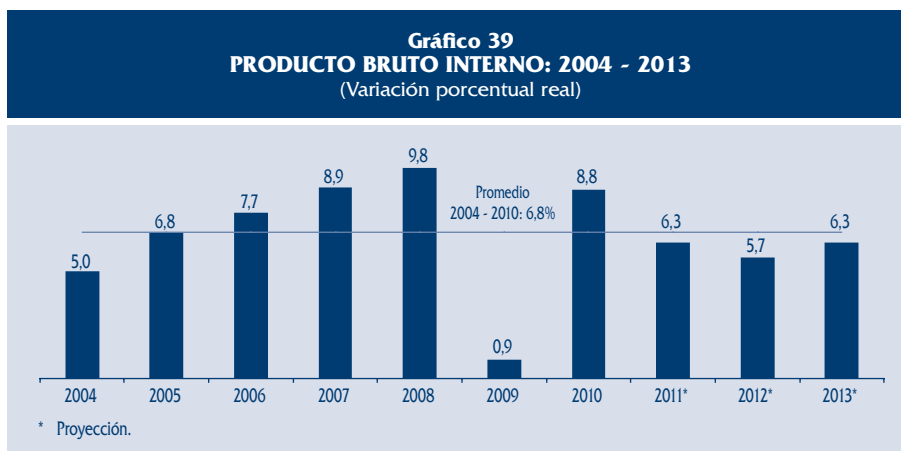


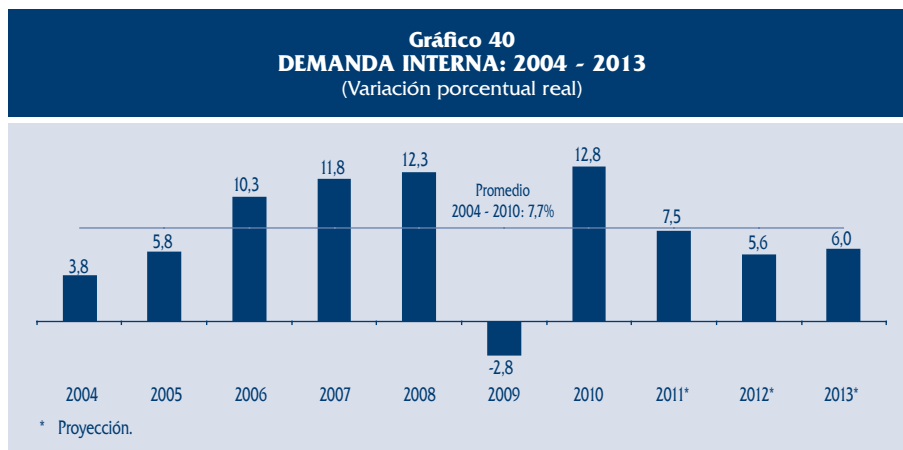
potencial de alrededor de 7,7 por ciento para dicho año, estaría explicado por la contribución de la acumulación de capital físico (2,6 puntos porcentuales), por la contribución del crecimiento de la PEA (1,4 puntos porcentuales), y por el crecimiento de la PTF (3,7 puntos porcentuales). Para el periodo más reciente, 2009-2011, se estima que el crecimiento del PBI potencial se habría ubicado entre 6,0 y 7,0 por ciento anual.

Para lograr un crecimiento del PBI potencial en el largo plazo se requiere un aumento sostenido de la productividad. Para ello no sólo se necesita mantener la estabilidad macroeconómica, sino también continuar incrementando la apertura comercial y la profundización financiera, sumado a reformas estructurales que aumenten la eficiencia con la que se combinan los factores productivos y permitan mejorar la competitividad de la economía.



35. La tasa de crecimiento del PBI para los próximos años es consistente con una convergencia hacia el nivel de crecimiento potencial de la economía. En este escenario la demanda interna también mostraría tasas de variación menores a las registradas en el período 2004 – 2010.





Proyección de los componentes del gasto

36. Para el año 2011 se proyecta un crecimiento de la **demanda interna** de 7,5 por ciento, ligeramente menor a la tasa de 7,7 por ciento proyectada en junio. El menor ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año se observaría principalmente en el gasto del sector privado. En 2012 y 2013, de manera consistente con las encuestas de expectativas empresariales, se espera que se modere el crecimiento de la inversión privada, lo cual acercaría el crecimiento de la demanda interna al crecimiento del PBI en torno a tasas más cercanas a las del producto potencial.

Cuadro 12
PBI Y DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
1. Demanda interna	11,5	12,8	9,3	7,7	7,5	6,6	5,6	6,2	6,0
a. Consumo privado	5,6	6,0	6,4	5,7	6,0	5,7	5,6	5,9	5,8
b. Consumo público	13,3	10,6	3,1	4,4	5,7	4,1	4,4	4,0	4,9
c. Inversión privada	17,7	22,1	15,6	10,4	10,7	11,6	9,0	8,3	8,3
d. Inversión pública	37,9	27,3	-24,5	3,3	-2,9	6,1	11,4	6,1	10,0
2. Exportaciones	0,0	2,5	8,3	3,8	6,0	7,8	7,5	9,0	9,0
3. Importaciones	17,9	23,8	16,8	10,4	11,7	8,1	6,7	7,3	7,2
4. Producto bruto interno	8,2	8,8	7,7	6,5	6,3	6,5	5,7	6,5	6,3
Memo									
Gasto público	20,6	16,7	-6,4	3,9	2,3	4,9	7,0	4,8	6,9

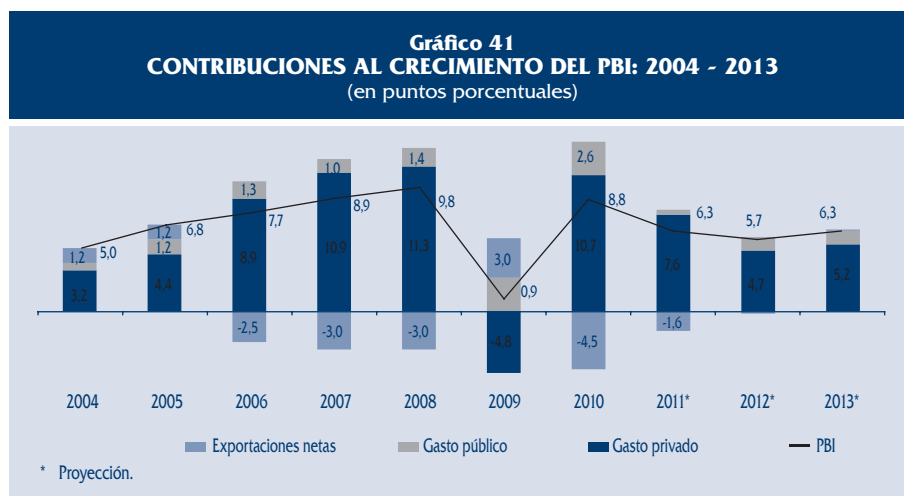
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





Cuadro 13 PBI Y DEMANDA INTERNA (Contribuciones a la variación porcentual real)									
	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
1. Demanda interna	11,4	12,8	9,6	8,0	7,8	7,0	5,8	6,6	6,3
a. Consumo privado	3,9	4,1	4,4	3,8	4,0	3,8	3,7	3,9	3,8
b. Consumo público	1,1	1,0	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
c. Inversión privada	3,4	4,2	3,3	2,2	2,3	2,6	2,0	1,9	1,9
d. Inversión pública	1,4	1,5	-1,1	0,2	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,6
e. Variación de existencias	1,6	2,1	2,8	1,4	1,1	-0,2	-1,0	0,0	-0,5
2. Exportaciones	0,0	0,5	1,4	0,7	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6
3. Importaciones	3,3	4,5	3,3	2,2	2,5	1,8	1,5	1,7	1,6
4. Producto bruto interno	8,2	8,8	7,7	6,5	6,3	6,5	5,7	6,5	6,3
Memo									
Gasto público	2,5	2,5	-0,9	0,6	0,4	0,8	1,1	0,7	1,1

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.



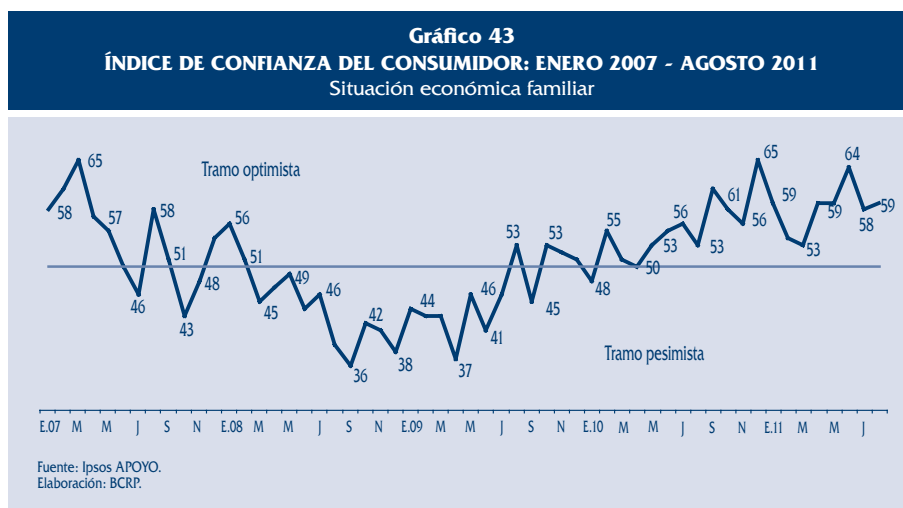
37. Por componentes del gasto privado, se observan dinámicas diferentes en el consumo y la inversión. Mientras que esta última mostró una ligera desaceleración en el primer semestre, el consumo privado se aceleró, pasando a crecer una tasa de 6,4 por ciento en el primer semestre de este año. Esta dinámica del consumo privado se sustenta en el incremento del ingreso, el empleo y la consiguiente mayor confianza del consumidor. Se proyecta que el consumo privado registraría un crecimiento de

6,0 por ciento en 2011, ubicándose en tasas de 5,6 por ciento en 2012 y 5,8 por ciento en 2013.



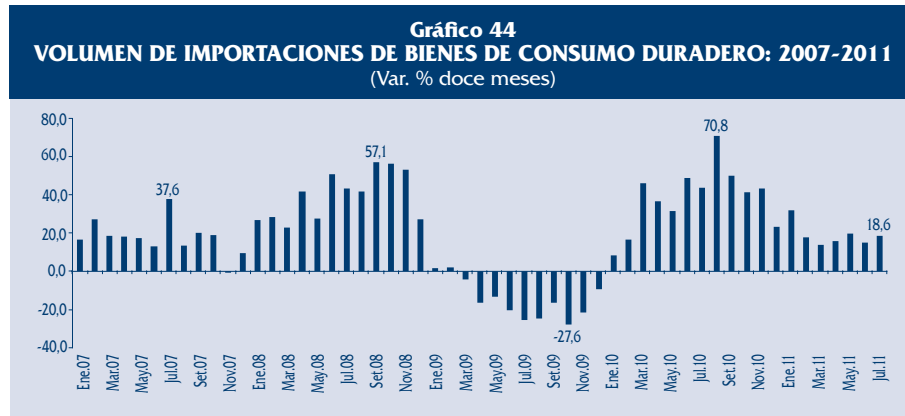
Diversos indicadores reflejan la evolución del consumo:

- a. Los consumidores tienen una actitud prudencial sobre el futuro de su situación económica. El índice de confianza del consumidor se mantiene en tramo optimista, en un nivel similar al promedio del año.



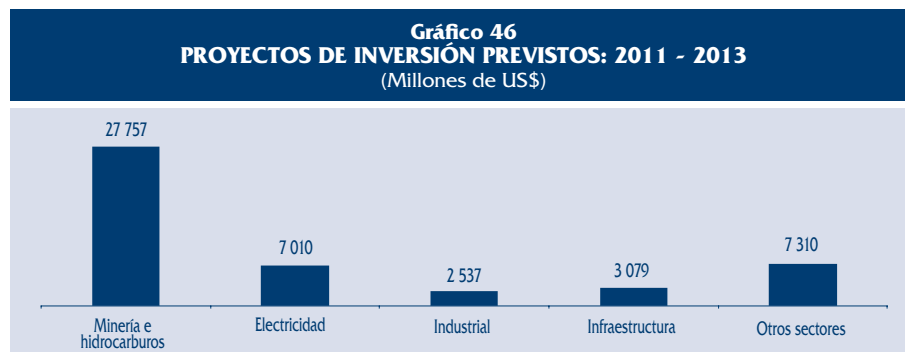
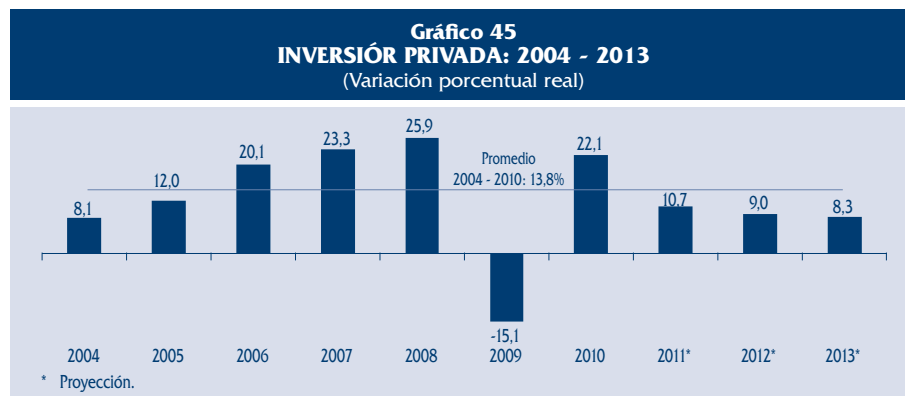
- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero mantiene un alto dinamismo, con una tasa de 17 por ciento en el segundo trimestre.





38. Considerando el episodio de incertidumbre interna, se ha revisado ligeramente a la baja la tendencia de la **inversión privada**, con una desaceleración en 2012 mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de junio. No obstante, se mantiene la tasa de crecimiento prevista para 2013 en 8,3 por ciento, en línea con el ritmo de avance de proyectos de inversión programados.

En particular, para el período 2011 – 2013, el total de anuncios de proyectos de inversión es de US\$ 47,7 mil millones, cifra similar a la anunciada en el Reporte previo. Con esta previsión, la inversión privada continuaría su tendencia creciente hasta ubicarse en un nivel equivalente al 20,9 por ciento del PBI en 2013.



Cuadro 14
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2011-2013

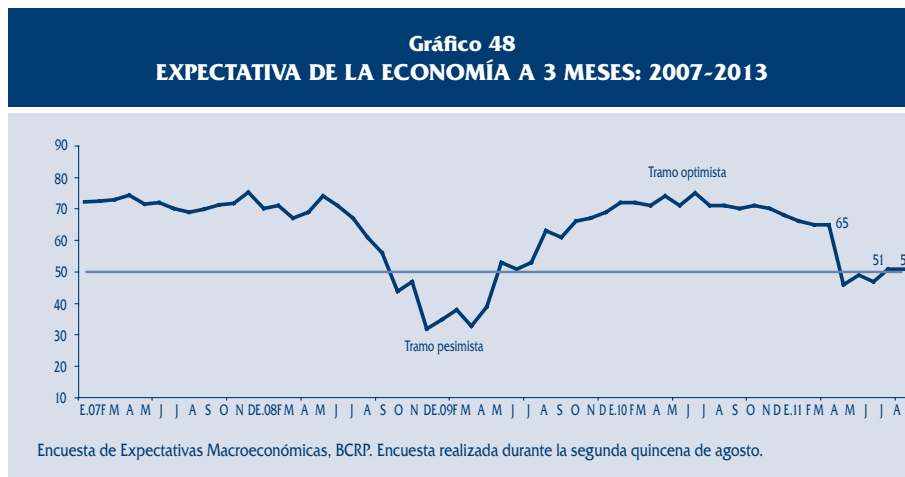
Sector	Empresa	Nombre del Proyecto
Minería	Xstrata Perú S.A.	Las Bambas
	Minería Yanacocha S.R.L.	Minas Conga
	China Minmetals Corporation	
	y Jiangxi Copper Company Limited	El Galeno
	Jinzhao Mining Perú S.A.	Pampa del Pongo
	Xstrata Perú S.A.	Antapaccay
	Southern Perú Copper Corp.	Los Chancas
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Cerro Verde
	Candente Copper Perú S.A.	Cañariaco Norte
	Compañía Minera Antamina S.A.	Ampliación de Antamina
	HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Minera Chinalco Perú S.A.	Toromocho
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Shougang Hierro Perú S.A.A.	Marcona
	Southern Perú Copper Corp.	Toquepala
	Minera Barrick Misquichilca S.A.	Ampliación de mina Lagunas Norte
	Volcan Compañía Minera S.A.A	Ampliación de mina
Mitsui Mining & Smelting Co.	Quechua	
Compañía Minera Milpo S.A.A.	Magistral	
Minería Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha	
La Arena S.A.	La Arena	
Hidrocarburos	Savia Perú (Petro-Tech)	Lote Z-2B: Perforación, exploración y otras inversiones
	Petrobras Energía Perú S.A.	Lote 58 y Lote X
	Perenco Perú Limited	Exploración Lote 67 y Oleoducto
	Kuntur Transportadora de Gas S.A.C.	Gasoducto Andino del Sur
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación Malvinas y nuevos pozos en Lote 88 y Lote 56
	Transportadora de Gas del Perú S.A.	Ampliación de capacidad de transporte de gas
	Cálida Gas Natural del Perú	Masificación de distribución de gas
	SK Energy	Exploración Lote Z 46
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación de la planta de Pisco
	Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
Cálida Gas Natural del Perú	Ampliación de Red Principal	
Electricidad	Generación Huallaga S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chagila
	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Aguila
	Fénix Power Perú S.A.	Planta Termoeléctrica de gas natural con ciclo combinado
	Nowind	Parque Eólico Cerro Chocan
	Enersur S.A.	Ampliación Chilca 1
	Kallpa Generation S.A.	Kallpa IV
	Empresa Administradora Chungar S.A.	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
	SN Power Perú S.A.	Central Hidroeléctrica Cheves
	Asa Iberoamérica	Línea de Transmisión Chilca-Marcona-Montalvo
	Energía Eólica S.A.	Central Eólica Cupisnique
Luz del Sur S.A.A.	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	
Industrial	Nitratos del Perú S.A.	Planta Petroquímica
	Corporación Aceros Arequipa S.A.	Ampliación de la Planta de Laminación (N°2)
	Cementos Interocéánicos	Planta Cementera Puno
	Corporación JR Lindley	Ampliación y nuevas plantas: Trujillo, Pucosana, Cusco, Iquitos
	PepsiCo	Consolidación y ampliación de operaciones en el mercado local
	Americas Potash Perú	Planta de fosfatos
	Cementos Otorongo	Construcción de planta cementera
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada
	Yura S.A.	Ampliación de planta cementera
Cemento Andino	Ampliación de planta de Tarma	
Infraestructura	Línea Amarilla S.A.C.	Vía Parque Rímac (ex Línea Amarilla)
	Tren Lima Línea 1	Tren Eléctrico - Operación y Mantenimiento
	Terminal Internacional del Sur	Ampliación del Puerto de Matarani
	Concesionaria Vial del Sol S.A.	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Autopista del Norte S.A.C.	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto de Salaverry
	Terminales Portuarios Euroandinos	Ampliación del puerto de Paita
	Consorcio APM Terminals Callao	Modernización del Muelle Norte
	Desarrollo Vial de los Andes S.A.C.	IIRSA Centro-Eje Amazonas: Tramo 2
	Consorcio La Chira (Acciona Agua/Graña y Montero)	Planta de Tratamiento de Aguas Residuales y emisor submarino La Chira
Transportadora del Callao	Muelle de Minerale	
Covi Perú	Red Vial N° 6: Pucosana - Cerro Azul - Ica	
Otros sectores	Telefónica del Perú S.A.	Fibra Óptica de los Andes
	América Móvil Perú S.A.C.	Ampliación de infraestructura, capacidad e innovación tecnológica
	NDG Perú	Proyectos inmobiliarios
	Graña y Montero Vivienda	Proyectos de vivienda
	Corporación Miraflores	Planta de etanol
	Grupo Posadas	Tres hoteles
	Cencosud	Apertura de 15 supermercados y 2 centros comerciales
	Crystal Lagoons	La Jolla de Asia
Besalco S.A.	Inmuebles	
Coinsa Constructores e Inmobiliaria E.I.R.L.	Proyecto inmobiliario en el Rímac	





Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Mejoraron las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses, pasando de terreno negativo a positivo en julio, manteniéndose en agosto. Estas expectativas se ubican en un nivel cercano al neutral.



- b. Los agentes han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento del PBI para los años 2011 y 2012. La encuesta de expectativas macroeconómicas realizada en agosto muestra un crecimiento más bajo para 2012 y una recuperación del dinamismo en 2013.

Cuadro 15
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
CRECIMIENTO DEL PBI
 (En porcentaje)

	Encuesta realizada al:		
	30 de junio	31 de julio	31 de agosto
Sistema Financiero			
2011	6,5	6,5	6,3
2012	6,0	6,3	5,8
2013	6,0	6,0	6,0
Analistas Económicos			
2011	6,5	6,5	6,1
2012	6,0	6,0	5,6
2013	6,0	6,0	5,9
Empresas No Financieras			
2011	6,5	6,5	6,0
2012	6,0	6,0	6,0
2013	6,0	6,0	6,0

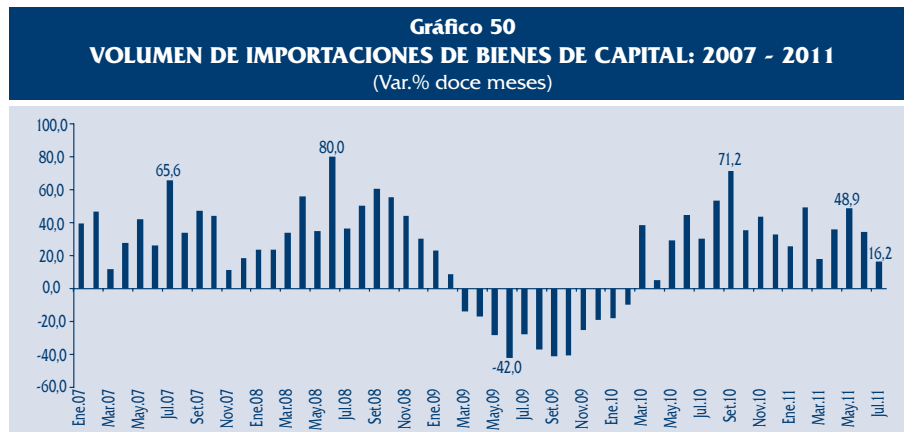
- c. La producción de electricidad continúa mostrando un alto dinamismo, con tasas superiores a 8 por ciento entre julio y setiembre.

