



Síntesis

# Reporte de Inflación

Junio 2009

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a marzo de 2009 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos, Operaciones del Sector Público No Financiero. Los datos de las cuentas monetarias contienen información a abril en tanto que los datos de inflación, tipo de cambio y mercados financieros corresponden a mayo.

El **escenario internacional** continuó mostrando un deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial para el periodo 2009-2010, en línea con la significativa reducción del nivel de actividad económica que se ha registrado en los primeros meses del año en las principales economías desarrolladas y la mayoría de economías emergentes. Esta reducción de la actividad económica mundial ha estado caracterizada por la contracción del comercio exterior (a tasas no vistas en la post guerra) y una caída generalizada de los inventarios a nivel mundial.

No obstante, existen indicadores que permiten vislumbrar una paulatina recuperación de la economía mundial a partir del segundo semestre de este año, tales como la **mejora gradual de las condiciones financieras mundiales** y señales de recuperación del dinamismo económico de China. Con respecto a lo previsto en el Reporte de marzo se prevé una caída del PBI mundial de 1,3 por ciento en 2009, frente a una tasa casi nula contemplada anteriormente. Se proyecta una recuperación para los años 2010 y 2011 con tasas de crecimiento de 2,5 y 3,6 por ciento, respectivamente.

Considerando este deterioro en el entorno internacional y el menor nivel de actividad económica registrado en el país respecto a lo proyectado en el Reporte de marzo, se ha revisado a la baja la **proyección de crecimiento del PBI** de 5,0 por ciento a 3,3 por ciento para 2009. La actividad económica creció 1,8 por ciento en el primer trimestre de 2009 con una caída de 3,0 de las exportaciones reales y de 0,8 por ciento de la demanda interna. De manera similar a lo que se viene observando en el resto del mundo, buena parte de la menor producción obedece al fuerte ajuste a la baja de los inventarios. Se prevé que, en la medida que los niveles de inventarios se aproximen a los nuevos valores deseados, se inicie un proceso de recuperación de los niveles de producción que se verá reforzado por el impacto de las medidas de estímulo monetario y fiscal, y por una gradual recuperación de la economía mundial. Para los años 2010 y 2011, se esperan tasas de crecimiento de 5,5 y 5,7 por ciento, respectivamente, en línea con el crecimiento estimado del PBI potencial.

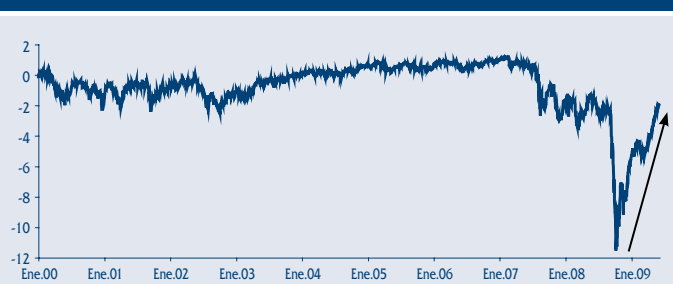
La **inflación** continuó la tendencia decreciente iniciada en diciembre, pasando de 6,7 por ciento en dicho mes a 4,2 por ciento en mayo, en un contexto en el que se han disipado las presiones que empujaron la inflación al alza durante los dos años previos. En efecto, las condiciones adversas de oferta agrícola

**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	2007	2008	2009*		2010*		2011*
			RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
<b>Economías desarrolladas</b>	2,7	0,8	-2,4	-3,7	1,3	1,0	2,2
1. EE.UU.	2,0	1,1	-2,6	-3,0	1,9	1,5	2,6
2. Eurozona	2,7	0,8	-2,0	-3,8	0,2	0,1	1,4
3. Japón	2,4	-0,7	-4,0	-6,3	1,0	0,8	1,6
4. Reino Unido	3,0	0,7	-2,5	-4,0	0,6	0,3	1,9
5. Canadá	2,7	0,5	-1,0	-2,5	1,9	1,9	3,3
6. Otras economías desarrolladas	4,7	1,4	-1,7	-3,3	2,2	1,9	3,1
<b>Economías en desarrollo</b>	8,3	6,1	3,2	1,8	4,9	4,5	5,5
1. África	6,2	5,2	3,4	2,0	4,9	3,9	5,2
2. Europa Central y del Este	5,4	2,9	-0,4	-3,4	2,5	1,4	3,8
3. Comunidad de Estados Independientes	8,6	5,5	0,9	-4,6	3,8	2,7	3,8
Rusia	8,1	5,6	1,1	-5,2	3,5	2,7	3,4
4. Asia en desarrollo	10,6	7,7	5,5	5,3	6,7	6,7	7,3
China	13,0	9,0	7,3	7,3	8,3	8,4	9,0
5. Medio Este	6,3	5,9	3,9	2,5	4,7	3,5	4,1
6. América Latina y Caribe	5,7	4,2	0,1	-1,6	2,5	2,2	3,5
<b>Economía Mundial</b>	5,2	3,1	0,2	-1,3	3,2	2,5	3,6
<b>Nota:</b>							
<b>BRICs</b>	10,5	7,6	4,8	3,8	6,2	6,2	6,7
<b>Socios comerciales del Perú</b>	4,7	2,8	-0,4	-1,7	2,6	2,2	3,3

RI: Reporte de Inflación.

