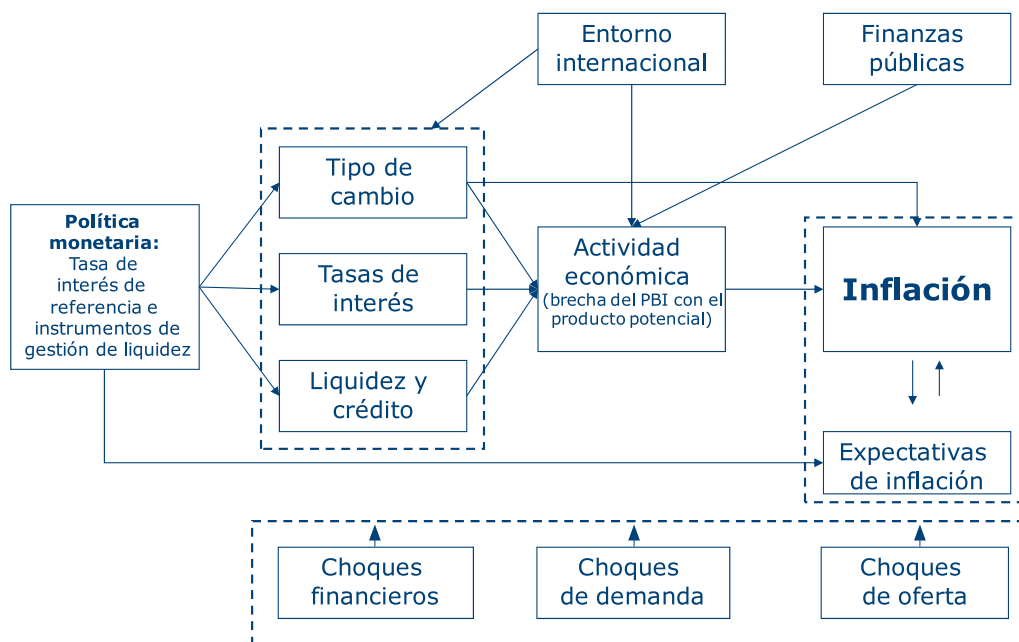


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2011-2013

Diciembre 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

Diciembre 2011

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	10
II. Actividad económica	35
III. Balanza de pagos	57
IV. Finanzas públicas	66
V. Política monetaria	83
VI. Inflación	103
VII. Balance de riesgos	115

RECUADROS

1. Competitividad y clima de negocios en el Perú: situación y agenda	51
2. Consolidación fiscal 2012-2013	79
3. Fortalezas de la economía peruana ante eventual profundización de la crisis de deuda de la Eurozona	98
4. Instrumentos macroprudenciales cíclicos	99
5. Política monetaria en escenarios de incertidumbre	100
6. Reforzando el potencial de inclusión financiera: el caso de los pagos móviles	102

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a setiembre de 2011 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, y a noviembre 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 marzo de 2012.





Resumen

- i. El escenario internacional de desaceleración de la actividad económica, en particular en Europa, y los riesgos de una crisis fiscal generalizada en dicha zona, ha sido el principal factor por el cual el Banco Central mantuvo su tasa de referencia en 4,25 por ciento desde junio del presente año. Esta posición de política monetaria actual de pausa tiene un carácter preventivo y es consistente con la convergencia de la inflación al nivel meta en 2012.

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 año 2011 el crecimiento del PBI ha mostrado una tendencia decreciente trimestre a trimestre, luego del crecimiento extraordinario de 8,8 por ciento de 2010. Esta desaceleración está asociada a la moderación en el dinamismo de la demanda interna, explicada principalmente por la evolución del gasto público y en menor medida de la inversión privada.

Sin embargo, la desaceleración fue menos pronunciada de lo previsto en el tercer trimestre, debido al alto crecimiento del consumo privado y la recuperación de las exportaciones. Así, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento del PBI para el año 2011, pasando de 6,3 por ciento en el Reporte previo a 6,8 por ciento en el presente Reporte. No obstante, considerando la evolución del entorno internacional, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento para el año 2012, pasando de una proyección de 5,7 por ciento a 5,5 por ciento. Para el año 2013 se mantiene la proyección de crecimiento en 6,3 por ciento.

- iii. El escenario central de proyección contempla un menor crecimiento de la economía mundial para los siguientes años, en particular para 2012, tomando en consideración el desarrollo reciente de la crisis de deuda pública en la Eurozona y el asociado endurecimiento de las condiciones crediticias y de liquidez en dicho continente. Esta proyección supone además un crecimiento moderado en otras economías desarrolladas donde la recuperación del consumo se vería limitada por el nivel de endeudamiento y el alto desempleo.

El crecimiento de las economías emergentes también se vería afectado por el canal comercial (exportaciones a países desarrollados) y la transmisión de la restricción de las condiciones crediticias en Europa al mercado de créditos externos bancarios, en particular aquellos sistemas financieros con menor liquidez doméstica y mayor fondeo externo relativo de corto plazo. Sin embargo, la desaceleración sería menor que en el caso de las economías desarrolladas.

- iv. El Sector Público no Financiero (SPNF) acumuló en el periodo enero-setiembre un superávit económico de 4,1 por ciento del PBI, mayor en 2,8 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2010. Esta evolución es resultado, de un lado, del incremento de los ingresos corrientes del gobierno general, y del otro, de la disminución de los gastos no financieros, en particular de los gastos de capital, como consecuencia principalmente de las dificultades de ejecución del gasto que enfrentaron los gobiernos subnacionales.