Gráfico 49
PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD: 2007 - 2011
 (Var.% doce meses)



- d. El volumen de importaciones de bienes de capital continúan mostrando un crecimiento alto. No obstante, las tasas de variación han pasado de un promedio de 35 por ciento en el primer semestre a 16 por ciento en julio.





e. La caída del consumo interno de cemento se revirtió en agosto.



39. La inversión pública disminuyó 35,2 por ciento en el segundo trimestre, principalmente por el menor gasto de los gobiernos subnacionales, con lo que acumuló una caída de 24,5 por ciento en el primer semestre. Se proyecta una recuperación para el segundo semestre de 2011 y tasas de crecimiento de 11 y 10 por ciento para 2012 y 2013. Con ello, la inversión pública representaría 5,9 por ciento del PBI en 2013.



40. Las **exportaciones** continuarían su tendencia creciente, teniendo en cuenta la entrada en operación de algunos proyectos de inversión hacia el año 2013. No obstante, las tasas proyectadas para el año 2012 en el presente Reporte implican una revisión a la baja considerando la evolución esperada de la demanda mundial. No obstante, para 2012 el crecimiento de las exportaciones se ubicaría por encima del promedio 2004 – 2010. De otro lado, el menor crecimiento proyectado de la actividad económica se traduciría en una menor demanda por **importaciones**, principalmente de bienes de capital, en línea con la revisión de la evolución de la inversión.



PBI por sectores

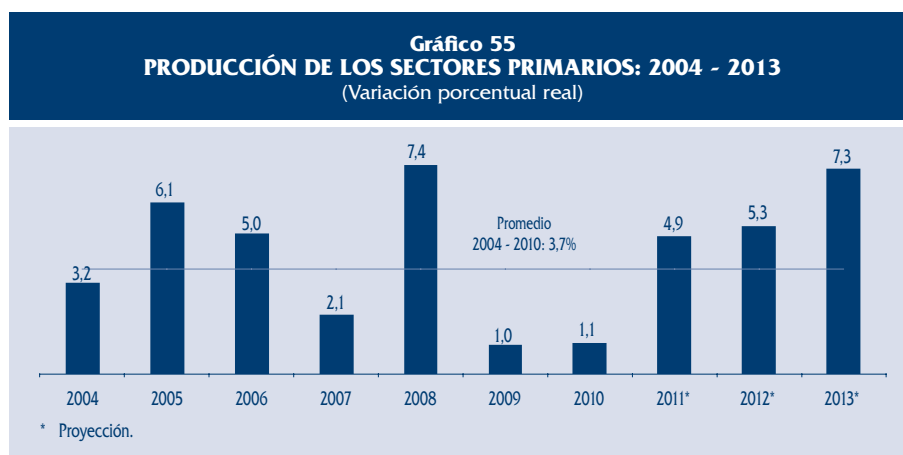
41. En el segundo trimestre el PBI aumentó 6,7 por ciento por un incremento de 7,6 por ciento en los sectores no primarios y un crecimiento de 2,9 por ciento en los sectores primarios. Esta evolución refleja una desaceleración en la actividad no primaria respecto al ritmo de crecimiento que mostró en el primer trimestre (9,7 por ciento). En la manufactura no primaria se observó un menor dinamismo de la



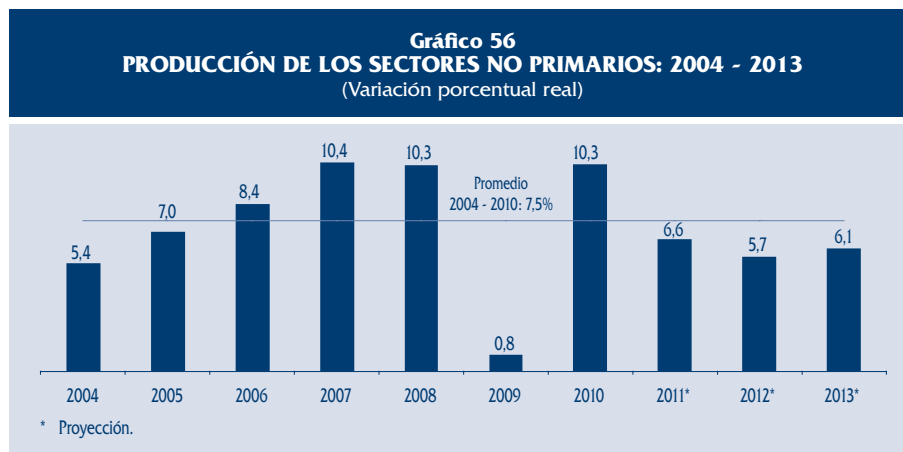


producción de bienes de capital e insumos para la construcción, principalmente desde abril. La evolución de la construcción reflejó la culminación de obras de gran envergadura.

En los **sectores primarios** se continuó observando una caída en la minería, principalmente por las bajas leyes en oro y cobre. La producción agropecuaria creció por rubros asociados a la exportación, como el café, la uva, la palta. Asimismo, destacó el fuerte crecimiento de la actividad pesquera. Se espera un crecimiento de 4,9 para los sectores primarios para 2011, con tasas que se aceleran hacia el final del horizonte de proyección, principalmente por el inicio de operaciones de proyectos mineros.



Los **sectores no primarios** mostrarían tasas de crecimiento alineadas a la evolución de la demanda interna, proyectándose tasas ligeramente menores a las del Reporte previo en los sectores manufactura no primaria y construcción.



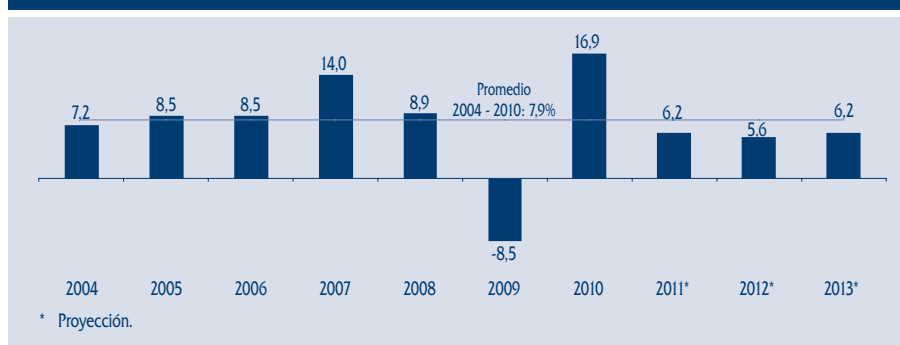
Cuadro 16
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
Agropecuario	4,2	4,3	2,7	3,5	3,2	5,2	5,2	4,3	4,3
Agrícola	4,1	4,2	0,5	2,1	2,4	5,8	5,8	3,7	3,7
Pecuario	4,3	4,4	6,5	5,2	5,2	4,8	4,8	4,8	4,8
Pesca	-9,1	-16,4	17,6	26,0	29,8	1,4	-2,0	2,8	2,8
Minería e hidrocarburos	1,4	-0,1	-1,4	1,4	0,5	7,5	7,2	11,8	12,5
Minería metálica	-1,7	-4,9	-6,8	-1,6	-2,8	7,7	6,9	11,8	12,9
Hidrocarburos	16,6	29,5	33,0	17,6	18,0	6,6	8,6	11,9	10,9
Manufactura	12,1	13,6	8,7	7,6	7,6	6,2	5,2	6,5	6,2
Procesadores de recursos primarios	-3,6	-2,3	11,6	14,6	15,4	4,3	2,9	6,3	6,3
Manufactura no primaria	15,7	16,9	8,2	6,4	6,2	6,5	5,6	6,5	6,2
Electricidad y agua	7,5	7,7	7,2	6,5	6,6	5,6	5,5	5,6	5,6
Construcción	19,2	17,4	4,1	6,6	3,4	10,5	8,7	7,6	7,6
Comercio	9,6	9,7	9,4	6,8	7,4	6,0	5,4	5,6	5,3
Otros servicios	6,9	8,0	9,1	6,8	7,0	6,4	5,4	6,5	6,2
PRODUCTO BRUTO INTERNO	8,2	8,8	7,7	6,5	6,3	6,5	5,7	6,5	6,3
Memo:									
PBI primario	1,6	1,1	3,2	5,1	4,9	5,7	5,3	7,1	7,3
PBI no primario	9,6	10,3	8,6	6,7	6,6	6,6	5,7	6,4	6,1

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 57
MANUFACTURA NO PRIMARIA: 2004 - 2013
(Variación porcentual real)





42. Pese al menor crecimiento de la manufactura no primaria, su evolución es consistente con un proceso donde la industria converge a su tendencia de largo plazo, estimada a través de filtros estadísticos. Así, se aprecia que posteriormente a la crisis financiera internacional el repunte de la actividad manufacturera la llevó a niveles por encima de su tendencia. La desaceleración de los últimos meses permite al sector crecer a niveles consistentes con su evolución en el largo plazo. Se observa que al segundo trimestre la manufactura no primaria se habría ubicado en su nivel de tendencia. A nivel de ramas, aquellas orientadas a la construcción serían las únicas que muestran una evolución por debajo de su tendencia.

III. Balanza de Pagos

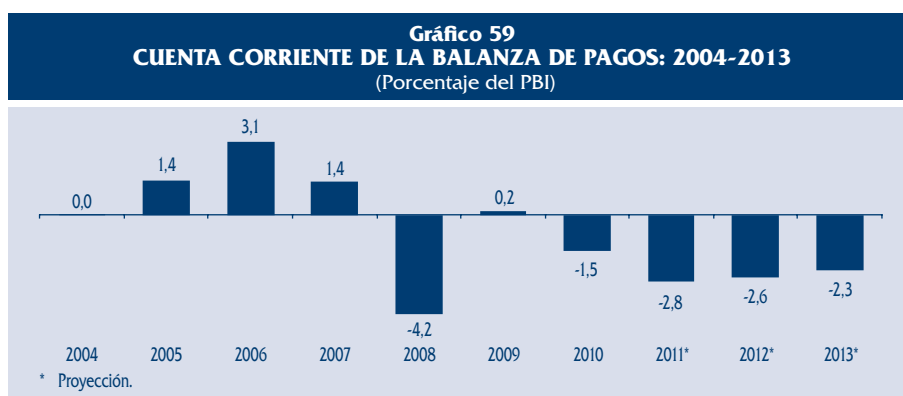
43. En el segundo trimestre de 2011, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$ 1 290 millones (2,9 por ciento del PBI) superior al observado en trimestres previos. El superávit comercial estuvo asociado al aumento en los términos de intercambio y a un mayor volumen de exportaciones, lo cual favoreció la generación de utilidades de empresas con participación extranjera.

Las exportaciones crecieron 41,6 por ciento respecto a las del segundo trimestre de 2010 ante el incremento de los volúmenes exportados de productos tradicionales (12,0 por ciento) y no tradicionales (15,2 por ciento) así como por mayores precios de los principales *commodities* mineros. Por su parte, las importaciones fueron mayores en 45,2 por ciento a las del segundo trimestre de 2010. El volumen aumentó 23,6 por ciento por el incremento en los bienes de capital e insumos, principalmente, en tanto que los precios promedio aumentaron 17,5 por ciento.

44. La proyección del déficit en cuenta corriente para el año **2011** sería de 2,8 por ciento del producto, menor al previsto en el Reporte de junio (3,0 por ciento) debido a una mejora en los términos de intercambio. El escenario central de proyección considera para este año un nivel de precios más alto para varios *commodities* de exportación, en particular del oro.

Para los siguientes años el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de junio, de 3,3 a 2,6 por ciento del PBI en 2012 y de 3,0 a 2,3 por ciento del PBI en 2013. Ello como consecuencia del menor crecimiento previsto de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones, así como a una menor renta de factores asociada a los menores precios de exportaciones.

45. Estas proyecciones corresponden a un escenario base, sin embargo existen riesgos que de materializarse implicarían desviaciones con respecto a este escenario. Estos riesgos están principalmente asociados al entorno internacional, en particular a los términos de intercambio, a la demanda de nuestros socios comerciales y a flujos de capitales por los efectos negativos de un deterioro de la economía mundial.





Cuadro 17
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

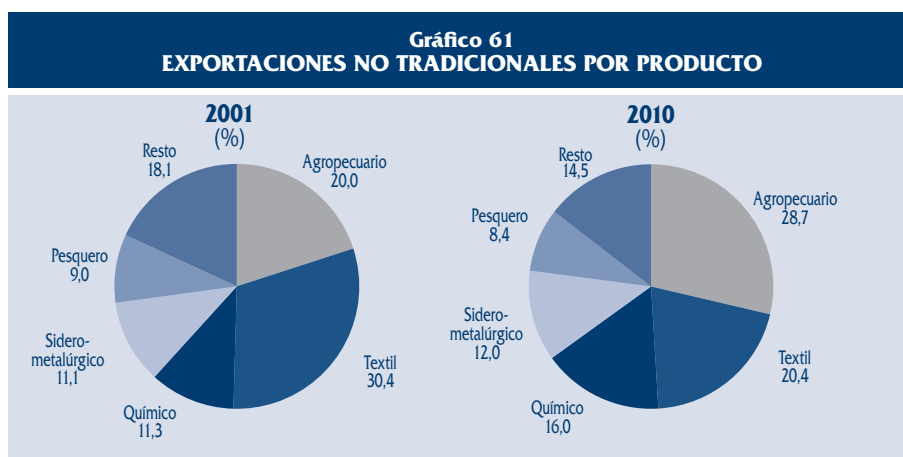
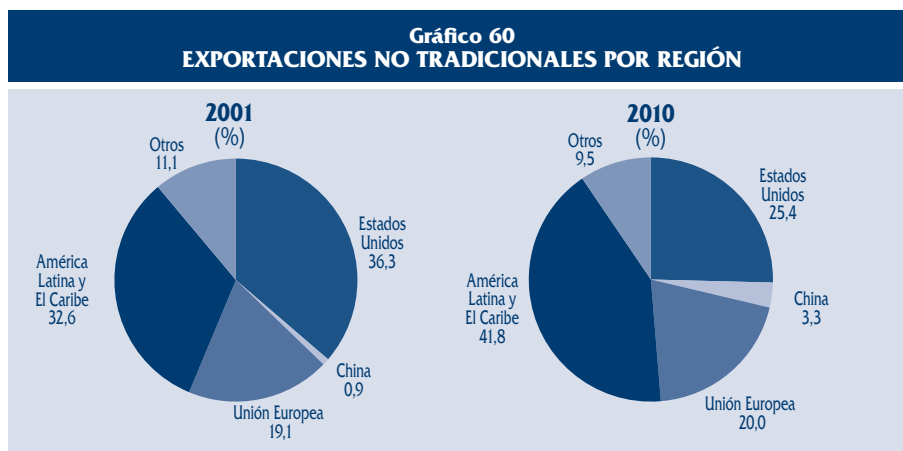
	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-895	-2 315	-1 991	-5 173	-4 915	-6 217	-5 140	-6 135	-4 960
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,2	-1,5	-2,3	-3,0	-2,8	-3,3	-2,6	-3,0	-2,3
1. Balanza comercial	3 143	6 750	3 872	6 751	7 725	6 056	7 350	7 349	8 982
a. Exportaciones	16 088	35 565	21 663	42 924	44 785	45 525	46 964	49 859	51 607
b. Importaciones	-12 946	-28 815	-17 791	-36 173	-37 060	-39 469	-39 614	-42 510	-42 625
2. Servicios	-932	-2 037	-1 036	-2 563	-2 502	-2 624	-2 639	-2 712	-2 773
3. Renta de factores	-4 548	-10 053	-6 385	-12 539	-13 353	-13 097	-13 298	-14 338	-14 683
4. Transferencias corrientes	1 443	3 026	1 558	3 178	3 216	3 447	3 447	3 567	3 515
Del cual: Remesas del exterior	1 197	2 534	1 309	2 731	2 752	3 001	3 001	3 120	3 068
II. CUENTA FINANCIERA	3 101	13 285	5 038	8 473	10 414	7 717	7 640	8 135	7 459
Del cual:									
1. Sector privado (largo y corto plazo)	4 230	13 925	4 923	8 439	9 981	8 103	7 368	8 263	7 590
2. Sector público	-579	-1 022	-84	27	142	-485	710	-167	-48
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	2 206	10 970	3 047	3 300	5 500	1 500	2 500	2 000	2 500
Nota:									
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo									
En millones US\$	3 944	12 053	4 878	11 757	10 754	11 850	10 772	12 471	11 810
En porcentaje del PBI	5,3	7,8	5,7	6,8	6,1	6,2	5,6	6,0	5,6
Saldo de RIN									
En millones US\$	35 341	44 105	47 152	47 405	49 605	48 905	52 105	50 905	54 604
En porcentaje del PBI	25,0	28,6	28,5	27,5	28,3	25,6	26,9	24,5	25,9
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

46. Durante el primer semestre de 2011, la **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 3,9 mil millones, mayor al resultado de US\$ 3,1 mil millones en el mismo periodo de 2010.

47. Las **exportaciones** sumaron US\$ 21,7 mil millones, monto mayor en 34,7 por ciento respecto al primer semestre del año anterior, reflejando el incremento de los volúmenes exportados y mayores precios promedio. Los embarques de productos tradicionales aumentaron 3,9 por ciento por la mayor disponibilidad de harina de pescado -dada la mayor cuota de extracción para este año-, en tanto que el volumen exportado de productos no tradicionales se incrementó 20,0 por ciento, destacando el crecimiento de los envíos de productos agropecuarios (mangos y uvas frescas, páprika, alimento para camarones y bananos orgánicos), pesqueros (conchas de abanico, pescado congelado y colas de langostinos) y químicos (laminados flexibles, ácido carmínico, óxido de zinc y ácido sulfúrico).

Por otra parte, los precios promedio aumentaron 25,0 por ciento respecto al año anterior por mayores precios de los principales *commodities* mineros -cobre, oro y zinc-, el cual estuvo asociado a creciente incertidumbre sobre el crecimiento de la economía mundial, el café -explicado por la mayor demanda y menor oferta de los principales países productores- y de los productos no tradicionales.

En los últimos años se ha observado una creciente diversificación en las exportaciones y América Latina se ha constituido en el principal destino de las exportaciones no tradicionales. Asimismo, los sectores agropecuario y químico han venido ganando mayor importancia.



48. En el semestre, las **importaciones** ascendieron a US\$ 17 791 millones, mayores en 37,4 por ciento a las registradas en el mismo periodo de 2010. Por su parte, el volumen importado aumentó 19,1 por ciento, sobresaliendo los mayores volúmenes importados de bienes de capital, que excluyendo materiales de construcción, crecieron 30,4 por ciento.

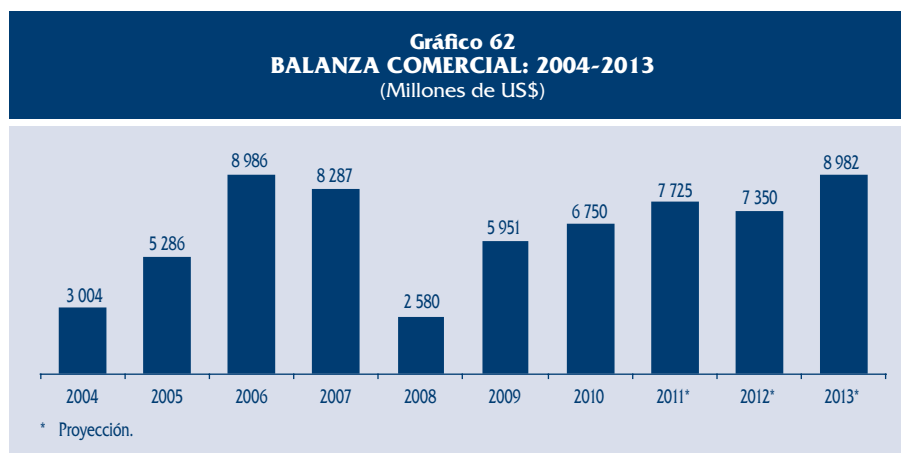
El precio promedio de las importaciones aumentó en 15,2 por ciento, principalmente por mayores precios de insumos alimenticios (45,4 por ciento) y petróleo y derivados (38 por ciento).

49. Se ha revisado al alza la proyección de superávit de la **balanza comercial** de 2011 considerando un crecimiento en los términos de intercambio mayor a lo previsto





en el Reporte anterior. Con ello, el superávit comercial pasaría de US\$ 6,8 mil millones en el Reporte de Inflación de junio a US\$ 7,7 mil millones en el presente Reporte.



En el año 2012 continuaría el superávit de la balanza comercial alcanzando los US\$ 7,4 mil millones y aumentaría a US\$ 9,0 mil millones en el año 2013, debido a la mejora en los términos de intercambio y al mayor volumen de exportaciones, ante la entrada en operación de algunos proyectos de inversión en el sector minero.