**ESTADOS UNIDOS: ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS DE BLOOMBERG 1/**



1/ Índice de condiciones financieras normalizado, que combina spreads e índices del mercado de dinero, de acciones y de bonos. Los valores del índice representan desviaciones estándar respecto al índice promedio del período 1992-junio 2008.

Fuente: Bloomberg.

**TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)



\* Proyección.

mundial se han revertido de manera que se ha continuado registrando caída de precios de importación de insumos. Asimismo, se ha observado una clara tendencia decreciente de la tasa de inflación subyacente y de las expectativas de inflación.

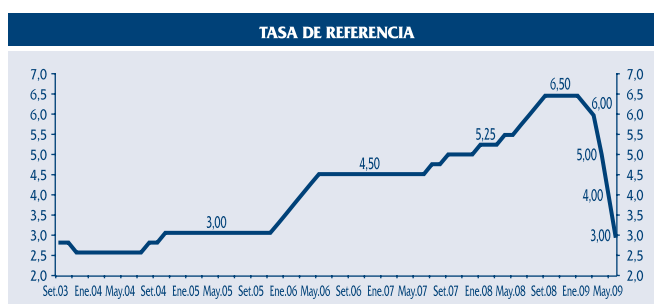
Para el resto del año 2009 se espera que continúe la convergencia de la inflación hacia su meta basándose en las siguientes previsiones: a) recuperación gradual del crecimiento de la actividad económica; b) menor inflación importada; y, c) retorno gradual de las expectativas de inflación hacia la meta. Para el periodo 2009-2010 se espera una tasa de inflación cercana al nivel meta en un entorno de **expectativas de inflación** de 2,0 por ciento, y una actividad económica consistente con el PBI potencial.

La posición de política monetaria ha continuado respondiendo a este entorno de menor inflación y de menores presiones inflacionarias. El Banco Central aceleró la flexibilización de su posición de política monetaria fomentando condiciones monetarias y crediticias más favorables, para lo cual aceleró el ritmo de reducción de la **tasa de interés de referencia**, iniciada en febrero de 2009, acumulando a junio de 2009 una disminución de 350 puntos básicos.

Estas acciones de política monetaria se han traducido en menores tasas de interés en el sistema financiero y en el mercado de capitales. La comunicación de las decisiones de política monetaria ha enfatizado que el Banco continuará con la flexibilización de su posición de política monetaria en tanto continúe la convergencia de la inflación y sus determinantes a la meta, por lo que las tasas de interés de diferentes plazos se han venido reduciendo anticipadamente.

Lo anterior ha complementado las **medidas de flexibilización de la liquidez** como han sido la reducción de encajes y la introducción de nuevos instrumentos de inyección monetaria, desde la profundización de la crisis financiera internacional en setiembre de 2008.

Hasta el cierre de febrero el **tipo de cambio** se elevó de manera importante con movimientos de portafolio en el mercado de dólares a futuro guiados por expectativas de depreciación. La reversión de esta tendencia se inició en la segunda semana de marzo, explicada inicialmente por la mayor oferta de dólares en el mercado cambiario debido al pago de regularización del impuesto a la renta, para luego ser reforzada por la disminución de la aversión al riesgo sobre los mercados emergentes por parte de inversionistas no residentes. Durante los meses de marzo y abril el BCRP no intervino en el mercado cambiario y permitió el vencimiento de Certificados de Depósitos reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP), lo cual tuvo un efecto estabilizador para atenuar el efecto de la reversión de portafolio por monedas, en esta oportunidad hacia el Nuevo Sol. No obstante, debido a la mayor volatilidad hacia la baja en el tipo de cambio que se registró en mayo, el BCRP realizó compras por US\$ 77 millones. En lo que va del año, las



reservas internacionales se han mantenido estables, pasando de un saldo de US\$ 31 196 millones al cierre del año 2008 a un saldo de US\$ 31 189 millones al cierre de mayo.

Se ha ajustado ligeramente la proyección del **déficit de cuenta corriente** para el año 2009, de 3,3 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 3,2 por ciento. Para el año 2010 se prevé un déficit de cuenta corriente similar al de 2009, considerando precios internacionales estables y una recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones, así como un mayor crecimiento económico y su impulso sobre el volumen de importaciones. Para el año 2011 la cuenta corriente mejoraría, pasando a un déficit de 2,6 por ciento del PBI debido al inicio de operaciones de proyectos mineros.

Durante el horizonte de proyección se espera que los flujos de capitales privados de largo plazo superen el 5 por ciento del PBI, excediendo los requerimientos externos, contribuyendo así a la sostenibilidad de la cuenta corriente.

Se ha revisado la proyección de **déficit fiscal** para los años 2009 y 2010, de 1,0 por ciento del PBI para ambos años, a niveles de 1,8 y 1,7 por ciento del PBI respectivamente. Aun cuando esta proyección mantiene la previsión de expansión de gasto asociada al Plan de Estímulo Económico anunciado por el gobierno, la proyección toma en cuenta los menores ingresos que tendría el fisco, debido a la caída en los precios de *commodities* respecto a los niveles promedio de 2008, así como el menor dinamismo de la actividad económica. La posición financiera fiscal actual permite la ejecución de una política anticíclica que es parte importante de la proyección de recuperación de la economía en el segundo semestre. Para el año 2011 se espera un déficit de 1,5 por ciento del PBI, es decir, una trayectoria gradual hacia el límite de 1,0 por ciento contemplado en la Ley.

## BALANCE DE RIESGOS

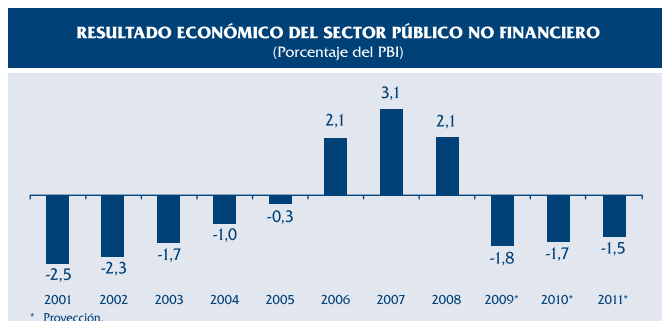
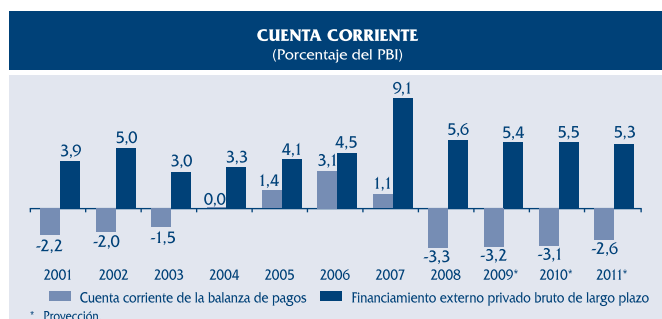
Como principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto a su escenario central, se mantienen los riesgos del Reporte anterior y además se incorpora un factor adicional de mayores precios de *commodities* alimenticios y del petróleo:

**Mayor deterioro de la economía mundial.** El escenario base considera un deterioro mayor de la economía mundial respecto al Reporte de Inflación de marzo, aunque compensado por un escenario de menor caída de los términos de intercambio. Sin embargo, existe la probabilidad de una recesión mundial más prolongada si las condiciones crediticias de los mercados desarrollados no se normalizan. Este riesgo conllevaría a un menor crecimiento económico y una menor inflación que las contempladas en el escenario base.

Bajo este escenario de riesgo la posición de política monetaria sería más flexible que en el escenario base.

OPERACIONES DE INYECCIÓN MONETARIA (En millones de nuevos soles)			
	Saldos		Flujo (b) - (a)
	Ago. 08 (a)	Abr. 09 (b)	
<b>Total</b>	<b>-39 002</b>	<b>-11 188</b>	<b>27 814</b> <sup>1/</sup>
Repo		4 039	4 039
CDs BCRP <sup>2/</sup>	-34 024	-13 515	20 509
Swap		600	600
Encaje	-4 978	-2 312	2 666

1/ Este flujo total es equivalente al 7,5 por ciento del PBI de 2008.  
2/ Incluye los CD BCRP, CD BCRP-NR y CDR BCRP.



**Menores presiones inflacionarias por menor gasto interno.** La proyección central de crecimiento económico está sujeta a factores de incertidumbre tales como el grado de desaceleración de la inversión privada, asociada al efecto de la crisis internacional, la finalización del proceso de ajuste de inventarios y la ejecución del Plan de Estímulo Económico. En este contexto, el dinamismo de la demanda y el crecimiento económico podrían ser menores que lo previsto en el escenario base.