Cuadro 18
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2010	2011*		2012*		2013*		
		I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
1. Valor:								
Exportaciones	31,9	34,6	20,7	25,9	6,1	4,9	9,5	9,9
Productos tradicionales	34,2	34,9	20,5	25,6	4,3	2,9	9,1	9,5
Productos no tradicionales	23,5	34,2	21,3	27,4	12,0	11,5	11,2	11,5
Importaciones	37,1	34,7	25,5	28,6	9,1	6,9	7,7	7,6
2. Volumen:								
Exportaciones	1,6	7,5	4,0	7,5	8,3	7,0	9,8	9,8
Productos tradicionales	-2,7	3,9	1,8	5,1	8,2	6,9	9,9	9,9
Productos no tradicionales	15,3	20,0	11,6	15,8	9,0	7,4	9,3	9,3
Importaciones	24,1	19,1	11,6	13,0	8,2	6,2	8,2	8,0
3. Precio:								
Exportaciones	29,9	25,0	16,1	17,2	-2,1	-2,0	-0,3	0,1
Productos tradicionales	37,8	29,8	18,3	19,5	-3,6	-3,8	-0,8	-0,4
Productos no tradicionales	7,1	11,8	8,7	10,0	2,8	3,8	1,7	2,0
Importaciones	10,1	15,2	12,5	12,8	1,2	1,3	-0,5	-0,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Cuadro 19 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)									
	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
EXPORTACIONES	16 088	35 565	21 663	42 924	44 785	45 525	46 964	49 859	51 607
De las cuales:									
Productos tradicionales	12 548	27 669	16 923	33 335	34 750	34 766	35 741	37 921	39 120
Productos no tradicionales	3 413	7 641	4 581	9 271	9 735	10 382	10 850	11 550	12 103
IMPORTACIONES	12 946	28 815	17 791	36 173	37 060	39 469	39 614	42 510	42 625
De las cuales:									
Bienes de consumo	2 375	5 489	2 980	6 473	6 529	7 348	7 115	7 922	7 800
Insumos	6 428	14 023	8 905	18 005	18 786	18 492	18 435	19 407	19 133
Bienes de capital	4 027	9 074	5 730	11 524	11 574	13 426	13 857	14 970	15 477
BALANZA COMERCIAL	3 143	6 750	3 872	6 751	7 725	6 056	7 350	7 349	8 982

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

50. Las **exportaciones** de 2011 se han revisado al alza, con lo cual ascenderían a US\$ 44,8 mil millones. Esta alza provendría principalmente de un efecto precio, por el aumento en las cotizaciones de *commodities*, mayor a lo previsto en el Reporte anterior.

Para 2012 las exportaciones aumentarían a US\$ 47,0 mil millones y llegarían a US\$ 51,6 mil millones en 2013, debido a mayores exportaciones mineras, principalmente cobre y zinc por la entrada en operación de los proyectos Toromocho, Los Chancas, Hilarión y la expansión de Southern.

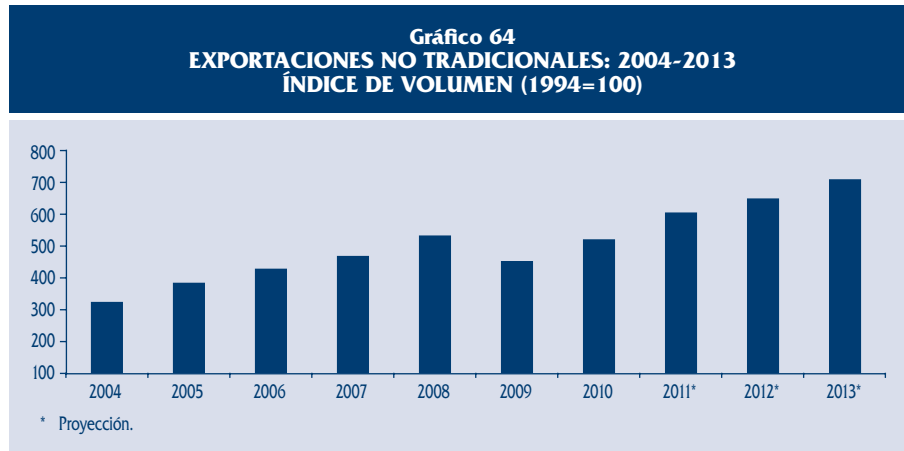


En el horizonte de proyección se espera que el volumen de las exportaciones no tradicionales crezca a una tasa promedio de 11 por ciento, como resultado de la recuperación de la economía mundial y del mayor acceso a mercados internacionales

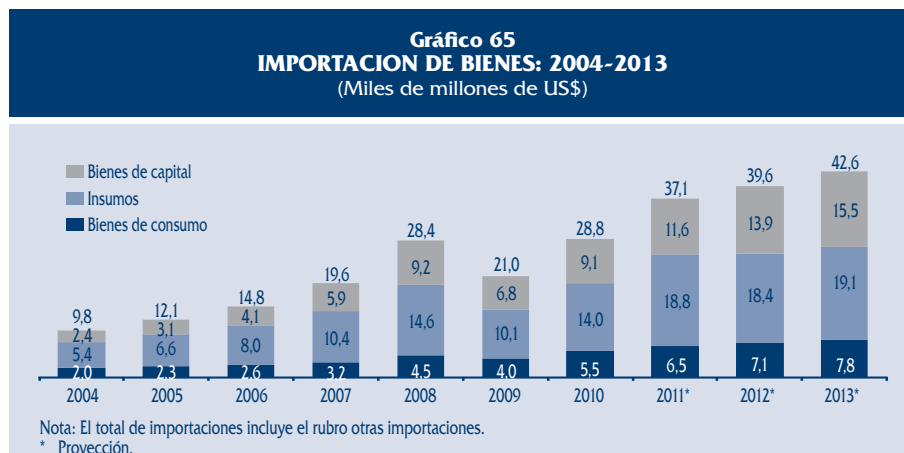




a través de la entrada en vigencia de acuerdos comerciales ya firmados o en proceso actual de negociación. Con ello, el volumen de exportaciones de 2013 sería equivalente a 2,7 veces el registrado en 2003.



51. El valor de las **importaciones** crecería 29 por ciento en 2011, alcanzando los US\$ 37,1 mil millones, mayor a lo esperado en el Reporte de junio. En el horizonte de proyección se prevé un menor crecimiento del volumen de las importaciones respecto a las consideradas en el Reporte anterior, consistentes con las previsiones de un ritmo de crecimiento más moderado en actividad económica.



Cuenta financiera

52. En el segundo trimestre, la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendió a US\$ 1 608 millones, registrándose un incremento de activos en el exterior por un total de US\$ 170 millones y un aumento de pasivos por US\$ 1 778 millones. Los capitales de corto plazo aumentaron en US\$ 1 240 millones principalmente por

la reducción de activos en el exterior de las empresas bancarias acompañado de un aumento de sus pasivos.

En el primer semestre 2011, la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 4 622 millones. En cuanto a los pasivos sobresalieron el flujo de inversión extranjera directa por US\$ 3 578 millones, los desembolsos de préstamos por US\$ 1 269 millones; y la adquisición de títulos emitidos en el mercado local por no residentes (US\$ 85 millones). En cuanto a los activos destacó la reducción de títulos del exterior por parte de inversionistas institucionales (US\$ 202 millones).

Para el período 2011-2013 se contemplan flujos de la cuenta financiera del sector privado menores a los registrados en 2010, producto de menores desembolsos por préstamos a largo plazo al sistema financiero. En este escenario, se prevé 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.

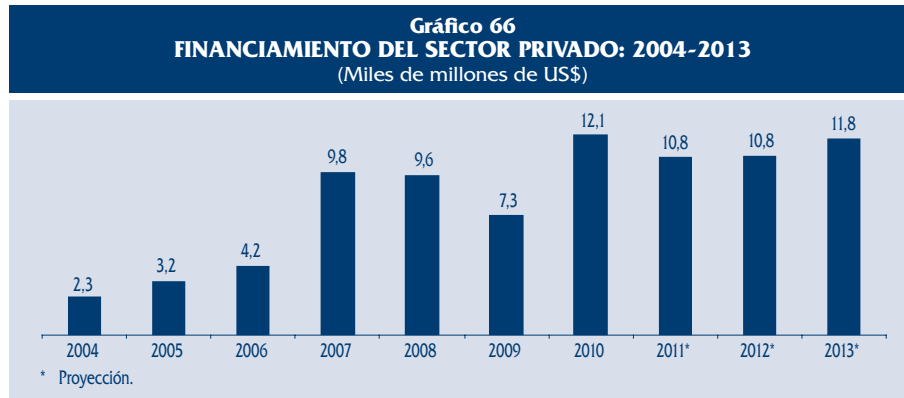
Se registraría un financiamiento externo de largo plazo (inversión extranjera directa neta más desembolsos) por US\$ 10,8 mil millones en 2011 y 2012 y por 11,8 mil millones en 2013, montos ligeramente inferiores a los previstos en el Reporte de junio.

Cuadro 20
FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

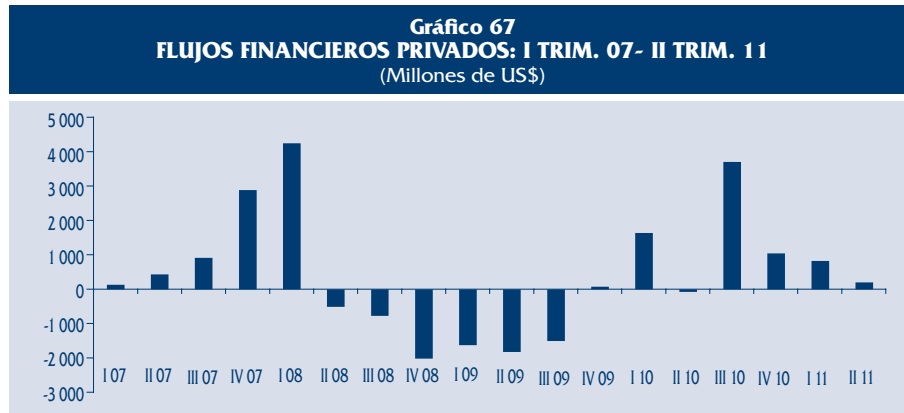
	2010		2011*			2012*		2013*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
1. Activos	400	-1 041	-54	-1 640	-519	-2 064	-2 759	-2 695	-3 594
Inversión directa en el extranjero	-87	-215	31	34	31	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	487	-826	-85	-1 673	-550	-2 064	-2 759	-2 695	-3 594
2. Pasivos	3 710	14 365	4 676	10 408	10 216	10 167	10 127	10 958	11 184
Inversión directa extranjera en el país	3 512	7 328	3 578	8 512	8 578	8 950	8 610	9 512	9 472
Inversión extranjera de cartera en el país	480	3 284	85	48	230	124	362	300	462
Participaciones de capital	3	87	5	30	5	0	0	0	0
Otros pasivos	477	3 198	79	82	225	82	362	82	462
Préstamos de largo plazo	-282	3 752	1 013	1 849	1 408	1 093	1 155	1 146	1 250
Desembolsos	519	4 940	1 269	3 211	2 145	2 900	2 162	2 959	2 338
Amortización	-801	-1 187	-257	-1 362	-737	-1 807	-1 006	-1 813	-1 089
3. Total	4 110	13 324	4 622	8 769	9 697	8 103	7 368	8 263	7 590

*Proyección.





53. Los flujos financieros privados, que incluyen inversión de cartera en la economía y en el exterior así como préstamos netos del exterior a la banca, ascendieron a US\$ 199 millones en el segundo trimestre de 2011. No se observan salidas de capitales tal como ocurrió durante la crisis financiera de 2008 - 2009.



54. Al 31 de agosto de 2011 las **RIN del BCRP** ascendieron a US\$ 48 515 millones, nivel que garantiza la solidez de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 29,4 por ciento del PBI, respalda el 90,9 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 5,3 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo. Estos niveles de cobertura de RIN se ubican entre los más altos de la región.

Cuadro 21 INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES			
	2006	2010	Ago.11
Reservas Internacionales Netas (RIN, en millones de US\$)	17 275	44 105	48 515
RIN/PBI* (en %)	18,7	28,7	29,4
RIN/Deuda de corto plazo* (en # de veces)	2,9	5,2	5,3
RIN/Liquidez total (en %)	80,2	90,6	90,9

* Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

IV. Finanzas Públicas

55. En el **segundo trimestre de 2011** el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un **superávit económico** de 5,5 por ciento del PBI, mayor en 3,4 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2010. Esta evolución es el reflejo, tanto del incremento de los ingresos corrientes del gobierno general en 16,9 por ciento en términos reales, cuanto por la disminución de los gastos no financieros en 2,1 por ciento, en particular de los gastos de capital que se redujeron en 15,9 por ciento, principalmente de los niveles subnacionales. Dada esta evolución el SPNF registró un **superávit económico** de 5,6 por ciento del PBI en el **primer semestre de 2011**, mayor en 3,0 puntos porcentuales respecto al resultado de similar periodo de 2010.

Por niveles de gobierno, el aumento del superávit se produjo principalmente en los gobiernos subnacionales, pasando en el caso de los gobiernos locales de 0,2 en el primer semestre de 2010 a 2,4 por ciento del PBI en similar periodo de 2011 y en el caso de los gobiernos regionales de un resultado nulo el año pasado, a un superávit de 0,6 por ciento. El gobierno nacional mantuvo su superávit de 2,7 por ciento del producto, en tanto que las empresas estatales mejoraron su resultado al pasar de un déficit de 0,4 por ciento en el primer semestre del año pasado a uno nulo para este año.

Cuadro 22
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2010			2011		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
I. GASTO CORRIENTE	5,4	8,6	7,0	5,8	4,3	5,1
Gobierno Nacional	2,6	8,7	5,6	10,5	4,4	7,4
Gobiernos Regionales	6,0	3,7	4,8	-0,2	2,2	1,0
Gobiernos Locales	24,2	16,1	19,8	-11,8	6,9	-1,7
II. GASTO DE CAPITAL	25,6	49,0	39,6	-22,3	-15,9	-18,2
Gobierno Nacional	31,2	85,8	63,3	7,3	3,6	5,0
Gobiernos Regionales	50,9	45,1	47,2	-10,4	-26,4	-20,6
Gobiernos Locales	11,7	17,0	14,8	-59,7	-38,7	-47,1
III. GASTO TOTAL	9,2	18,8	14,2	-0,2	-2,1	-1,2
Gobierno Nacional	5,9	21,2	13,6	10,0	4,2	6,9
Gobiernos Regionales	12,9	13,7	13,4	-2,3	-6,7	-4,6
Gobiernos Locales	17,9	16,6	17,2	-34,7	-17,7	-24,9





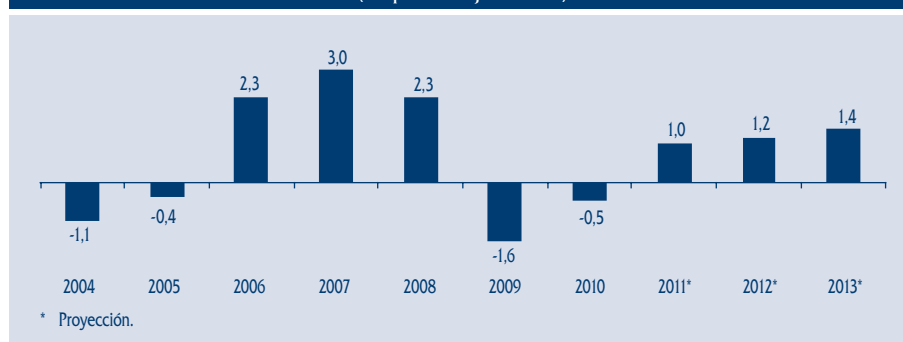
Cuadro 23
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2010			2011		
	I Trim.	II Trim.	I Sem.	I Trim.	II Trim.	I Sem.
I. GASTO CORRIENTE	4,4	6,4	5,5	4,5	3,0	3,7
Gobierno Nacional	1,5	4,4	3,0	5,7	2,1	3,7
Gobiernos Regionales	0,9	0,5	0,7	0,0	0,3	0,1
Gobiernos Locales	2,0	1,5	1,7	-1,1	0,6	-0,2
II. GASTO DE CAPITAL	4,8	12,4	8,8	-4,8	-5,0	-4,9
Gobierno Nacional	2,4	8,4	5,5	0,7	0,6	0,6
Gobiernos Regionales	1,4	2,1	1,8	-0,4	-1,5	-1,0
Gobiernos Locales	1,0	1,8	1,4	-5,1	-4,1	-4,5
III. GASTO TOTAL	9,2	18,8	14,2	-0,2	-2,1	-1,2
Gobierno Nacional	3,9	12,8	8,6	6,3	2,6	4,3
Gobiernos Regionales	2,4	2,7	2,5	-0,4	-1,3	-0,9
Gobiernos Locales	2,9	3,3	3,1	-6,1	-3,4	-4,7

56. Dentro de los gastos no financieros fueron los gobiernos locales y gobiernos regionales los que mostraron una reducción en el primer semestre. En el primer caso, la disminución alcanzó al 24,9 por ciento, en tanto que en el caso de los gobiernos regionales esta reducción fue de 4,6 por ciento. En ambos casos, principalmente fue por un menor gasto de capital, aunque también esta reducción alcanzó al gasto corriente en el primer trimestre del año para ambos niveles de gobierno. Para el segundo semestre se espera un mayor dinamismo del gasto público, especialmente de los gobiernos locales y regionales. Bajo este escenario se proyecta para **2011** un **superávit para el SPNF de 1,0 por ciento del producto**, consistente con la evolución favorable de los ingresos públicos y el desarrollo descrito del gasto. Este resultado representa una mejora respecto al superávit proyectado en el Reporte de junio (0,2 por ciento del PBI) y contribuye a recuperar el espacio fiscal para hacer política fiscal anticíclica.

Para los próximos años se proyecta un superávit fiscal creciente: **1,2 por ciento del PBI en 2012 y 1,4 por ciento del PBI en 2013**, resultados que reflejan un crecimiento de los ingresos del gobierno general en términos del producto y una tendencia decreciente del gasto en términos del PBI hacia el año 2013. Los resultados de esta proyección corresponden a las de un escenario base, sin embargo de materializarse algunos riesgos, vinculados principalmente al escenario internacional que afectarían los precios de nuestros *commodities* y la demanda de nuestras exportaciones, podrían obtenerse menores resultados a los previstos considerando, de un lado, que los ingresos del fisco serían menores y, de otro lado, que el gasto debería dinamizarse para reducir los posibles efectos negativos de un eventual deterioro de la economía mundial.

Gráfico 68
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO
NO FINANCIERO: 2004-2013
 (En porcentaje del PBI)



Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)

	2010		2011 *		2012 *		2013*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	20,7	19,8	21,9	20,3	20,7	20,2	20,9	20,2	20,9
<i>Variación % real</i>	18,9	18,4	16,1	9,4	12,4	5,4	6,0	6,8	6,5
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	16,8	19,2	15,2	18,9	18,6	18,7	18,6	18,4	18,4
<i>Variación % real</i>	14,2	10,7	-1,2	5,5	3,8	4,6	4,9	4,7	5,4
Del cual:									
a. Corriente	12,3	13,2	11,8	13,3	13,0	13,1	12,5	12,8	12,2
<i>Variación % real</i>	7,0	6,9	5,1	8,3	6,1	4,0	1,0	4,0	3,9
b. Formación bruta de capital 3/	4,1	5,5	3,1	5,3	5,2	5,3	5,7	5,3	5,8
<i>Variación % real</i>	39,4	20,8	-17,1	2,3	1,3	6,0	14,0	6,0	9,3
3. Otros	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	3,8	0,7	6,8	1,5	2,2	1,5	2,4	1,9	2,6
5. Intereses	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1
6. Resultado económico	2,6	-0,5	5,6	0,2	1,0	0,4	1,2	0,8	1,4

Nota:

1. Ingresos corrientes del gob. general (Miles de Mill. S/.) 43,7 86,1 52,1 97,1 99,8 105,4 108,6 114,8 117,9
 2. Gastos no financieros del gob. general (Miles de Mill. S/.) 35,5 83,5 36,1 90,8 89,3 97,9 96,3 104,5 103,5

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/ Incluye el pago efectuado por las compensaciones al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

3/ 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

57. En el primer semestre de 2011 los **ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 21,9 por ciento del producto. Dentro de los ingresos tributarios, que





aumentaron en 15,8 por ciento, fueron especialmente importantes los crecimientos mostrados en el impuesto a la renta, tanto en los pagos a cuenta (23 por ciento), como en la regularización correspondiente al ejercicio del año 2010 (33 por ciento). Las empresas del sector minero y del sector financiero son las que exhiben los mayores crecimientos en cuanto a los pagos del impuesto a la renta, en un contexto favorable de altos precios de *commodities*.

De otro lado, el IGV aumentó en el semestre en 13,7 por ciento en términos reales, aún cuando a partir del 1 de marzo la tasa de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento. Fueron también importantes, por el lado de los ingresos no tributarios, los crecimientos registrados en el rubro canon petrolero y regalías petroleras y mineras, que en conjunto aumentaron en 47 por ciento en términos reales favoreciéndose de los elevados precios internacionales del crudo y principales minerales de exportación.



58. **Los ingresos corrientes del gobierno general en el año 2011** (20,7 por ciento del PBI) serían mayores a los proyectados en el Reporte de Inflación de junio (20,3 por ciento del PBI) como consecuencia del crecimiento que se daría principalmente en el impuesto a la renta, en el IGV y en los ingresos no tributarios. La proyección asume una moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos para los últimos meses del año consistente con la evolución prevista de la demanda interna. El aumento de los ingresos durante el año en total se produce a pesar de las reducciones de tasas del IGV, del ITF (de 0,05 por ciento a 0,005 por ciento) y de las tasas del ISC a los combustibles en el mes de junio. Los ingresos no tributarios también aumentaron, debido a los mayores ingresos por canon y regalías petroleras, que subirían en conjunto 42 por ciento. En consecuencia, para 2011, se estima un crecimiento de los ingresos del gobierno general de 12,4 por ciento, porcentaje mayor al considerado en el Reporte de junio (9,4 por ciento).

Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)

	2010		2011 *		2012 *		2013 *		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,9	15,2	16,8	15,4	15,8	15,3	15,7	15,3	15,7
Impuesto a la renta	6,8	5,9	7,8	6,6	7,0	6,6	6,9	6,6	6,8
Impuesto General a las Ventas	8,0	8,2	8,3	8,2	8,3	8,2	8,4	8,2	8,4
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las importaciones	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,3
Devoluciones de impuestos	-1,7	-1,8	-2,0	-1,9	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1
NO TRIBUTARIOS	3,2	3,0	3,4	3,1	3,2	3,1	3,6	3,2	3,6
CONTRIBUCIONES	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	1,6
TOTAL	20,7	19,8	21,9	20,3	20,7	20,2	20,9	20,2	20,9

* Proyección.

Gráfico 70
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2004-2013
(En porcentaje del PBI)



* Proyección.

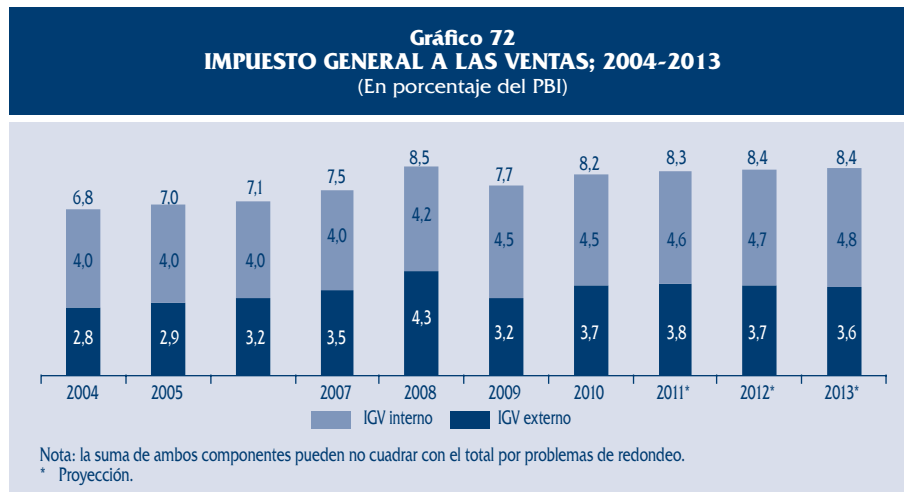
59. El **Impuesto a la Renta** recaudaría 7,0 puntos porcentuales del PBI en 2011, mostrando un importante crecimiento en términos del producto respecto a lo recaudado en 2010 (5,9 por ciento del PBI), como consecuencia del dinamismo de la actividad económica, así como por el mantenimiento en niveles altos de los precios de los minerales de exportación. Cabe indicar que, de acuerdo a la normatividad vigente, en el mes de abril se han modificado los coeficientes que se utilizan para la determinación del pago a cuenta², los mismos que han aumentado en promedio, lo que refuerza el efecto positivo de los mayores precios de nuestros minerales.

2 Las cuotas mensuales que abonan con carácter de pago a cuenta los contribuyentes que tienen renta de tercera categoría se determinan sobre la base de aplicar un coeficiente a los ingresos netos obtenidos en el mes. El coeficiente, en este caso, resulta de dividir el impuesto del ejercicio 2010 entre el total de los ingresos netos del mismo ejercicio.





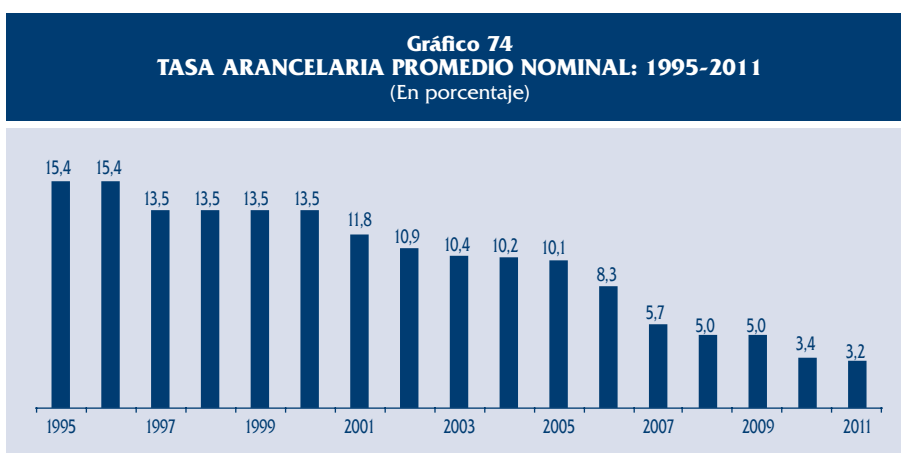
60. El **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, aumentaría ligeramente en 2011 en términos del producto a pesar de la reducción de la tasa en un punto porcentual. Ello se produce en un contexto en que la actividad económica continúa creciendo y en que se han dado un conjunto de medidas administrativas para atenuar el impacto de la reducción de la tasa de este impuesto. Estas medidas están asociadas a la ampliación del sistema de deducciones a los contratos de construcción, oro, páprika, espárragos y minerales metálicos no auríferos.



61. El **impuesto a las importaciones** cerraría el 2011 en 0,3 por ciento del producto. La reducción de los aranceles a fines del año pasado³ y en abril de este año⁴ influyeron en la recaudación de este impuesto. El arancel nominal promedio se ha reducido paulatinamente hasta ubicarse en 3,2 por ciento.

3 D.S. 279-2010-EF del 31 de diciembre de 2010.

4 D.S. 055-2011-EF del 10 de abril de 2011.



62. Para el año **2012** se estima un crecimiento en los ingresos corrientes del gobierno general de 6,0 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 20,9 por ciento, ligeramente mayor al del año 2011 (20,7 por ciento). Este crecimiento se produciría aún cuando el efecto de las medidas tributarias que se dieron en el primer semestre de este año impactarían plenamente en la recaudación del año 2012, en contraste con lo observado en 2011. Adicionalmente, se proyectan mayores ingresos que provendrían de los pagos que efectuarían las empresas del sector minero por el nuevo gravamen. En **2013** se mantendría la participación de los ingresos corrientes sobre el producto en 20,9 por ciento.

Evolución del gasto público

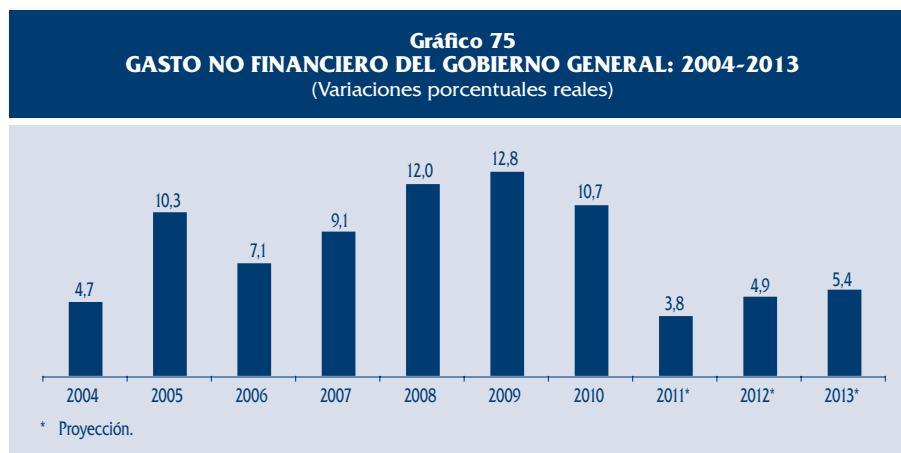
63. En el **primer semestre de 2011** el gasto no financiero del gobierno general representó el 15,2 por ciento del producto, lo que supuso una caída de 1,2 por ciento. La variación en los gastos no financieros se descompone en un crecimiento de 5,1 por ciento para los gastos corrientes y una disminución de 17,1 por ciento para la formación bruta de capital del periodo. En lo que corresponde a este último rubro,





los gobiernos subnacionales disminuyeron sus inversiones: los gobiernos locales lo hicieron en 47 por ciento, en tanto que los gobiernos regionales lo hicieron en 22 por ciento. Por su parte, el gobierno nacional registró una variación positiva de 12 por ciento.

64. Otro factor que influyó en el gasto del primer semestre fue la aprobación del Decreto de Urgencia 012-2011 (31 de marzo de 2011) que se promulgó con el objetivo de asegurar el cumplimiento de la regla fiscal dispuesta para este año en la Ley de Equilibrio Financiero que establecía la generación durante el primer semestre de este año de un superávit de 2 por ciento del PBI anual (alrededor del 4 por ciento del PBI del primer semestre). La norma, que fue derogada el 12 de junio, estableció, entre otras medidas, la suspensión de demandas adicionales de gasto a través de créditos suplementarios con la fuente recursos ordinarios, límite de 40 por ciento para el uso de la reserva de contingencia, límites para el crecimiento del rubro bienes y servicios, así como de los gastos de capital, así como transferencias de recursos sólo para proyectos en etapa de ejecución.

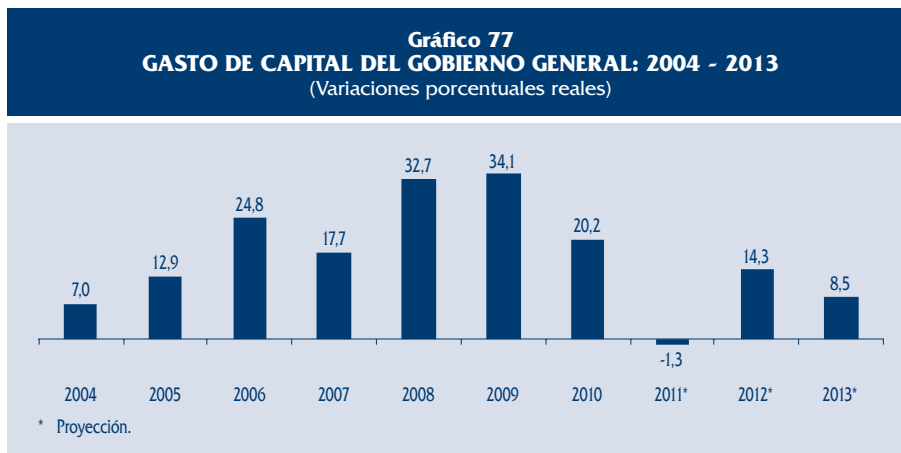


65. Para el año **2011** se estima alcanzar el nivel nominal de gasto planteado en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) revisado del Ministerio de Economía y Finanzas. Ello supone un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 3,8 por ciento para el año. Por grupo de gasto, el corriente aumentaría 6,1 por ciento y el de formación bruta de capital lo haría en 1,3 por ciento (el gasto de capital total disminuiría en 1,3 por ciento). En este escenario se espera que en los meses finales del año se dinamice el gasto de los gobiernos subnacionales, especialmente en lo que se refiere a gastos de capital. Cabe precisar que en lo que va del año 2011 se han pagado S/. 1 869 millones por el FEPC (S/. 600 millones en marzo, S/. 664 millones en mayo y S/. 605 millones en julio), obligaciones que se han atendido con transferencias del Tesoro Público.

66. El Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) se fortaleció con un aporte extraordinario del Tesoro Público de S/. 2 000 millones, así como la transferencia del 50 por ciento de los saldos de balance del año fiscal 2010 de la fuente de financiamiento Recursos Directamente Recaudados de los pliegos adscritos al poder ejecutivo y los recursos de los fondos públicos que se agotaron como consecuencia de la racionalización dispuesta por la Ley de Equilibrio Financiero del 2011. Con estos aportes, más lo correspondiente a la transferencia por recursos ordinarios que se realiza usualmente el saldo del FEF ascendió a fines de junio a US\$ 5 625 millones.
67. Cabe indicar que el Ministerio de Economía y Finanzas ha presentado al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2012. El total de usos de recursos de este proyecto asciende a S/. 95 535 millones, monto que representa un incremento nominal de 8 por ciento respecto al presupuesto inicial del año 2011. El gasto no financiero del Proyecto de Presupuesto asciende a S/. 86 042 millones, monto superior en 8,8 por ciento al contemplado en el presupuesto inicial de 2011. Asimismo, cabe mencionar que el Proyecto de Presupuesto difiere de las cuentas fiscales principalmente por diferencias metodológicas en la cobertura institucional. Así el Presupuesto no incluye las operaciones de Essalud, y beneficencias públicas, entre otros.
68. En los años **2012** y **2013** el gasto público no financiero correspondería siempre a los niveles proyectados en el MMM, lo que implica un crecimiento de 4,9 por ciento en 2012 y uno de 5,4 por ciento en 2013. En 2012 se proyecta destinar menores recursos para el FEPC lo que permitiría liberar recursos para otros fines.

Las proyecciones de gasto público son consistentes con las reglas fiscales anuales sobre déficit y crecimiento del gasto contenidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF), las mismas que han quedado plenamente restablecidas a partir de 2011 después de las excepciones en los años 2009 y 2010.

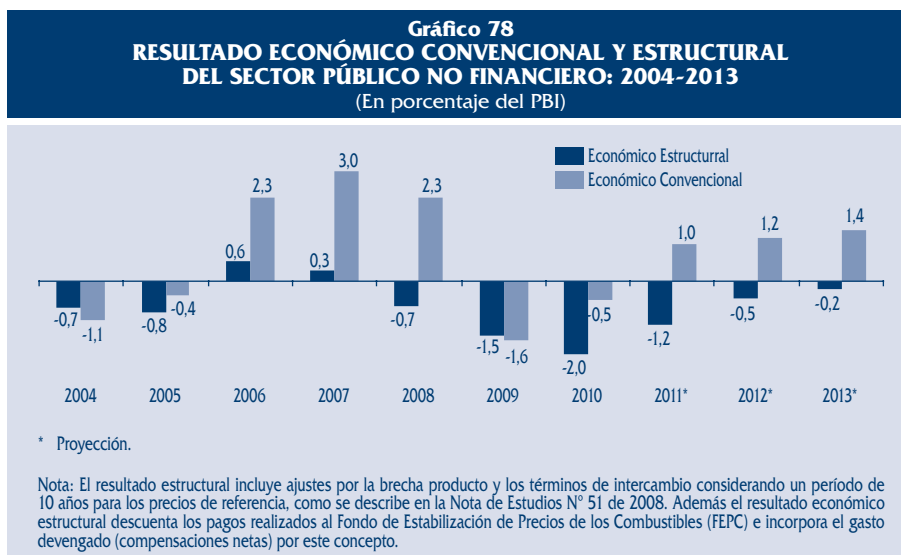


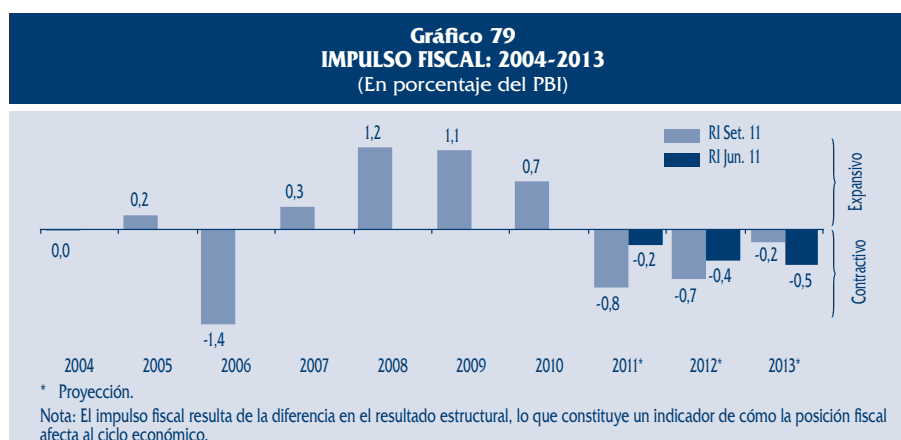


Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

69. El **resultado económico estructural** es un indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal deduciendo del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación. Este indicador sería negativo en 1,2 por ciento del PBI en 2011. Para los siguientes años, 2012 y 2013, se proyecta una mejora en este resultado que lo llevaría a un déficit de 0,5 por ciento del PBI y 0,2 por ciento del PBI, respectivamente.

El **impulso fiscal**, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería de -0,8 por ciento del PBI en 2011, lo que indica que la posición fiscal se mostraría contractiva. En 2012 y 2013 la política fiscal convergería hacia una posición más neutral.





Requerimiento financiero

70. En los años siguientes el **requerimiento de financiamiento del sector público** sería negativo lo que resulta consistente con la generación de resultados positivos del fisco en los siguientes años. Para 2011 este requerimiento negativo sería de US\$ 326 millones, en tanto que para 2012 y 2013 se esperan montos por US\$ 652 millones y US\$ 1 480 millones, respectivamente.

Cuadro 26
ESCENARIO DE REQUERIMIENTO FINANCIERO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y SU FINANCIAMIENTO 1/
(Millones de US\$)

	2010		2011 *			2012 *		2013 *	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
I. Usos	-1 093	2 310	-4 205	1 014	-326	1 086	-652	-308	-1 480
1. Amortización	803	1 496	622	1 422	1 352	1 742	1 673	1 382	1 567
a. Externa	465	952	432	880	815	1 182	1 170	956	946
b. Interna	338	543	189	543	538	560	503	426	620
Del cual: Bonos de Reconocimiento	94	263	93	234	217	292	255	170	210
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 897	814	-4 827	-408	-1 678	-656	-2 325	-1 690	-3 047
II. Fuentes	-1 093	2 310	-4 205	1 014	-326	1 086	-652	-308	-1 480
1. Externas	469	1 532	449	1 168	1 153	747	1 323	860	1 130
2. Bonos 2/	2 392	835	43	404	647	0	1 488	0	577
3. Internas 3/	-3 955	-56	-4 697	-558	-2 125	339	-3 463	-1 168	-3 187
Nota:									
Saldo de deuda pública bruta									
En miles de millones de US\$	33,6	36,2	35,9	37,2	37,5	36,9	39,2	36,6	39,3
En porcentaje del PBI	23,7	23,5	21,8	21,5	21,4	19,3	20,2	17,6	18,6
Saldo de deuda neta 4/									
En miles de millones de US\$	15,7	17,9	12,9	17,7	16,5	17,1	14,1	15,2	10,4
En porcentaje del PBI	11,1	11,7	7,8	10,2	9,4	9,0	7,3	7,3	4,9

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.



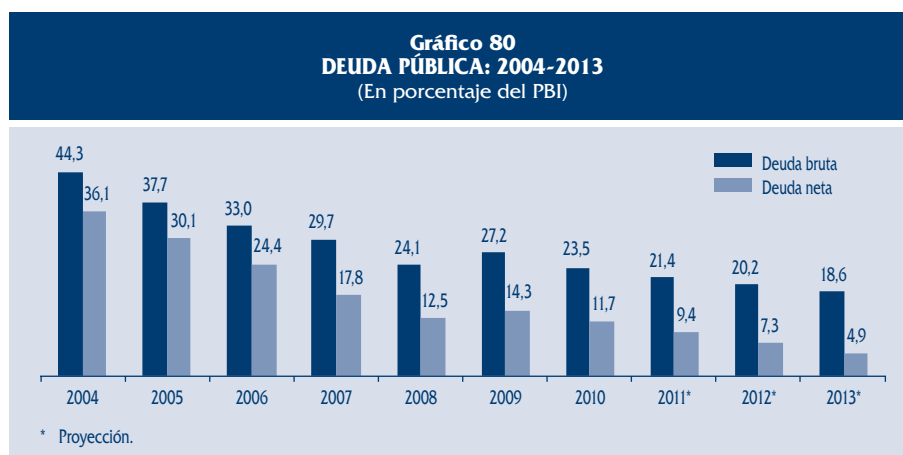


En lo que va del año 2011 se realizaron dos subastas de bonos soberanos por un monto total de S/. 525 millones. La primera se realizó en marzo de este año, por S/. 100 millones, la emisión correspondió a una reapertura del bono 2015 y se colocó a una tasa de 5,5 por ciento. La demanda por el bono alcanzó los S/. 316 millones. La segunda emisión realizada en agosto fue por un total de S/. 425 millones, en este caso se logró insertar un nuevo punto en la curva de bonos soberanos al emitir bonos con vencimiento al 2013 por S/. 125 millones. Este título de deuda alcanzó una demanda de S/. 659 millones y se colocó a una tasa de 4,4 por ciento. Asimismo, se realizó una reapertura del bono 2042 colocándose S/. 300 millones en el mercado a una tasa de 6,5 por ciento, la demanda por este papel fue de S/. 629 millones. Cabe resaltar la confianza de los inversionistas por los títulos soberanos en una coyuntura de alto riesgo a nivel internacional.

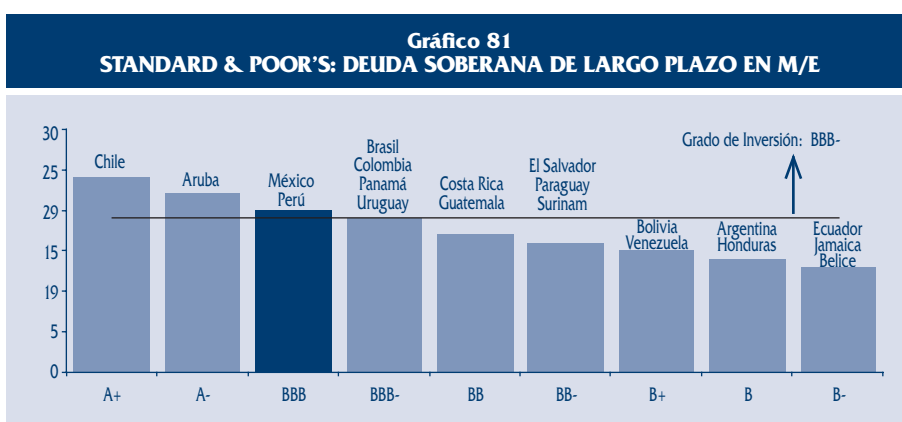
Respecto al indicador que mide el riesgo de deuda peruana se observa que la vida promedio del portafolio de deuda pública alcanza a junio de 2011 los 13 años. La deuda interna muestra una mayor extensión en el plazo de maduración y al primer semestre se sitúa en los 15 años mientras que la deuda externa lo hace en 12 años.

El manejo de deuda en los últimos años ha determinado que se priorice por un endeudamiento interno con lo que se ha logrado reducir desde un 79 por ciento de deuda externa en 2000 a un 56 por ciento al segundo trimestre de 2011 respecto al total adeudado y en compensación se ha incrementado el nivel de deuda interna de un 21 por ciento en el año 2000 al 44 por ciento a junio de 2011.

Respecto a la deuda bruta y neta se proyecta una significativa reducción hacia el año 2013. Este comportamiento obedecería tanto a una mejora en las cuentas fiscales, que permitirá un incremento en su nivel de activos, como al incremento esperado en la actividad económica. La deuda bruta pasaría de 23,5 por ciento del PBI en 2010 a 18,6 por ciento en 2013 y la deuda neta alcanzaría el 4,9 por ciento en ese mismo año.