Ante esta situación, la política monetaria se flexibilizaría sin amenazar el cumplimiento de la meta de inflación.

**Restricciones en la oferta de energía eléctrica.** La oferta de electricidad continúa alrededor del límite de su capacidad potencial, lo que posibilita el riesgo de fallas en el servicio. Adicionalmente, factores climáticos podrían generar un agravamiento del equilibrio entre oferta y demanda eléctrica, con el consecuente incremento en las tarifas eléctricas o la necesidad de uso de fuentes de energía alternativas más caras.

Este factor solo implicaría cambios en el comportamiento de la política monetaria si llegara a afectar las expectativas de inflación.

**Mayores precios de *commodities* alimenticios y petróleo.**

El escenario base considera que de manera paralela a la recuperación de la economía mundial, los precios de

los *commodities* alimenticios y del petróleo se elevarán moderadamente. Sin embargo, un escenario de mayores alzas en estas cotizaciones impulsaría el precio doméstico de los alimentos y los combustibles por encima de la proyección central.

Ante este contexto la política monetaria mantendría su posición mientras que no se eleven las expectativas de inflación y el impacto en la inflación sea transitorio.

La ponderación de los riesgos mencionados implica un balance neutral en la proyección de inflación. Esto significa que existe la misma probabilidad de que la inflación esté por debajo o por encima del escenario base a lo largo del horizonte de proyección.

### RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2007	2008	2009 1/		2010 1/		2011 1/
			RI Mar.09	RI Jun. 09	RI Mar.09	RI Jun. 09	RI Jun. 09
<b>Var.% real</b>							
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	5,0	3,3	6,0	5,5	5,7
2. Demanda interna	11,8	12,3	5,0	2,4	5,7	5,7	5,8
a. Consumo privado	8,3	8,7	5,5	2,5	5,2	3,6	4,2
b. Consumo público	4,5	1,8	2,6	6,8	4,5	3,4	3,6
c. Inversión privada fija	23,4	25,6	8,0	2,5	8,0	6,1	6,2
d. Inversión pública	18,4	42,8	51,1	49,4	13,2	14,7	11,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	8,2	1,9	-1,3	6,6	5,5	9,6
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	19,9	2,1	-4,7	5,1	6,2	9,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	2,8	-0,4	-1,7	2,6	2,2	3,3
<b>Nota:</b>							
Brecha de producto 2/ (%)	1,7	3,8	0,5 y 1,0	-1,0 y 0,0	0,0 y 0,5	-1,0 y 1,0	-1,0 y 1,0
<b>Var.%</b>							
6. Inflación proyectada	3,9	6,7	1,75-2,25	1,0-2,0	1,75-2,25	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,4	38,5	-50,8	-46,1	19,9	20,2	6,9
8. Precio promedio del trigo	45,2	26,7	-23,3	-22,7	9,1	13,1	2,8
9. Tipo de cambio nominal 3/	-7,0	4,5	5,1	-0,2	-0,2	1,5	0,3
10. Tipo de cambio real multilateral 3/	-1,7	-4,8	-3,7	-7,7	0,3	2,2	0,3
11. Términos de intercambio	3,6	-13,3	-14,6	-12,8	2,4	-0,2	-0,2
a. Índice de precios de exportación	14,0	5,1	-26,6	-20,3	6,1	4,4	2,3
b. Índice de precios de importación	10,0	21,2	-14,1	-8,7	3,6	4,7	2,5
<b>Var.% nominal</b>							
12. Circulante	27,1	16,7	13,0	7,0	13,5	8,5	9,0
13. Crédito al sector privado 4/	33,0	29,6	13,0	9,0	15,0	11,5	12,5
<b>% del PBI</b>							
14. Tasa de ahorro interno	24,1	23,6	24,0	23,4	24,4	25,0	26,4
15. Tasa de inversión interna	22,9	26,9	27,4	26,5	27,7	28,0	29,1
16. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,1	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3	-3,1	-2,6
17. Balanza comercial	7,7	2,4	-1,1	0,9	-0,3	0,7	0,9
18. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	9,1	5,6	4,8	5,4	4,6	5,5	5,3
19. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,8	19,4	18,5	19,1	18,7	19,0
20. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	17,3	19,1	19,3	18,9	19,2	19,4
21. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,1	-1,0	-1,8	-1,0	-1,7	-1,5
22. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	25,6	25,6	23,5	24,8	23,5

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/ Medido a tipo de cambio constante.  
 5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.