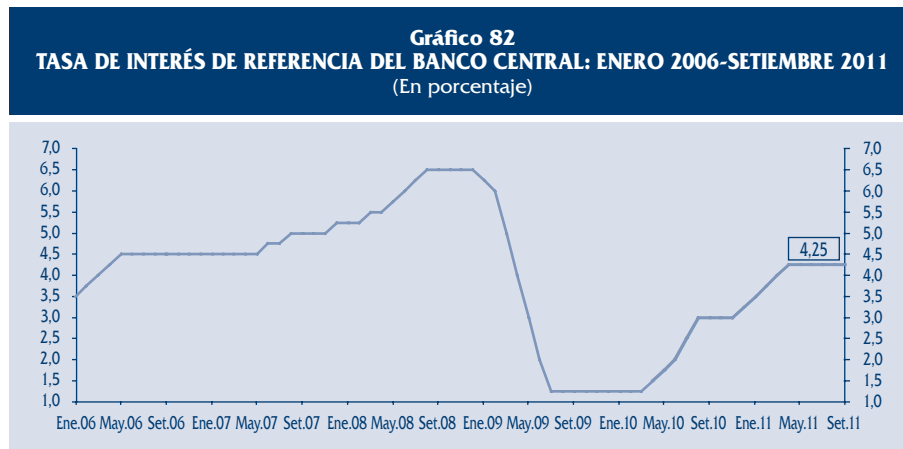
71. Cabe indicar que la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's elevó a fines del mes agosto la calificación para la deuda soberana de Perú en moneda extranjera a largo plazo pasando de "BBB-" a "BBB" con lo que alcanza el nivel que tienen países como México. De acuerdo a la agencia, esta mejora refleja la expectativa de que la continuidad de la política fiscal y monetaria brindará soporte a una mayor flexibilidad de la política económica y del crecimiento. Adicionalmente, Moody's ha señalado la posibilidad de hacer lo mismo antes de fin de año.





V. Política Monetaria

72. Desde junio el Directorio del Banco Central ha venido manteniendo la tasa de interés de referencia en 4,25 por ciento, luego de elevarla en 25 puntos básicos cada mes durante los primeros 5 meses del presente año. La pausa continuada en el ajuste monetario tiene un carácter preventivo frente a un escenario de menor crecimiento de la economía mundial y al agravamiento de los problemas de deuda de Europa registrados en los últimos meses.
73. La evolución reciente de la economía mundial muestra que subsisten riesgos en su recuperación, por lo que el BCRP seguirá monitoreando continuamente sus implicancias en la evolución de la inflación, expectativas de inflación y la actividad económica y se mantiene atento para actuar de manera oportuna.



MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA: Junio – Setiembre de 2011

Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta medida toma en cuenta la moderación del incremento de precios al consumidor y de algunos indicadores de actividad. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Julio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta pausa en el alza de la tasa de referencia toma en cuenta la moderación de la inflación y de algunos indicadores de actividad, así como la mayor incertidumbre sobre la economía mundial. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

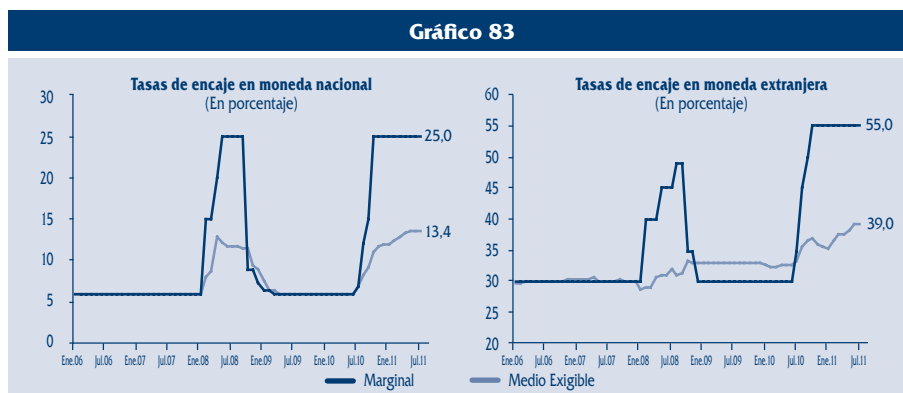
Agosto: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la desaceleración que se viene registrando en la actividad económica mundial. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Setiembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta la desaceleración que se viene registrando en la actividad económica y la acentuación de los riesgos financieros internacionales. De continuar estas tendencias, el Banco Central modificará su posición de política monetaria.

74. Desde mayo de 2011, no se han modificado las tasas de encaje, aunque éstas se encuentran en niveles por encima de los que se alcanzaron en el periodo previo a la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008. Los niveles de liquidez acumulados con los mayores requerimientos de encaje tanto en moneda nacional como en moneda extranjera permiten que ante una contingencia adicional, asociada por ejemplo a una súbita reversión de flujos de capitales, estos requerimientos de encaje podrían reducirse para proveer de liquidez al sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y de esta manera evitar afectar la oferta de créditos a la economía.

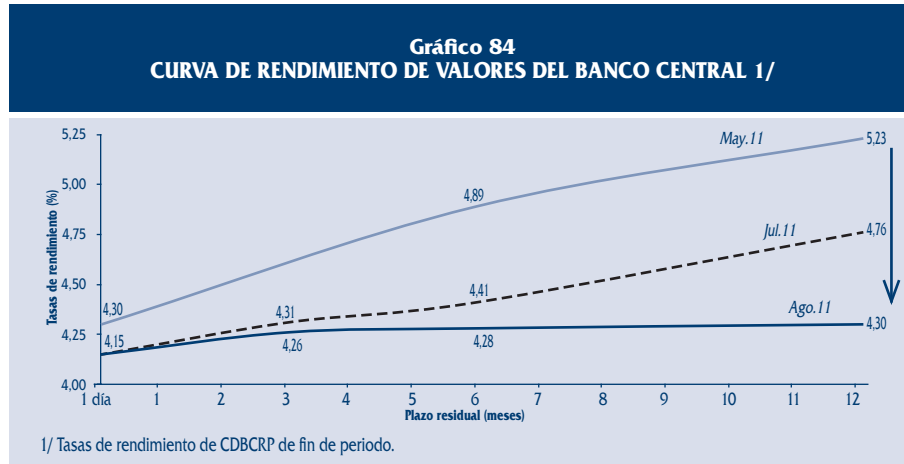


75. Las tasas de interés de corto plazo en moneda nacional muestran una tendencia decreciente en el último trimestre, tanto del sistema bancario como del mercado





de capitales, luego de la pausa en el retiro del estímulo monetario realizada por el Banco Central en junio lo que estaría reflejando menores expectativas de alzas futuras en las tasas de interés.



La reducción en las expectativas de ajuste de tasas de interés futuras, observada desde mayo, se hizo más marcada en agosto con el aplanamiento de la curva de rendimiento de los títulos del Banco Central. Ello también se reflejó en las tasas de mayor plazo, como por ejemplo la tasa a 2 años de la emisión primaria del bono soberano (BTP 2013) realizada el 23 de agosto que alcanzó una tasa de rendimiento de 4,42 por ciento, apenas 12 pbs. por encima de la tasa de CDBCRP a 1 año. Estas tasas estarían indicando que el mercado espera que la tasa de interés de referencia se mantenga relativamente estable en los próximos 2 años.

Cuadro 27
ENCUESTA BLOOMBERG PARA LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA ANTES DEL ANUNCIO DEL BANCO CENTRAL

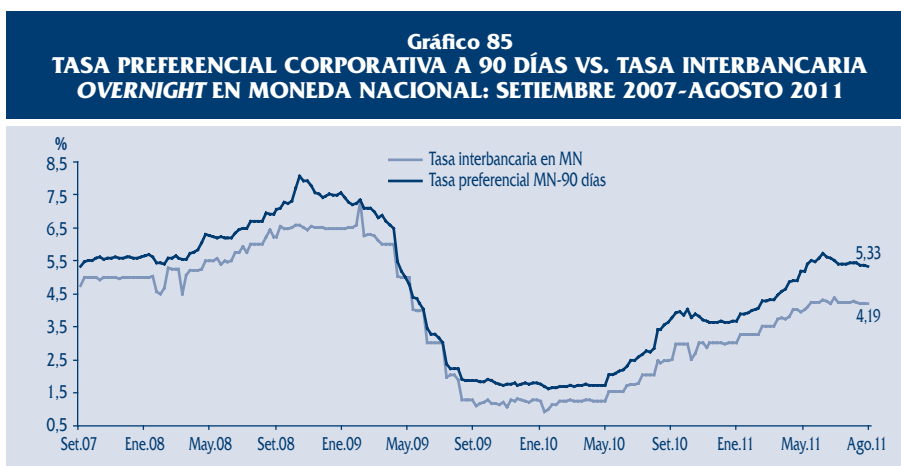
Fecha del anuncio	Tasa de referencia antes del anuncio	Tasa esperada por el mercado			
		Media	Mediana	Mayor	Menor
06-Ene-11	3,00%	3,04%	3,00%	3,25%	3,00%
10-Feb-11	3,25%	3,46%	3,50%	3,50%	3,25%
10-Mar-11	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
07-Abr-11	3,75%	4,05%	4,00%	4,25%	4,00%
12-May-11	4,00%	4,25%	4,25%	4,50%	4,00%
09-Jun-11	4,25%	4,43%	4,50%	4,50%	4,25%
07-Jul-11	4,25%	4,26%	4,25%	4,50%	4,25%
11-Ago-11	4,25%	4,26%	4,25%	4,50%	4,25%
08-Set-11	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%

Fuente: Bloomberg.

La menor expectativa del mercado para la tasa de referencia se viene reflejando en la encuesta que *Bloomberg* realiza a los principales analistas económicos antes del anuncio de la tasa de referencia por el Banco Central. Dicha encuesta muestra desde

febrero una expectativa de ajuste cada vez menor de su política monetaria junto a una menor dispersión de las tasas esperadas. En la reunión de política realizada en setiembre hubo consenso entre los encuestados de que el Banco Central mantendría su tasa de política sin variación en 4,25 por ciento.

76. La tasa activa preferencial del sistema bancario a 90 días se redujo desde un pico de 5,75 por ciento a comienzos de junio hasta 5,33 por ciento en agosto como consecuencia de la pausa en el aumento de la tasa de referencia y el aplanamiento de la curva de rendimientos mencionado previamente. Por su parte, las tasas preferenciales en moneda extranjera aumentaron de 2,29 a 2,55 por ciento entre julio y agosto.



77. Por tipo de colocaciones, en el trimestre las tasas de interés en moneda nacional de créditos para empresas y consumo tuvieron un comportamiento a la baja. Así, se redujeron las tasas de interés para grandes empresas de 8,1 a 7,9 por ciento, para empresas corporativas de 6,4 a 6,3 por ciento y para pequeñas empresas de





23,6 a 23,3 por ciento. Asimismo, en el mismo periodo, se redujeron las tasas de los créditos de consumo de 39,9 a 37,4 por ciento. Las tasas de los créditos para microempresas aumentaron de 31,9 por ciento en junio a 33,5 por ciento en agosto, para medianas empresas de 10,9 a 11,2 por ciento. Las tasas de créditos hipotecarios se ubicaron en agosto en 9,7 por ciento, al mismo nivel de junio, luego de incrementarse ligeramente en julio a 9,8 por ciento.

Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

	Moneda nacional ^{2/}						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic-10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Mar-11	5,4	7,5	11,1	24,6	32,5	38,4	9,4
Jun-11	6,4	8,1	10,9	23,6	31,9	39,9	9,7
Jul-11	6,4	8,0	11,0	23,3	33,8	40,1	9,8
Ago-11	6,3	7,9	11,2	23,3	33,5	37,4	9,7

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. La información de tasas de interés de créditos corporativos, grandes, medianas y pequeñas empresas se reportan desde setiembre de 2010.

Fuente: SBS.

78. Las tasas de interés en moneda extranjera de créditos para grandes, medianas y microempresas se incrementaron entre junio y agosto de 2011, siendo las de microempresas las de mayor incremento (pasaron de 16,3 a 19,4 por ciento en el periodo), mientras que las tasas de crédito para las pequeñas empresas se redujeron en 0,4 puntos porcentuales. De otro lado, las tasas de los créditos de consumo aumentaron de 21,3 a 22,0 por ciento.

Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

	Moneda extranjera ^{2/}						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic-10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Mar-11	3,6	5,6	9,3	16,3	16,7	20,9	8,3
Jun-11	3,6	5,3	9,3	15,6	16,3	21,3	8,5
Jul-11	3,2	5,6	9,0	15,3	18,2	21,7	8,4
Ago-11	3,2	5,5	9,4	15,2	19,4	22,0	8,4

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. La información de tasas de interés de créditos corporativos, grandes, medianas y pequeñas empresas se reportan desde setiembre de 2010.

Fuente: SBS.

79. Las tasas de interés pasivas en moneda nacional para depósitos hasta 30 días se redujeron entre junio y agosto de 4,3 a 4,1 por ciento en moneda nacional y aumentaron de 0,5 a 0,7 por ciento en moneda extranjera.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs) (Ago.11-Jun.11)	
	Jun.11	Ago.11	Jun.11	Ago.11	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	4,3	4,1	0,5	0,7	-20	20
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,6	4,2	1,1	1,0	60	-10
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,3	4,6	1,7	1,6	30	-10
4. Activa preferencial corporativa	5,6	5,4	2,3	2,4	-20	10
5. TAMN / TAMEX	18,6	18,7	7,8	7,9	10	10

80. La menor expectativa de ajuste de la tasa de referencia se refleja en el aplanamiento de la estructura de plazos de la tasa de interés (menores primas por plazo respecto a la tasa de referencia), indicando que el mercado espera una posición más flexible de la política monetaria. Se observa un aumento de los montos negociados de los bonos soberanos con una mayor participación de inversionistas no residentes. Al respecto, la fuerte demanda de inversionistas no residentes ha llevado a que la tasa en el mercado secundario del bono 2013 disminuya hasta un valor por debajo de la tasa de referencia (se negoció a 4 por ciento a fines de agosto y a 3,90 por ciento el 9 de setiembre).

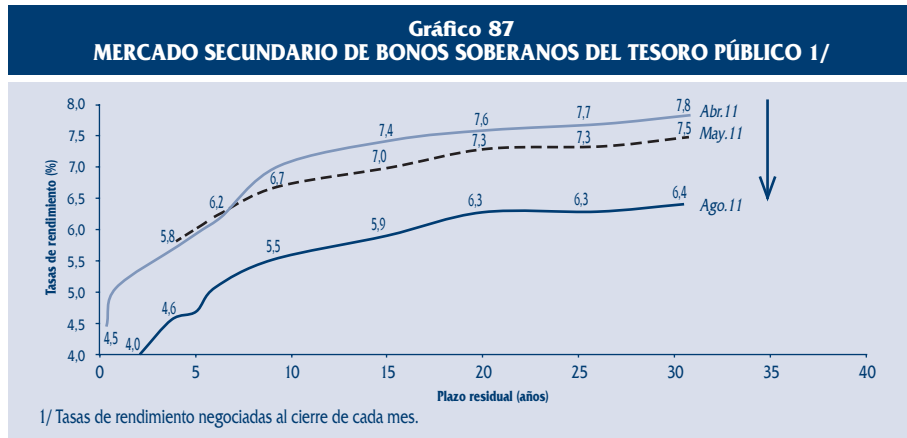
Cuadro 31
BONOS SOBERANOS (BTP): PRIMA POR PLAZO, MONTOS NEGOCIADOS Y TENENCIAS DE NO RESIDENTES¹
(Montos en millones, tasas en porcentajes)

Mes	Tasa Referencia	Prima por plazo (spread) respecto a tasa referencia			Montos negociados de BTP 2/	Tenencias de BTP No residentes
		BTP 2015	BTP 2020	BTP 2037		
Dic.10	3,00	1,5	2,9	3,7	1 736	10 663
Ene.11	3,25	1,4	2,6	3,4	2 847	10 944
Feb.11	3,50	1,3	2,8	3,4	1 193	10 809
Mar.11	3,75	1,9	3,0	3,5	1 419	10 690
Abr.11	4,00	1,7	3,0	3,7	1 616	10 694
May.11	4,25	1,6	2,4	3,1	2 160	10 521
Jun.11	4,25	1,2	2,1	3,0	3 401	10 642
Jul.11	4,25	1,1	1,9	2,6	2 048	11 058
Ago.11	4,25	0,3	1,3	2,1	4 332	11 476
12 Set.11	4,25	0,1	1,2	1,9	n.d.	11 600

1/ Las cifras corresponden a fin de periodo. El 30 de agosto de 2011, S&P elevó la calificación de riesgo de la deuda peruana en moneda extranjera a BBB.

2/ Total del mes. Incluye bonos VAC y la transferencia de las emisiones primarias de los creadores de mercado en el mercado secundario.





Operaciones monetarias

81. Entre junio y agosto de 2011, el Banco Central realizó colocaciones netas de sus instrumentos de esterilización por S/. 3 908 millones. Este monto estuvo compuesto principalmente por la colocación neta de CDBCRP (S/. 3 730 millones) y de Depósitos a Plazo (S/. 2 753 millones), compensado por vencimientos netos de CDR BCRP por S/. 2 075 millones y de CDV BCRP por S/. 500 millones. Asimismo, en el mismo periodo, los depósitos netos del sector público en el Banco Central en moneda nacional se incrementaron en S/. 383 millones.

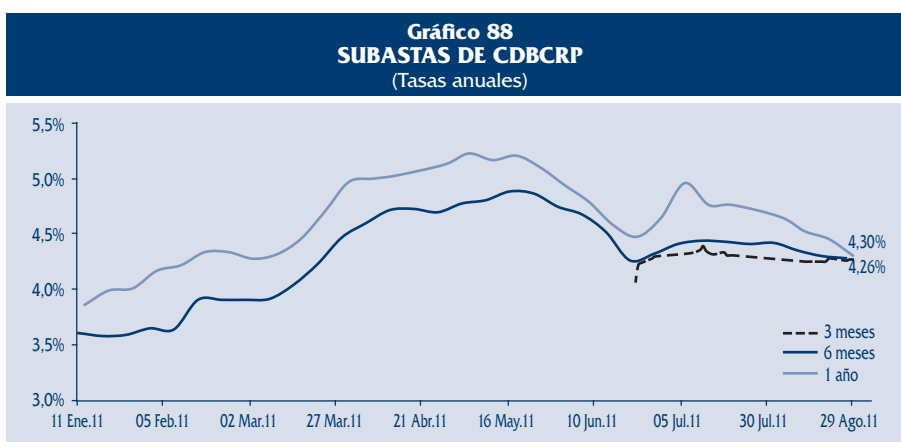
Cuadro 32
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	30-Jun-11	31-Ago-11
I. Reservas Internacionales Netas	100% (US\$ 47 152 mills.)	100% (US\$ 48 515 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	37,7%	37,1%
En moneda nacional	22,8%	22,7%
En moneda extranjera	14,9%	14,4%
III. Depósitos totales por encaje	28,0%	24,7%
En moneda nacional	7,1%	6,2%
En moneda extranjera 1/	21,0%	18,5%
IV. Instrumentos del BCRP	12,9%	15,6%
CD BCRP	1,9%	4,7%
CDV BCRP	6,8%	6,3%
CDR BCRP	1,6%	0,0%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%
Depósito a Plazo	2,6%	4,6%
V. Circulante	18,1%	18,7%
VI. Otros	3,3%	3,9%

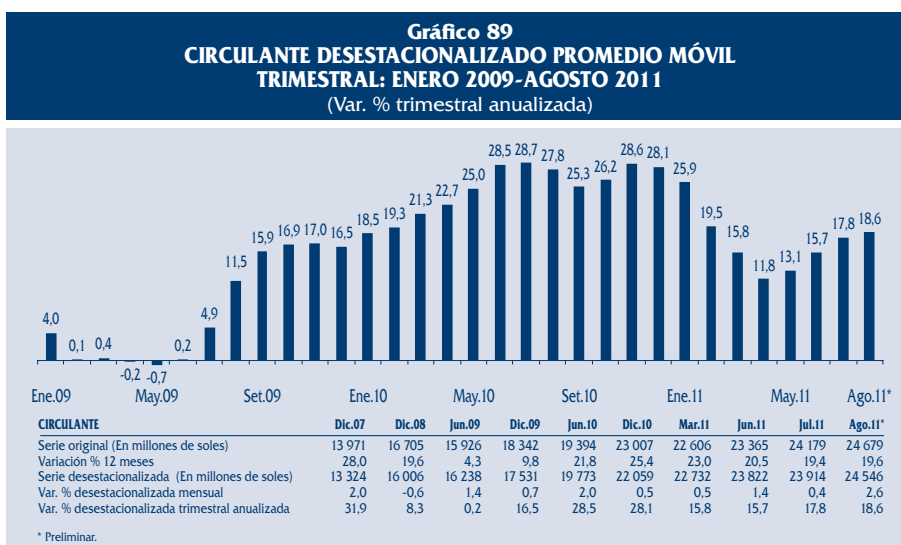
1/ Incluye depósitos *overnight* de las empresas bancarias en el Banco Central.

De esta manera, los depósitos del sector público pasaron de representar el 37,7 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en junio a 37,1 por ciento en agosto; los instrumentos del Banco Central aumentaron de 12,9 a 15,6 por ciento en el mismo periodo; y los depósitos de encaje pasaron del 28,0 al 24,7 por ciento.

82. El Banco Central prosiguió con la colocación periódica de CD BCRP a plazos de 6 meses y un año, con montos fijos por subasta de S/. 50 y S/. 30 millones, respectivamente, así como con la colocación de CD BCRP a tres meses; alcanzando en agosto un saldo de S/. 6 230 millones. Con ello el saldo total de Certificados de Depósitos, incluyendo CDV BCRP, fue de S/. 14 540 millones.



83. El circulante promedio desestacionalizado habría tenido en agosto un crecimiento mensual de 2,6 por ciento versus 0,4 por ciento en julio; y de 19,6 por ciento en los últimos 12 meses cifra mayor que el mes anterior. En términos del promedio móvil trimestral el circulante continúa aumentando en agosto.



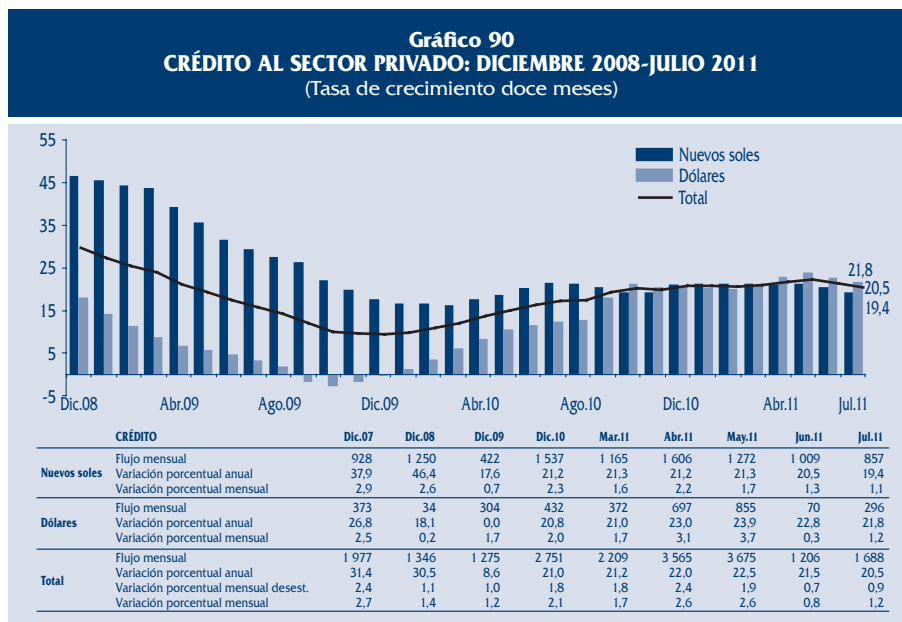
Crédito

84. El crédito al sector privado desestacionalizado creció 0,9 por ciento en julio, tasa ligeramente mayor al crecimiento de junio de 0,7 por ciento; y en los últimos 12

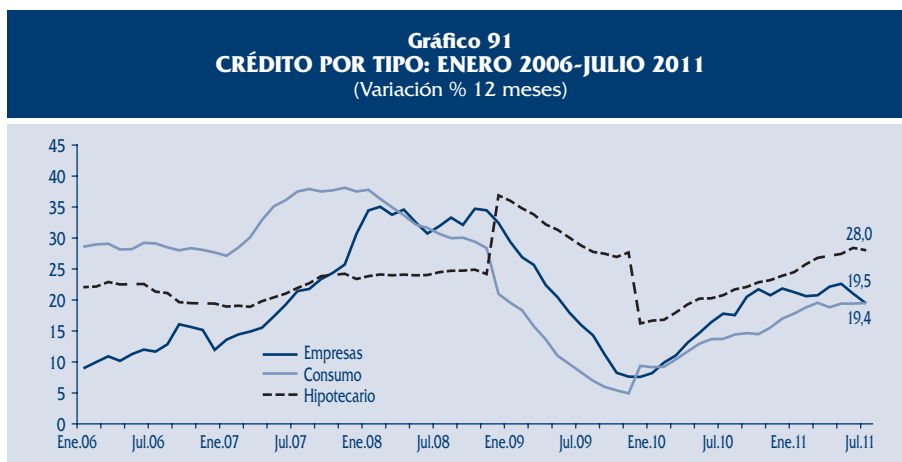




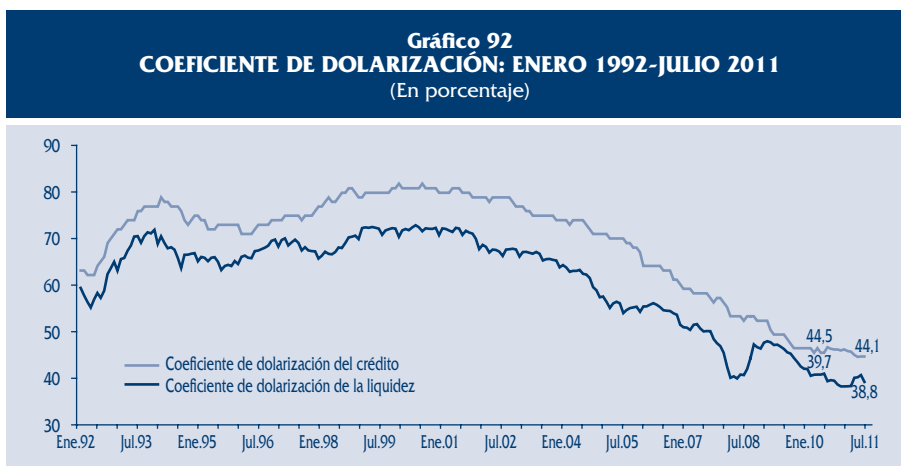
meses registró un aumento de 20,5 por ciento versus 22,0 por ciento en abril. El menor dinamismo del crédito se explica principalmente por una moderación de los créditos orientados a operaciones de comercio exterior, cuya tasa de crecimiento anual se redujo entre abril y julio de 2011 de 58,4 a 31,8 por ciento respectivamente. Si hacemos el análisis por monedas, el crédito al sector privado en nuevos soles alcanzó un crecimiento anual de 19,4 por ciento; mientras que el crédito en dólares creció en 21,8 por ciento.



85. A nivel sectorial destaca el dinamismo de los créditos a las empresas y de los créditos hipotecarios, los cuales crecieron a tasas de 19,5 y 28 por ciento anual respectivamente, aunque a niveles menores a los observados en abril de 2011. Por su parte, los créditos de consumo mostraron una tasa de crecimiento anual de 19,4 por ciento, mayor a la observada en abril (18,7 por ciento).

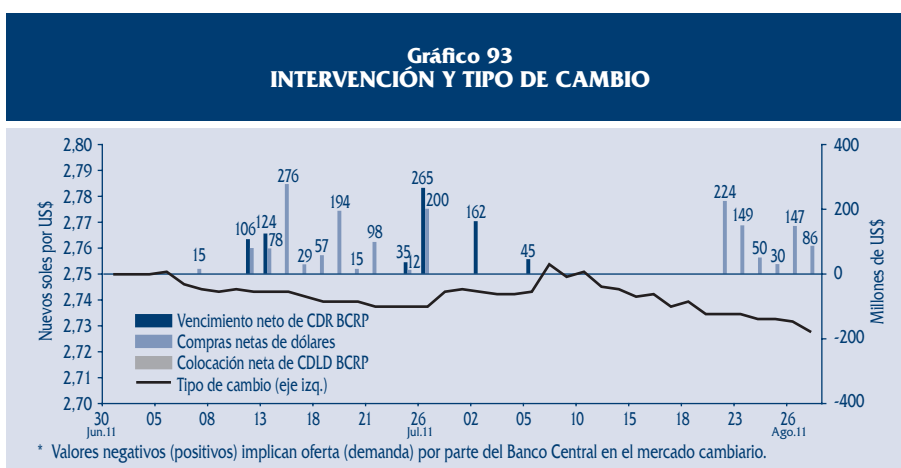


86. La evolución del crédito se viene reflejando en una reducción del coeficiente de dolarización que alcanzó en julio 44,1 por ciento, en línea con las tendencias observadas en la dolarización de la liquidez que se redujo entre abril y julio en 0,9 puntos porcentuales.



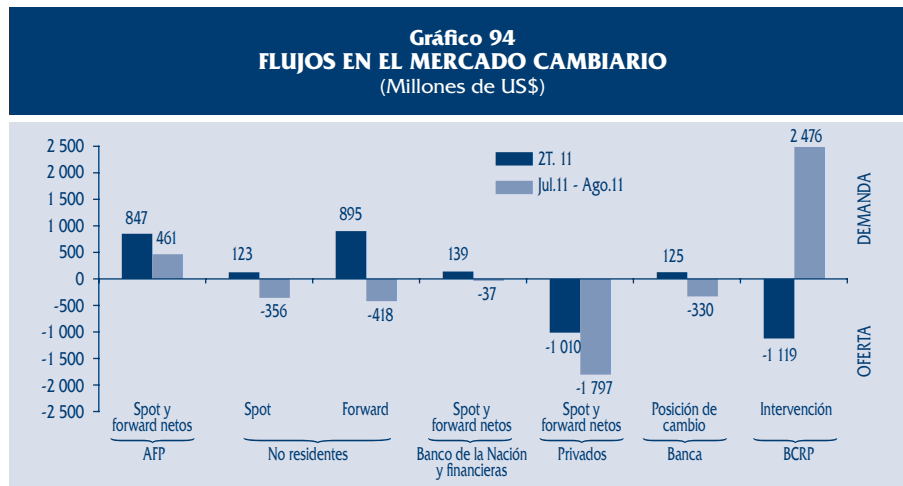
Tipo de cambio

87. Luego de la incertidumbre asociada al proceso electoral, el tipo de cambio retornó a su tendencia apreciativa hasta la tercera semana de julio. Así, entre fines de junio y agosto, el tipo de cambio se apreció 0,8 por ciento.

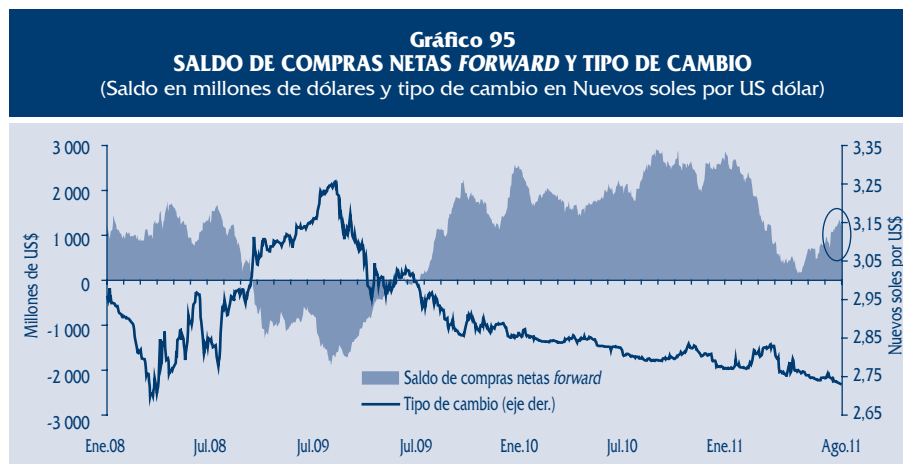


Entre julio y agosto, la principal oferta de dólares en el mercado cambiario provino de inversionistas no residentes y privados (US\$ 774 millones y US\$ 1 797 millones, respectivamente), y de la disminución en la posición de cambio de la banca por US\$ 330 millones. Ello fue compensado por la demanda de dólares de los fondos de pensiones (US\$ 461 millones), y el exceso de oferta fue cubierto por las operaciones cambiarias del BCRP (US\$ 2 476 millones).





88. La expectativa de una apreciación cambiaria se reflejó en un ascenso del saldo de compras *forwards* de la banca asociado a vencimientos de contratos venta y mayores contratos compra pactados, con los que los clientes de la banca buscan asegurar un tipo de cambio venta para sus operaciones. Como resultado, entre fines de junio y agosto de 2011 el saldo de compras netas *forward* de la banca aumentó de US\$ 572 millones a US\$ 1 194 millones.



En este escenario de volatilidad a la baja del tipo de cambio, y un aumento de la oferta de dólares en el mercado cambiario, el Banco Central intervino durante el mes de julio comprando US\$ 1 053 millones en el mercado *spot* a lo que se sumó el vencimiento de US\$ 530 millones de CDR BCRP (el 12, 14, 25 y 26 de julio). En agosto el BCRP continuó interviniendo mediante la compra de US\$ 686 millones.

89. La encuesta de expectativas del tipo de cambio para el periodo 2011-2013 arroja niveles decrecientes de tipo de cambio esperados por el sistema financiero así como por los analistas económicos.

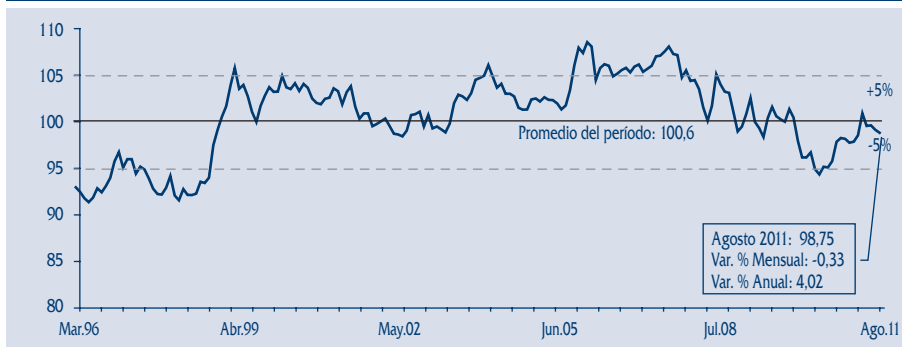
Cuadro 33
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
TIPO DE CAMBIO ^{1/}
 (S/. por US\$)

		Encuesta realizada al:		
		30 de junio	31 de julio	31 de agosto
Sistema Financiero				
	2011	2,75	2,74	2,72
	2012	2,76	2,72	2,70
	2013	2,77	2,71	2,70
Analistas Económicos				
	2011	2,79	2,75	2,72
	2012	2,75	2,72	2,71
	2013	2,75	2,74	2,70
Empresas No Financieras				
	2011	2,80	2,78	2,75
	2012	2,80	2,80	2,80
	2013	2,85	2,85	2,80

1/ Expectativas de tipo de cambio a diciembre de cada año.

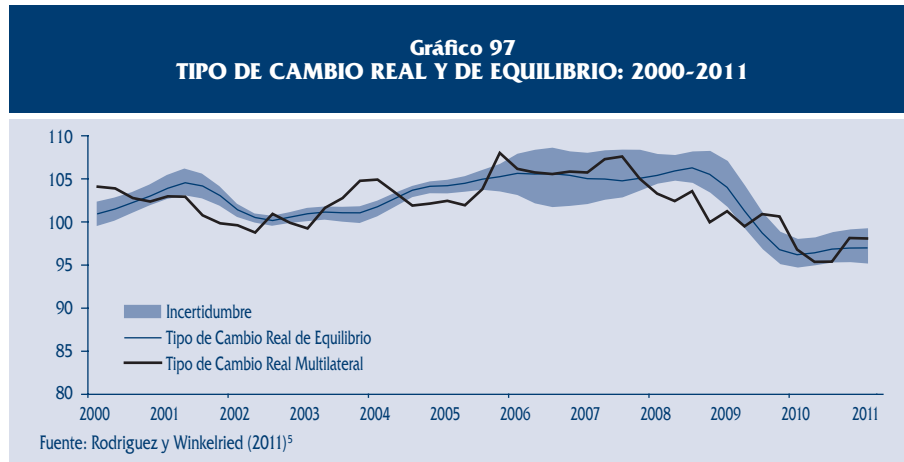
90. En términos reales, el tipo de cambio se ha ubicado en los últimos meses ligeramente por debajo del nivel promedio de los últimos 15 años (100,6). Con respecto a agosto de 2010, el tipo de cambio real multilateral aumentó 4,0 por ciento, debido a una mayor inflación externa (4,5 por ciento) en relación a la doméstica (3,35 por ciento), y por una mayor depreciación del Nuevo Sol con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales (2,87 por ciento).

Gráfico 96
ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL: MARZO 1996-AGOSTO 2011
 (Índice Diciembre 2001=100)



La evolución del tipo de cambio real multilateral es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. Los niveles actuales del tipo de cambio real de 98,7 no implicarían desalineamientos significativos respecto a su nivel de equilibrio.





91. Entre junio y agosto las reservas internacionales netas del Banco Central (RIN) aumentaron US\$ 1 364 millones alcanzando un saldo de US\$ 48 515 millones al 31 de agosto de 2011. Los altos niveles de RIN permiten contar con niveles adecuados de liquidez internacional para hacer frente a eventuales escenarios de turbulencia en los mercados internacionales. Este mayor flujo de RIN por fuentes corresponde principalmente a las compras de moneda extranjera en la Mesa de Negociación. Por composición, se observa que al cierre de agosto la posición de cambio del BCRP corresponde al 67 por ciento de las RIN, mientras que los depósitos de las instituciones financieras y del sector público corresponden al 19 por ciento y 14 por ciento de las RIN, respectivamente.



5 “¿Qué explica la evolución del tipo de cambio real de equilibrio en el Perú? 1992-2009”. Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, No. 147, pp. 9-14.

RECUADRO 2

POLÍTICAS MACRO-PRUDENCIALES EN AMÉRICA LATINA: OBJETIVOS E INSTRUMENTOS

La reciente crisis financiera internacional ha motivado la discusión sobre la importancia de las políticas macro-prudenciales y su institucionalización como mecanismos para preservar la estabilidad financiera.

A nivel teórico, Gertler, Kiyotaki y Queralto (2011), Lorenzoni (2009), Korinek (2009), Bianchi (2009) y Stein (2010) han señalado la necesidad de establecer políticas macro-prudenciales que permitan a los agentes internalizar los riesgos que generan al sistema el incremento de sus niveles de endeudamiento. La aplicación de estas políticas, sin embargo, puede generar costos importantes para el sistema financiero en términos de eficiencia y su impacto en el sector real.

En las economías desarrolladas las políticas macro-prudenciales han sido encargadas a los denominados comités o Consejos de Estabilidad Financiera (CEF). En las economías emergentes, las medidas regulatorias de carácter macro-prudencial han antecedido a la formación de los CEF, y se han venido implementando desde los 90s como respuesta a la crisis asiática y rusa de fines de los 90s, y a la crisis de Argentina de 2001.

En la mayoría de economías emergentes, la aplicación de políticas macro-prudenciales ha sido iniciativa de los bancos centrales, con el objetivo de limitar los riesgos asociados a descalces cambiarios, y en menor medida, a limitar el endeudamiento excesivo de las empresas y familias.

En la década de los 90's las medidas más importantes adoptadas por las economías bajo análisis fueron: encajes altos en moneda extranjera en Uruguay y Perú; límites a la posición de cambio en moneda extranjera en Uruguay y Perú; límites a los niveles de apalancamiento de las entidades financieras, y provisiones en función a los niveles de endeudamiento e ingresos de los deudores; límites a la posición de cambio en moneda extranjera y requerimientos de liquidez diferenciados por monedas en Perú.

Luego de la crisis Argentina de 2001, en Argentina se establecieron límites a la posición de cambio y a la posición global neta negativa en moneda extranjera de las entidades financieras y en Uruguay se establecieron requerimientos de liquidez y límites a la posición de productos derivados. En 2004, Perú estableció encajes al endeudamiento de corto plazo de los bancos locales con entidades financieras del exterior.

En 2007, Argentina estableció requerimientos de capital por operaciones con derivados, Brasil y Bolivia establecieron límites a la posición de cambio en moneda extranjera, Chile estableció requerimientos de capital, en 2008 Perú y Bolivia establecieron provisiones crediticias dinámicas, en 2009 Paraguay estableció límites a la posición de cambio en moneda extranjera de las entidades financieras, en Chile se establecieron límites a los préstamos en función del valor del subyacente (Loan-to-Value ratios) para créditos hipotecarios con letras y mutuos endosables y no endosables; en 2010, Argentina estableció requisitos para la conservación del capital bancario; en 2011, Perú estableció límites a la posición de productos derivados en moneda extranjera de las entidades bancarias, Bolivia estableció la capitalización de un porcentaje de las utilidades generadas.





Aunque sin una evaluación cuantitativa de la efectividad de los diversos instrumentos macroprudenciales aplicados en las economías de la región, la mayoría de los bancos centrales consideran que estas políticas han contribuido a que sus respectivos sistemas financieros mostraran una mayor resistencia frente a la reciente crisis financiera global.

MEDIDAS MACROPRUDENCIALES									
Medidas\ Países	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay	Objetivos	Reglas
Límites a la posición de cambio en moneda extranjera de las entidades financieras	✓	✓	✓	✓ ^{1/}	✓	✓	✓	Limitar riesgos de descalces de monedas y prevenir riesgos cambiarios derivados de posiciones especulativas.	-
Límites a la posición de productos derivados (Position in derivatives products)	✓		✓			✓	✓	Disminuir la excesiva volatilidad del tipo de cambio y con ello reducir el riesgo cambiario	-
Requerimientos de encaje en moneda nacional y moneda extranjera	✓	✓	✓	✓ ^{2/}		✓		Mitigar el riesgo de liquidez y descalces de plazos entre activos y pasivos. Limitar los flujos de capitales.	-
Requerimientos de liquidez (Activos líquidos sobre obligaciones de corto plazo)			✓ ^{3/}	✓		✓	✓	Mitigar el riesgo de liquidez y exposiciones de monedas.	-
Provisiones crediticias dinámicas		✓		✓ ^{4/}		✓	✓	Acumular provisiones adicionales por riesgo de crédito y reducir el ciclo crediticio.	Bolivia(2008) Peru(2008)
Requerimientos de capital cíclicos y/o cambios en las ponderaciones por riesgo	Requerimiento adicional en función del tiempo y valor del préstamo.			✓				Reducir la pro-ciclicidad del sistema financiero, fortalecer la solvencia del sistema financiero y prevenir excesivos niveles de apalancamiento.	-
	Incremento del capital en función de la utilidades.			✓	✓				
Límites al ratio de préstamo con relación al valor del subyacente (Loan-To-Value ratio, LTV), y/o ratio de endeudamiento con relación al ingreso (Debt-to-Income ratio, DTI)	Límite LTV para créditos hipotecarios otorgados con letras de crédito, mutuos endosables y no endosables				✓ ^{5/}			Reducir el riesgo de crédito y el apalancamiento de los agentes privados.	-
	Límite LTV para créditos hipotecarios colaterales de bonos cubiertos.					✓ ^{6/}			
	Incremento en las ponderaciones de requerimientos de capital y provisiones en función del ratio LTV, DTI.			✓ ^{7/}	✓		✓ ^{8/}		
Límites a fuentes de apalancamiento				✓		✓	✓	Limitar el apalancamiento de las empresas financieras	

1/ Requerimiento exigido vía riesgo de mercado.

2/ Requerimientos de encaje no remunerado.

3/ No existe un límite cuantitativo, pero se exige el suministro de información de activos líquidos y obligaciones de corto plazo.

4/ Esquema voluntario de provisiones contra-cíclicas.

5/ Este límite se aplica a créditos hipotecarios otorgados con letras de crédito, fondos mutuos endosables y no endosables.

6/ Este límite rige para los créditos hipotecarios que sirven de colateral para los bonos cubiertos.

7/ Incrementos en las ponderaciones de requerimiento de capital en función de los niveles de préstamos/valor de los activos a adquirir.

8/ Se exige un provisión adicional de 20% sobre créditos, de consumo y vivienda, cuando el ingreso no supere el 3,33 y 6,66 del préstamo en moneda nacional y extranjera, respectivamente.

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

Recientemente, siguiendo la experiencia de los países desarrollados, en América Latina, algunos países como Brasil, Chile, México y Uruguay han constituido Consejos de Estabilidad Financiera con el objetivo de implementar políticas macro-prudenciales, dada la importancia de institucionalizar este tipo de políticas para potenciar su efectividad.

En enero de 2006 Brasil creó el Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financieros, de Capitales, de Seguros, del Sistema Previsional y de Capitalización (COREMEC); en julio de 2010, México estableció el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero; en abril de 2011, se propuso en Chile la formación del Consejo de Estabilidad Financiera; en julio de 2011 se creó en Uruguay el Comité de Estabilidad Financiera (CEF). En el siguiente cuadro se comparan las diferentes características de los Consejos de Estabilidad Financiera de la región.

CONSEJOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA				
	Brasil (COREMEC)	Chile (CEF)	México (CESF)	Uruguay (CEF)
Objetivos	Proponer y adoptar medidas para el buen funcionamiento del sistema financiero, mercado de capitales, sistema previsional y Seguros.	Analizar de forma consolidada información disponible respecto de las actividades sujetas a supervisión y regulación con miras al adecuado manejo del riesgo sistémico. Coordinar la supervisión integrada de conglomerados financieros y para implementación de políticas	Propiciar la estabilidad financiera, evitando interrupciones o alteraciones sustanciales en el funcionamiento del sistema financiero y, en su caso, minimizar su impacto.	Fortalecer el rol y la coordinación de los organismos integrantes de la red de seguridad financiera con relación al buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto.
Funciones	<ul style="list-style-type: none"> - Proponer y adoptar medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados sujetos a la regulación y fiscalización del COREMEC. - Facilitar y coordinar el intercambio de información entre las instituciones participantes. - Proponer acciones coordinadas de regulación y fiscalización. 	<ul style="list-style-type: none"> - Identificar, evaluar y requerir que se supervisen los riesgos para la estabilidad financiera, informando de sus resultados al Consejo. - Solicitar información relevante a los diversos agentes del sistema financiero. - Recomendar políticas que contribuyan a la macro-estabilidad financiera. - Recomendar cambios a los ámbitos regulatorios, requisitos de información y transparencia, y el establecimiento de sistemas de respaldo y back-office. - En caso de crisis financiera, coordinar las acciones y respuestas de las diversas superintendencias y solicitar actuación de otros organismos. - Formalizar y fortalecer la coordinación entre las superintendencias para la supervisión de conglomerados financieros. 	<ul style="list-style-type: none"> - Identificar con oportunidad los riesgos potenciales a la estabilidad financiera y recomendar y coordinar las políticas que deban realizar las autoridades. - Fungir como órgano de consulta del Ejecutivo Federal en materia de estabilidad financiera. - Elaborar un informe anual sobre la estabilidad financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> - Intercambio de información y perspectivas del sistema financiero. - Promover estudios para identificar y medir riesgos sistémicos; y estrategias para gestionar los mismos. - Apoyar instrumentos para prevenir y gestionar eficazmente una crisis con efectos potencialmente sistémicos. - Promover la coordinación con organismos regionales e internacionales de estabilidad financiera.
Composición	Ocho miembros: presidentes y un director del Banco Central de Brasil y de la Comisión de Valores Inmobiliarios, el secretario y un director de la Secretaría de Previsiones Complementarias del Ministerio de Previsión Social, el superintendente y un director de la Superintendencia de Seguros Privados.	Cuatro miembros: Ministro de Hacienda, el superintendente de Valores y Seguros; el superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, y el superintendente de Pensiones. El Presidente del Banco Central es invitado a asistir a todas las sesiones del CEF.	Nueve miembros: secretario y subsecretario de Hacienda y Crédito Público, presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, presidente de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, presidente de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, el gobernador y dos subgobernadores del Banco de México.	Cuatro miembros: el Ministro de Economía, el Presidente del Banco Central, el Superintendente de Servicios Financieros y el Presidente de la corporación para la Protección del Ahorro Bancario.
Presidencia del Comité	Rotativo por cada miembro del comité.	Ministro de Hacienda.	Secretario de Hacienda y Crédito Público	-
Órganos de apoyo	Secretaría ejecutiva (Banco Central de Brasil)	Secretaría Técnica (basada en el Ministerio de Hacienda).	Secretaría Ejecutiva (Banco de México) y Comité Técnico (elabora propuestas y recomendaciones. Compuesto por 14 miembros de las entidades que forman el Consejo)	Comisión técnica (Un representante designado por cada uno de los miembros del comité)



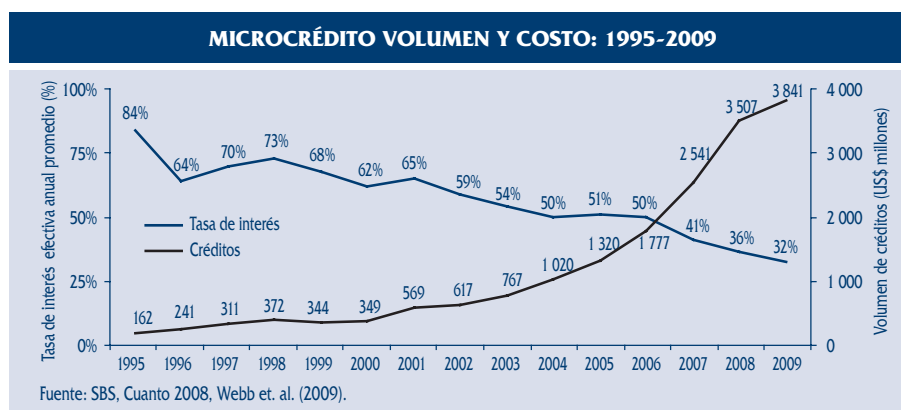


RECUADRO 3 EL DESARROLLO DE LAS MICROFINANZAS EN EL PERÚ

En los últimos 10 años se viene observando un creciente desarrollo de las microfinanzas en el Perú, reflejado en un mayor dinamismo de los créditos orientados a este segmento y en una significativa reducción de la tasa de interés promedio de este tipo de créditos desde 55 por ciento en 2002 a 32 por ciento en 2010. El número de microcréditos formales aumentó desde 300 mil en 2002 a 2,1 millones en 2010, con un volumen que pasó de S/. 1,5 mil millones a S/. 20,2 mil millones (4,8 por ciento del PBI) en el mismo periodo, lo que implica un crecimiento de más de 10 veces en términos reales.

El buen clima de inversiones para el sector de microfinanzas también ha atraído más inversionistas internacionales especializados en este segmento de crédito. Así, el “*Triodos Microfinance Fund*”⁶ en su “*Newsletter for Investors*” de junio de 2011 precisa que el Perú es el segundo destino más importante (17,4 por ciento), después de Camboya (18,2 por ciento), de sus inversiones globales orientadas a las microfinanzas. Gracias a los progresos en el campo del crédito a la microempresa, el Perú fue considerado durante dos años consecutivos (2009 y 2010) por *The Economist Intelligence Unit* como el país con las mejores condiciones de negocios para las microfinanzas a nivel mundial.

Asimismo, en el libro “El árbol de la mostaza Historia de las Microfinanzas en el Perú”⁷ se muestra que el sostenido crecimiento de los créditos microfinancieros ha sido acompañado también de una sostenida reducción en las tasas de interés respectivas; dicho estudio concluye que la adecuada regulación, la solidez de la economía y la cultura de pago de los microcréditos atraen fondos de inversión privados en un entorno de continua competencia.



- 6 El “*Triodos Microfinance Fund*”, subsidiaria del banco comercial Triodos con sede en Amsterdam, provee capital al sector microfinanciero, a través de su *Triodos Investment Management*, desde 1994. Ha financiado más de 100 entidades microfinancieras que operan en 40 países en Asia, América Latina, África y Europa del Este, destacando sus iniciativas en el fomento del comercio justo y los microcréditos como herramientas eficaces en la lucha contra la pobreza. Ha recibido muchos premios mundiales en reconocimiento a su esfuerzo.
- 7 Webb, Richard, Conger, Lucy, Inga, Patricia. “El Árbol de la Mostaza. Historia de la Microfinanzas en el Perú”. Universidad San Martín de Porres, 2009.

De esta manera, clientes que antes no eran sujetos de crédito, fueron captados por Instituciones Microfinancieras, lo que les permitió contar con un historial crediticio, elemento clave para la obtención de un crédito. La construcción de un historial crediticio facilitó a los prestatarios el acceso a otras fuentes de financiamiento de menor costo, con lo cual algunos clientes migraron a entidades financieras de mayor tamaño y con mejores condiciones crediticias.

Una característica inicial del mercado del microcrédito en el Perú era su alta fragmentación⁸, con un predominio de empresas líderes en mercados regionales. Esta estructura implicó inicialmente menores presiones competitivas, con la prevalencia de tasas de interés más altas, menores niveles de eficiencia y gran número de Instituciones Microfinancieras (IMF's) de pequeña escala. En la actualidad dicha fragmentación se ha reducido notoriamente y hay una clara tendencia hacia la consolidación de las principales microfinancieras, con el establecimiento en Lima de las cajas municipales, rurales y empresas financieras y la ampliación de la red nacional de empresas bancarias, que con el impulso de este mercado crearon divisiones de microfinanzas, como reacción al exitoso desempeño de las IMF y como respuesta las crecientes presiones competitivas en el resto de los segmentos de menor riesgo.

Una de las conclusiones principales del estudio de Portocarrero es que se deben procurar evitar intervenciones que distorsionen los mercados de microcrédito, como la fijación de topes a las tasas de interés, que desincentivan el desarrollo del microcrédito, generan represión financiera y racionamiento en la oferta.

Un reciente estudio de la CAF concluye que el principal impacto de topes de tasas de interés es la reducción de la oferta de microcrédito⁹. La experiencia de otros países respecto a los beneficios del establecimiento de topes a la tasa de interés para mejorar las condiciones de acceso al crédito de las familias y microempresas no ha sido positiva. En Bangladesh e India¹⁰ han tenido muy mala experiencia con el establecimiento de límites a las tasas de interés. En particular, en India este límite forzó a que el 82 por ciento de la población rural más pobre migrara hacia el crédito informal y como consecuencia de ello sólo el 11 por ciento tiene crédito de las entidades microfinancieras. Evidencia similar se ha encontrado en Nicaragua y África Occidental¹¹.

8 Felipe Portocarrero, "Mercado y gestión del microcrédito en el Perú". IEP. En Consorcio de Investigación Económica y Social (2004).

9 Servicios Financieros para el Desarrollo. Promoviendo el acceso en América Latina. CAF, Abril 2011.

10 *The Economist*, en su edición del 18 de noviembre de 2010.

11 *Consultative Group to Assist the Poor*.

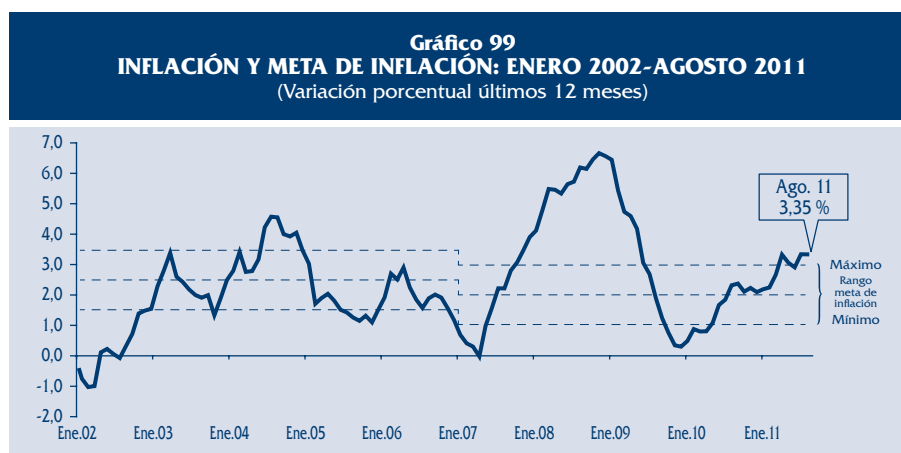




VI. Inflación

92. Entre diciembre 2010 y agosto 2011 la inflación anual se elevó de 2,08 a 3,35 por ciento, ubicándose transitoriamente por encima del rango meta. La aceleración de la inflación se explica principalmente por el impacto en los precios domésticos de las alzas en los precios de los combustibles y alimentos desde los últimos meses del año 2010.

Los precios internacionales de los alimentos aumentaron principalmente por problemas climáticos que afectaron los cultivos de maíz, trigo y soya en un contexto de inventarios de estos productos en niveles histórico mínimos.



93. La inflación no subyacente, indicador que recoge los componentes más volátiles y transitorios del IPC, registró un crecimiento acelerado desde inicios de año, pasando de una tasa anual de 2,0 por ciento en diciembre de 2010 a 3,6 por ciento en agosto de 2011, impulsada principalmente por efecto del incremento de precios de los alimentos (de 1,2 a 4,7 por ciento), como la carne de pollo, el pan y el aceite. Como se indicó anteriormente, el alza del precio de estos bienes se originó por los mayores costos de los insumos importados como el maíz, el trigo, y el aceite de soya.

94. La inflación acumulada entre enero y agosto fue de 3,33 por ciento, habiendo influido principalmente el alza de precios de los alimentos no subyacentes (9,4 por ciento) y combustibles (5,4 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y agosto fue de 2,6 por ciento, destacando los incrementos en educación (3,5 por ciento) y comidas fuera del hogar (4,7 por ciento). La tasa anual de inflación subyacente pasó de 2,1 por ciento en diciembre a 3,2 por ciento en agosto (afectada también por el componente de alimentos) mientras que la inflación que excluye alimentos y energía pasó de 1,4 a 2,1 por ciento en este mismo período.

Cuadro 34 INFLACIÓN (Variación porcentual)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Ene.-Ago. 12 meses	
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	3,33	3,35
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	2,59	3,19
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	2,07	2,41
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	3,11	3,98
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	4,74	3,65
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	9,39	4,67
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	5,42	8,65
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	0,09	2,25
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,19	1,34
Nota:								
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	1,50	2,13

Cuadro 35 INFLACIÓN (Contribución ponderada)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Ene.-Ago. 12 meses	
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	3,33	3,35
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	1,69	2,07
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	0,68	0,79
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	1,01	1,28
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	1,64	1,28
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,37	0,71
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,17	0,26
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	0,01	0,20
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,10	0,11
Nota:								
IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	0,84	1,19

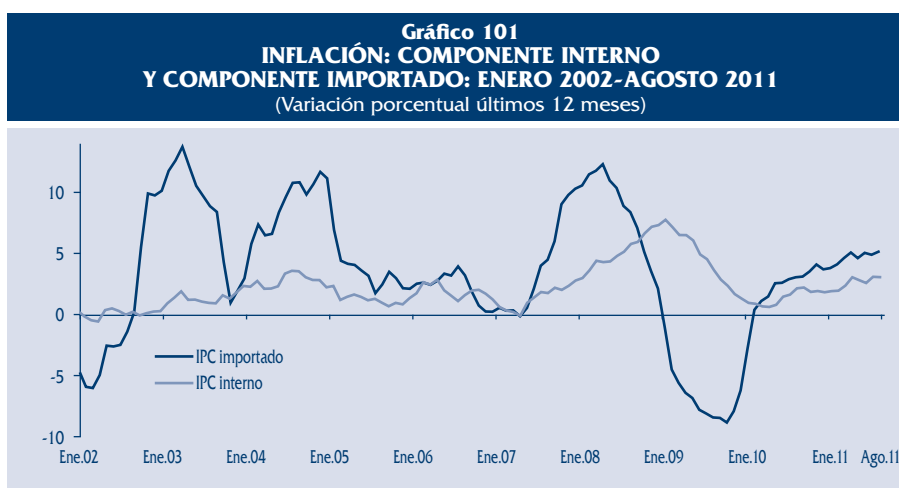




95. A agosto de 2011, la inflación importada registró una variación anual de 5,2 por ciento destacando el incremento en el precio de los alimentos (0,8 por ciento en 2010 y 9,5 por ciento a agosto de 2011). Entre enero y agosto la inflación importada fue de 3,9 por ciento, reflejando la evolución de los componentes alimentos (8,3 por ciento) y combustibles (5,4 por ciento).

La evolución del tipo de cambio, que tuvo una apreciación nominal últimos 12 meses de 2,2 por ciento en agosto, contribuyó en alguna medida a aminorar el impacto del alza en la cotización internacional de estos productos en el mercado interno.

Cuadro 36 INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2011 (Variación porcentual acumulada)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Ene.-Ago. 12 meses	
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	3,90	5,25
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	8,35	9,51
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	5,42	8,65
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-1,13	-1,77
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	0,72	1,40
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	3,27	3,12
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	3,33	3,35
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-2,71	-2,23



96. Entre enero y agosto los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron comidas fuera del hogar, carne de pollo, matrícula y pensión de enseñanza, arroz, gasolina, huevos y pan. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación

fueron cítricos, teléfonos, papa, transporte nacional, palta, olluco y especias y sazoadores.

Cuadro 37
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2011

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,7	0,57	Cítricos	0,5	-17,1	-0,11
Carne de pollo	3,0	20,6	0,54	Teléfonos	2,9	-2,6	-0,07
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,6	0,32	Papa	0,9	-6,6	-0,06
Arroz	1,9	12,1	0,21	Transporte nacional	0,3	-8,9	-0,04
Gasolina y lubricantes	1,3	10,0	0,15	Palta	0,1	-19,6	-0,03
Huevos	0,6	29,2	0,13	Olluco y similares	0,1	-27,6	-0,03
Pan	1,9	7,1	0,13	Especias y sazoadores	0,5	-4,0	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	2,5	0,12	Ají	0,1	-20,1	-0,02
Papaya	0,2	82,3	0,12	Duraznos	0,1	-15,4	-0,02
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	6,9	0,11	Artículos de limpieza	0,9	-1,7	-0,02
Total			2,40	Total			-0,42

Cuadro 38
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: SETIEMBRE 2010 - AGOSTO 2011

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	6,2	0,74	Papa	0,9	-18,5	-0,18
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,1	0,37	Teléfonos	2,9	-4,1	-0,11
Arroz	1,9	14,1	0,24	Especias y sazoadores	0,5	-16,1	-0,11
Gasolina y lubricantes	1,3	13,5	0,20	Cebolla	0,4	-21,1	-0,08
Pasaje urbano	8,5	2,0	0,17	Ajos	0,1	-40,2	-0,06
Pan	1,9	8,3	0,15	Choclo	0,1	-13,5	-0,02
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	9,7	0,15	Ají	0,1	-23,5	-0,02
Electricidad	2,9	4,7	0,13	Huevos	0,6	-2,7	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	2,6	0,13	Aparatos de televisión	0,5	-3,0	-0,01
Papaya	0,2	85,8	0,12	Artículos de limpieza	0,9	-1,6	-0,01
Total			2,40	Total			-0,62

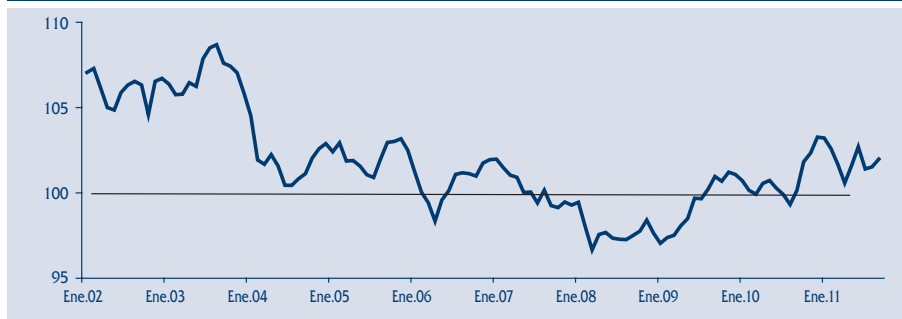
Comidas fuera del hogar

Al igual que en el año 2010, este rubro continuó creciendo impulsado por la demanda interna. Al mes de agosto 2011 alcanza un crecimiento de 6,2 por ciento los últimos doce meses, mayor a la variación del total de alimentos y bebidas dentro del hogar (4,2 por ciento en los últimos doce meses) y al del IPC (3,3 por ciento).





Gráfico 102
RELACIÓN COMIDAS FUERA DEL HOGAR / ALIMENTOS DENTRO DEL HOGAR:
ENERO 2002-AGOSTO 2011
(Índices 2009 = 100)

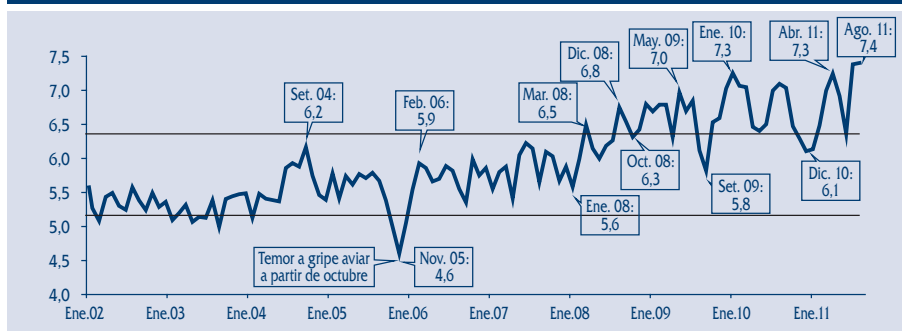


Carne de pollo

En el período enero-agosto el precio del pollo registró un incremento de 20,6 por ciento impulsado principalmente por una mayor demanda ante el irregular abastecimiento de su principal sustituto, el pescado. Otro factor importante fue el encarecimiento de los costos de producción, por efecto de la mayor cotización internacional del maíz, que pasó de US\$ 147 dólares en agosto 2010 a US\$ 221 dólares en diciembre 2010 y a US\$ 284 dólares en agosto 2011.

Al igual que en años anteriores el precio presentó fuertes fluctuaciones atribuibles, además de los factores ya mencionados, a la posibilidad de ajustar la oferta en el corto plazo, gracias a la mayor o menor colocación de pollos bebés. Así entre los meses de febrero y abril las alzas en los precios respondieron principalmente a una menor oferta. Ello dio lugar a una mayor rentabilidad de la actividad avícola y a la posibilidad de aumentar nuevamente la oferta, lo que ocurrió en los meses de mayo y junio, en los que se registraron caída de precios. Esta situación se revirtió a partir de julio, mes en el que se registró la mayor alza del precio (15,1 por ciento) debido a una nueva contracción de la oferta, a lo que se sumó la mayor demanda estacional.

Gráfico 103
PRECIO DEL POLLO: ENERO 2002-AGOSTO 2011
(Nuevos soles por kg)



Matrícula y pensión de enseñanza

El aumento de 3,6 por ciento en el rubro de matrículas y pensiones de enseñanza durante el período enero-agosto refleja básicamente el alza de marzo (2,2 por ciento) por efecto del inicio del año escolar. Se registraron incrementos en el pago de las matrículas escolares, tanto en los colegios particulares como en los estatales (2,7 y 2,3 por ciento respectivamente) e incrementos en las pensiones de enseñanza de los colegios particulares (5,0 por ciento). Adicionalmente, en los meses de junio y agosto se registraron alzas de 0,4 por ciento asociadas a las pensiones de institutos superiores y universidades.

Arroz

En el periodo enero – agosto 2011 el precio del arroz aumentó 12,1 por ciento. La cotización internacional del arroz pasó de US\$ 496 en setiembre de 2010 a US\$ 612,9 por TM en agosto de 2011. A lo anterior se sumó una menor producción por efecto de la sequía en la costa norte, principalmente en los meses de marzo y abril. Se registró una menor participación de Lambayeque, principal zona abastecedora de Lima, lo que habría fue contrarrestado con la mayor participación de San Martín, con reducción de inventarios y con arroz importado.

Pan

Al mes de agosto de 2011, el precio del pan aumentó 7,1 por ciento afectado por el alza del precio de la harina elaborada con trigo importado, producto que entre diciembre 2010 y agosto 2011 aumentó 10,0 por ciento. Hasta el mes de mayo la cotización internacional del trigo aumentó 12,2 por ciento con respecto a diciembre, presentando cierta desaceleración en los siguientes meses, por efecto de la liquidación de posiciones no comerciales.

Combustibles

El aumento en el precio de los combustibles recoge las alzas efectuadas por las refinerías en un contexto de alza internacional del petróleo, básicamente en los meses de enero, junio y julio.

Mediante el Decreto de Urgencia N°083-2010 (23-12-2010) 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 excediesen 15 por ciento el límite superior de la banda o el límite inferior. En el caso del GLP se consideró una variación de 1,5 por ciento del precio final al consumidor. Ello determinó un aumento promedio de 3,0 por ciento en enero.





En los siguientes meses, la suspensión de las actualizaciones programadas de las bandas de precio hasta el mes de junio (Decretos de Urgencia N° 009-2011 y N° 017-2011, respectivamente) evitaron nuevas alzas. En junio, una nueva actualización de la banda de precios de los combustibles fue atenuada con la rebaja del Impuesto Selectivo al Consumo.

La cotización del WTI pasó de un valor mínimo de US\$ 73,6 en mayo de 2010 a un máximo de US\$ 109,6 por barril en abril de 2011, ubicándose en un nivel de US\$ 86,2 en agosto.

Cuadro 39 PRECIOS DE COMBUSTIBLES (Variación porcentual)					
	2008	2009	2010	2011	
				Ene.-Ago.	12 meses
Combustibles	0,0	-12,7	12,2	5,4	8,7
Gasolina	-6,1	-15,8	16,4	10,0	13,5
Gas	2,7	-4,6	8,8	1,1	4,1
WTI (US\$ por barril) 1/	99,6	61,7	79,4	96,5	91,9

1/ Promedio del periodo.
Fuente: INEI.

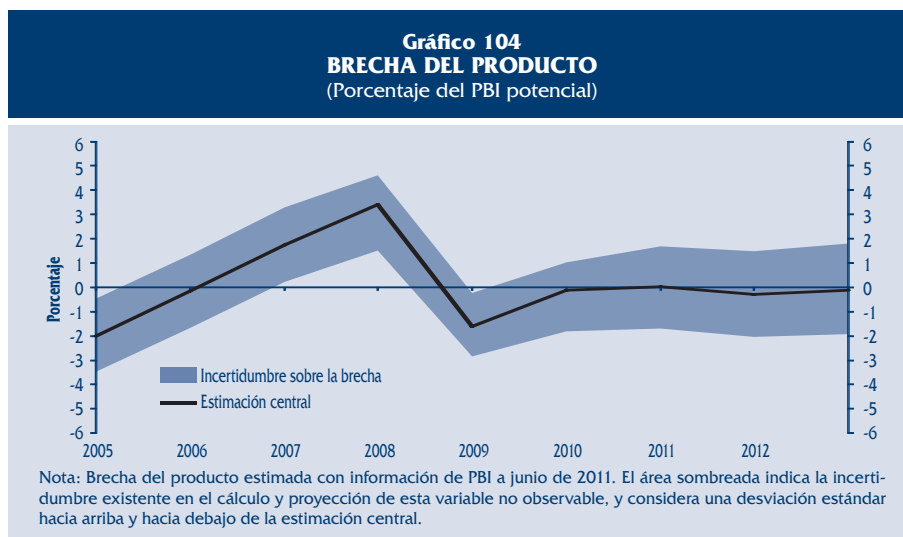
Expectativas de inflación

97. En el presente Reporte se observa que las expectativas de inflación de las entidades financieras aumentan ligeramente para los años 2012 y 2013 respecto al Reporte de junio. A la inversa, las expectativas de los analistas económicos se reducen para los años 2011 y 2012. Para las empresas no financieras las expectativas se mantienen en 3 por ciento.

Cuadro 40 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS INFLACION (%)			
	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Set.11
SISTEMA FINANCIERO			
2011	3,0	3,5	3,5
2012	2,5	2,6	2,7
2013	-	2,5	2,6
ANALISTAS ECONÓMICOS			
2011	3,0	3,8	3,6
2012	2,5	2,7	2,6
2013	-	2,5	2,5
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2011	2,5	3,0	3,0
2012	2,5	3,0	3,0
2013	-	3,0	3,0

Pronóstico de Inflación

98. Al cierre de agosto la inflación últimos 12 meses se ubica en 3,35 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. Se espera que ésta converja paulatinamente al nivel meta de 2,0 por ciento durante 2012, en la medida que se disipen las presiones de costos generadas por los incrementos significativos en los precios de *commodities* alimenticios y petróleo, en la primera mitad de este año. Otro factor que contribuirá a un menor ritmo de inflación en el horizonte de proyección es una brecha producto ligeramente negativa hacia el cierre de 2011 y en 2012. Esta evolución de la brecha es consistente con el menor crecimiento esperado de nuestros socios comerciales y un impulso fiscal de -0,8 para 2011 y de -0,7 por ciento para 2012, que busca recuperar el espacio fiscal. De este modo, en el horizonte de proyección de este Reporte no se contempla mayores presiones de demanda hacia la inflación.



Asimismo, se espera que las expectativas de inflación se mantengan ancladas en el rango meta de inflación y que converjan de sus niveles actuales de entre 2,5 a 3,0 por ciento para 2012 y 2013 al nivel de 2,0 por ciento.

Respecto a la inflación no subyacente, se proyecta una tasa cercana al 4,0 por ciento en 2011, menor al nivel acumulado entre enero y agosto (4,7 por ciento), lo que refleja principalmente el menor efecto de los incrementos en los precios de *commodities* alimenticios y petróleo durante el segundo semestre de 2011. En 2012 la inflación no subyacente se ubicaría muy cerca de 2 por ciento, como consecuencia de la disipación de las condiciones restrictivas en la oferta mundial de alimentos observadas en 2011.





El escenario base de proyección contempla un retiro más gradual del estímulo monetario como respuesta a la evolución más equilibrada entre la brecha del producto y la inflación futura, que se espera en este Reporte de inflación. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC. Sin embargo, el Banco Central se mantendrá atento a la evolución de la economía mundial para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria para garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.



RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2010	2011 1/		2012 1/		2013 1/	
		RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11	RI Jun.11	RI Set.11
Var.% real							
1. Producto bruto interno	8,8	6,5	6,3	6,5	5,7	6,5	6,3
2. Demanda interna	12,8	7,7	7,5	6,6	5,6	6,2	6,0
a. Consumo privado	6,0	5,7	6,0	5,7	5,6	5,9	5,8
b. Consumo público	10,6	4,4	5,7	4,1	4,4	4,0	4,9
c. Inversión privada fija	22,1	10,4	10,7	11,6	9,0	8,3	8,3
d. Inversión pública	27,3	3,3	-2,9	6,1	11,4	6,1	10,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	2,5	3,8	6,0	7,8	7,5	9,0	9,0
4. Importaciones de bienes y servicios	23,8	10,4	11,7	8,1	6,7	7,3	7,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,4	3,5	3,2	3,4	3,2	3,4	3,3
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	0,0	-0,5 ; +0,5	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; +0,5	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var. %							
6. Inflación proyectada	2,1	3,0 - 3,5	3,5 - 4,0	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	28,7	24,7	17,8	0,0	-3,7	0,0	2,4
8. Tipo de cambio nominal 3/	-2,1	-1,3	-3,1	-0,4	-0,4	0,7	-0,4
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-2,1	1,4	1,1	-0,8	-1,0	0,7	0,4
10. Términos de intercambio	17,9	3,2	3,9	-3,3	-3,2	0,2	0,4
a. Índice de precios de exportación	29,9	16,1	17,2	-2,1	-2,0	-0,3	0,1
b. Índice de precios de importación	10,1	12,5	12,8	1,2	1,3	-0,5	-0,3
Var.% nominal							
11. Circulante	25,4	18,0	17,5	16,0	15,5	13,0	12,5
12. Crédito al sector privado 4/	21,0	17,0	16,5	15,0	14,5	12,0	11,5
% del PBI							
13. Tasa de inversión bruta fija	25,1	25,6	25,0	26,6	26,2	27,0	26,7
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,5	-3,0	-2,8	-3,3	-2,6	-3,0	-2,3
15. Balanza comercial	4,4	3,9	4,4	3,2	3,8	3,6	4,3
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,8	6,8	6,1	6,2	5,6	6,0	5,6
17. Ingresos corrientes del gobierno general	19,8	20,3	20,7	20,2	20,9	20,2	20,9
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,2	18,9	18,6	18,7	18,6	18,4	18,4
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,5	0,2	1,0	0,4	1,2	0,8	1,4
20. Saldo de deuda pública total	23,5	21,5	21,4	19,3	20,2	17,6	18,6

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.





VII. Balance de Riesgos

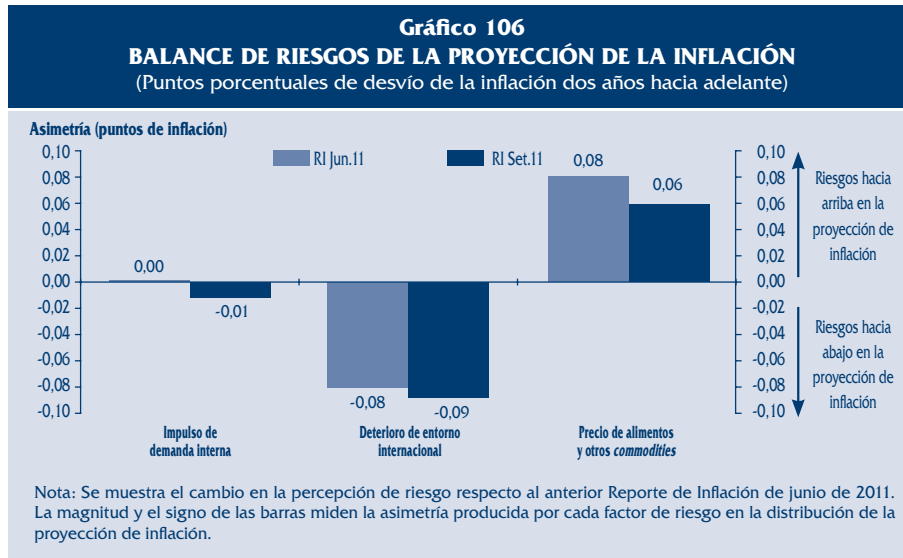
99. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección se vinculan a la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, la evolución de la demanda interna y el impacto de los precios de alimentos y combustibles importados sobre las expectativas de inflación. La ponderación del impacto y la probabilidad de estos riesgos nos indica un sesgo a la baja en la proyección de la inflación.

- **Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.** El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de inflación de junio, 3,7 por ciento frente al 3,9 por ciento para los años 2011 y 2012. No obstante, dada la incertidumbre en los mercados internacionales, como resultado, entre otros factores, de la situación fiscal en algunas economías de la Eurozona, esta tasa de crecimiento podría ser aún menor. Ello, implicaría una menor demanda de nuestros principales socios comerciales y menores precios de exportación, factores que afectarían negativamente la demanda agregada.

De materializarse este riesgo, la política monetaria respondería flexibilizando las condiciones monetarias, y de ser necesario, si esta mayor desaceleración de la economía viene acompañada de mayor volatilidad en los mercados financieros, el Banco Central utilizará su alta disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección para proveer liquidez al sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y con ello minimizar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas.

- **Evolución de la demanda interna.** En un escenario de mayor incertidumbre, existe el riesgo que las expectativas de los agentes domésticos se deterioren, particularmente para el caso de la inversión, lo que podría generar un menor dinamismo de la demanda agregada y un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación subyacente. En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta de inflación.
- **Inflación importada.** A pesar de que el ritmo de incremento en los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles se ha estabilizado, existe la probabilidad de mayores incrementos de precios en el futuro si los bancos centrales de las economías desarrolladas responden al debilitamiento de la economía global con políticas monetarias cuantitativas más expansivas. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar

presiones inflacionarias. En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si la inflación importada se traslada a las expectativas de inflación de los agentes económicos.



RECUADRO 4 GESTIÓN DE RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

La incertidumbre bajo la cual los bancos centrales deben adoptar decisiones de política monetaria, hace necesario que éstos formulen sus políticas monetarias de manera preventiva frente a posibles desequilibrios financieros y macroeconómicos globales. En este contexto, las decisiones de política del BCRP no sólo incorporan la evolución corriente de las variables macroeconómicas y financieras sino también supuestos sobre su evolución futura ante diferentes eventos de carácter desestabilizador. Esta consideración de escenarios futuros de riesgo es sumamente relevante, pues existe un rezago en el efecto de la política monetaria sobre la economía doméstica; de modo que futuros eventos podrían afectar temporalmente el objetivo de estabilidad de precios.

El proceso de toma de decisiones de política monetaria del BCRP se fundamenta en el procesamiento y análisis de la última información disponible y en la guía que proveen modelos de predicción macroeconómica. El uso de modelos dinámicos de predicción resume el comportamiento agregado de una economía pequeña y abierta, como la peruana, y permite representar de forma coherente los canales de transmisión de la política monetaria. Por ello, estos modelos constituyen una herramienta central para realizar simulaciones y proyecciones de las principales variables macroeconómicas ante diversos escenarios contingentes y, al mismo tiempo, permite evaluar las acciones de política relevantes en contextos cambiantes.

El proceso implica la construcción de un escenario base, el cual se basa en la proyección para la trayectoria de las variables macroeconómicas relevantes del entorno internacional, actividad

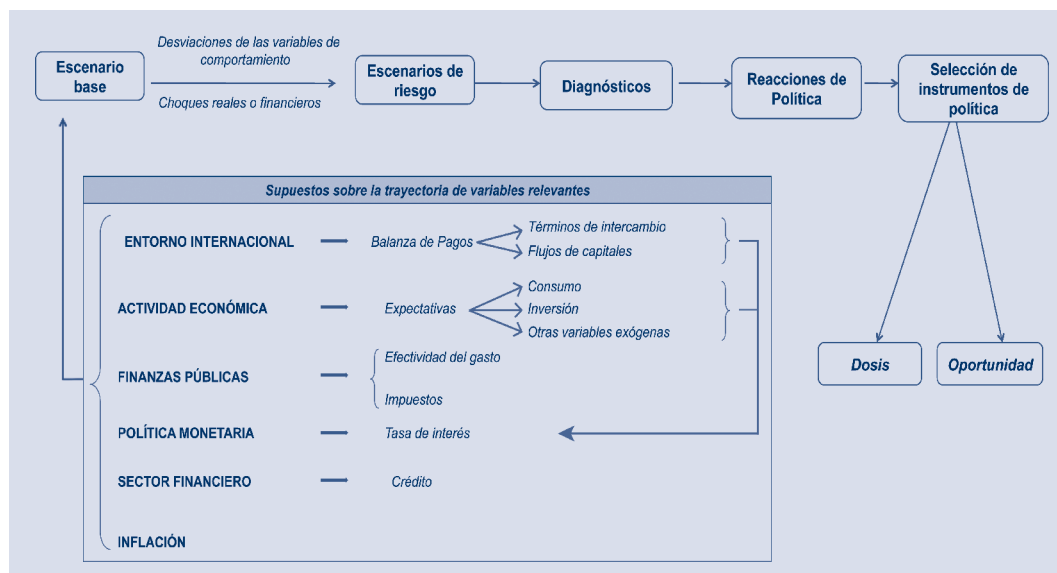




económica, finanzas públicas, política monetaria, sector financiero y de inflación; así como la incorporación de información cualitativa de tendencias que aún no han sido capturadas por las estadísticas. Esta información articulada por medio de modelos establece la proyección central para las variables relevantes en el proceso de decisión de política monetaria. Sin embargo, dado que el proceso de proyección involucra necesariamente incertidumbre sobre desarrollos futuros de la economía global y doméstica, cada escenario base incluye un balance de riesgos probables a tomarse en cuenta en el proceso de proyección de la inflación.

Así, se formulan escenarios alternativos con distintos supuestos de proyección, con el propósito de evaluar el impacto de la materialización de estos riesgos, y por tanto, el rol de la política monetaria en contextos de estrés. Estos escenarios consideran desviaciones del comportamiento de las variables exógenas respecto a lo estipulado en el escenario central. A través de estos ejercicios se puede establecer un diagnóstico de los eventos de riesgo, con su impacto en la economía peruana y las reacciones de política monetaria asociadas. De esta forma a partir de estos eventos simulados se puede extraer una selección u opciones de instrumentos de política monetaria que permitan enfrentar adecuadamente los periodos de turbulencia modelados; además de la duración adecuada para la aplicación de estas políticas.

Así por ejemplo mediante estos ejercicios contrafactuales se pueden evaluar y cuantificar los impactos sobre la economía de los eventos contemplados en el balance de riesgos como: un deterioro mayor del entorno internacional y/o de un incremento pronunciado de los precios de alimentos y *commodities*.



Frente a cada uno de estos escenarios contingentes el BCRP prepara respuestas de política, que tienen en cuenta la magnitud de los choques, la combinación apropiada de instrumentos, así como la dosis y la oportunidad en su aplicación. Por ejemplo frente a escenarios de persistentes influjos de capital, como los experimentados por la economía peruana en los dos primeros trimestres

de 2008, que incrementa el riesgo futuro de una reversión abrupta de capitales con efectos negativos en el sistema financiero, las respuestas de política del BCRP implicaron tanto acciones preventivas, iniciadas desde fines de 2007, como acciones resolutorias, que se tomaron desde setiembre de 2008.

Entre las acciones preventivas, además de la elevación de la tasa de referencia de 4,5 por ciento a mediados del 2007 a 6,5 por ciento en setiembre de 2008, se aplicaron mayores requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera, y una mayor intervención en el mercado cambiario con la finalidad de reducir una excesiva volatilidad en el tipo de cambio que permitió una acumulación preventiva de RIN.

Entre las acciones resolutorias, el BCRP, redujo rápidamente los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera a sus niveles de fines de 2007 con la finalidad de proveer liquidez, y vendió US\$ 7,9 mil millones de sus reservas internacionales para proveer liquidez en moneda extranjera y evitar una depreciación abrupta en el tipo de cambio. De esta manera el BCRP previno un colapso de la liquidez en moneda extranjera, que de otra forma hubiera generado una contracción crediticia significativa. Asimismo, la intervención cambiaria evitó una depreciación abrupta en el tipo de cambio, que previno efectos negativos sobre la solvencia financiera de empresas y familias expuestas al riesgo cambiario crediticio. Una vez que las acciones de inyección de liquidez permitieron que los canales de transmisión de política monetaria operen adecuadamente, el BCRP redujo su tasa de interés de 6,5 por ciento a un mínimo de 1,25 por ciento.

Cabe destacar que, en una economía dolarizada como la peruana, mayores requerimientos de encaje, particularmente en moneda extranjera, permiten generar un alto grado de liquidez internacional, lo que fortalece al sistema financiera frente a corridas bancarias y salidas inesperadas de capitales y a la vez, se reduce la presión sobre el crecimiento del crédito bancario que pueden generar tasas de interés internacionales bajas o flujos de capitales de corto plazo abundantes y persistentes.

También, en economías dolarizadas, una excesiva volatilidad del tipo de cambio puede generar efectos negativos sobre la posición financiera de agentes endeudados en moneda extranjera pero que producen bienes no transables, y a través de este canal dañar la calidad de los activos de instituciones financieras. Para minimizar este riesgo el banco central interviene en el mercado cambiario con el objetivo de limitar la volatilidad del tipo de cambio.

En otros escenarios de riesgo, como por ejemplo frente a un crecimiento mayor al esperado de la demanda agregada que podrían generar presiones inflacionarias, el BCRP eleva su tasa de referencia de manera preventiva para evitar que estas potenciales presiones inflacionarias de demanda se materialicen.

En escenarios de alta incertidumbre, como los actuales, resulta fundamental que los bancos centrales, utilicen la combinación apropiada de instrumentos, en el momento oportuno y en la dosis correcta. La evaluación continua de escenarios de riesgo resulta fundamental para una respuesta oportuna de la política monetaria.





CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la brecha producto y de las expectativas de inflación indica que los riesgos de presiones de demanda que generan inflación se vienen disipando. Sin embargo, en el corto plazo, los factores de oferta que han afectado los precios de algunos productos alimenticios señalan que la inflación se ubicaría por encima del límite superior del rango meta en los siguientes meses, para converger hacia el rango meta a mediados de 2012.

Una acción de política monetaria vigilante del estado de la economía doméstica y de la incertidumbre en la economía mundial, así como de las expectativas de inflación ancladas en el rango meta y de la reversión de los choques de oferta, permitirán la convergencia de la inflación a la meta de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2011-2013.