Tomando en cuenta la ejecución de las cuentas fiscales se proyecta para el año 2011 un superávit para el SPNF de 2,1 por ciento del producto, tasa mayor al superávit proyectado en el Reporte de setiembre (1,0 por ciento del PBI). Para el año 2012 se proyecta un superávit de 1,0 por ciento del PBI y para 2013 de 1,5 por ciento del PBI, resultados que reflejan un crecimiento moderado de los ingresos del gobierno general en comparación al que se obtendría en 2011 y un crecimiento del gasto en términos del PBI, especialmente en 2012.

- v. La proyección del déficit en cuenta corriente para el año 2011 sería de 1,5 por ciento del producto, menor al previsto en el Reporte de setiembre (2,8 por ciento). Esta revisión refleja los mejores resultados del tercer trimestre respecto a los esperados en el Reporte anterior debido a la mejora en los términos de intercambio y la menor renta de factores.

Para los siguientes años el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de setiembre, de 2,6 a 2,2 por ciento del PBI en 2012 y de 2,3 a 2,1 por ciento del PBI en 2013, como consecuencia principalmente del menor crecimiento previsto de la actividad económica y su impacto sobre la demanda de importaciones y de una menor renta de factores asociada a los menores precios de exportaciones.

- vi. Entre diciembre de 2010 y noviembre de 2011, la inflación anual se elevó de 2,08 a 4,64 por ciento, ubicándose 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 *commodities* desde los últimos meses de 2010, así como factores climatológicos internos que afectaron la oferta de algunos alimentos perecibles, principalmente entre los meses de agosto y noviembre.

Se espera que la inflación converja paulatinamente al rango meta hacia mediados de 2012, toda vez que se disipen las presiones de costos generadas por los incrementos significativos en los precios de *commodities*. Tal como en el Reporte anterior, 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:** Si bien es cierto que el escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de inflación de setiembre, dada la incertidumbre en los mercados internacionales como secuela de problemas de la deuda soberana y restricciones fiscales en economías de la Eurozona, esta tasa de crecimiento podría ser menor. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de los canales financiero y comercial. Parte de estos efectos han sido observados desde la publicación del Reporte de setiembre (por ejemplo, una reducción en los términos de intercambio), y han sido incorporados en el escenario base.

Este escenario describe en esencia un evento similar al de finales de 2008 con fuerte caída de la actividad económica mundial, reducción de los términos de intercambio y salida de capitales de emergentes. El incremento de la incertidumbre puede generar pánico entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales (*sudden stop*) con una depreciación abrupta del tipo de cambio y un incremento del riesgo país.

El menor dinamismo de los mercados financieros globales conllevaría a una recesión global, reflejada en el menor crecimiento de nuestros socios comerciales y una menor inflación externa. Al mismo tiempo, la caída en los términos de intercambio, como resultado de una caída de los precios de los *commodities*, generaría un mayor debilitamiento del crecimiento doméstico. En este contexto, se espera que las tasas de interés internacionales permanezcan bajas por más tiempo que el contemplado en el escenario base.

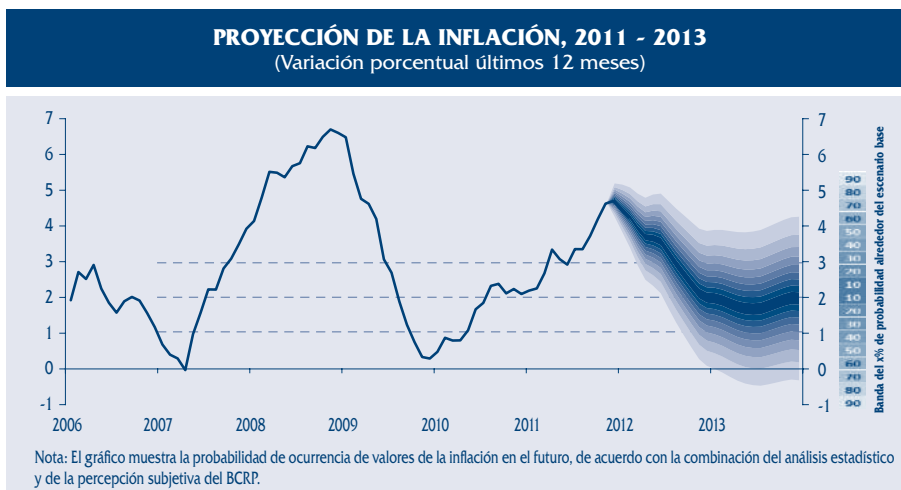
De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará su alta disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección para proveer liquidez al sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y con ello aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas, y si fuera necesario flexibilizaría las condiciones monetarias.

- 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 o condiciones climáticas adversas:** A pesar de que el ritmo de incremento en los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles

se ha estabilizado, existe el riesgo que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo los diseñadores de política van a resolver los retos y las preocupaciones acerca del panorama económico futuro tienen un efecto marcado sobre el nivel de actividad económica global. Una política económica más decisiva y creíble en la mayor parte de las economías avanzadas pueden elevar la confianza más rápidamente de lo que actualmente se proyecta, e inducir a un mayor impulso de la economía global. 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. Adicionalmente, el escenario base contempla condiciones climáticas que se normalizan a lo largo del año. Sin embargo, hay el riesgo de condiciones climáticas adversas, tales como un Fenómeno de La Niña de mayor intensidad que afecte la disponibilidad hídrica. En estos escenarios, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos eventos se trasladan a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

- d. Mayores expectativas de inflación:** En este escenario se contempla la posibilidad de que una reversión más lenta de la inflación exacerbe el riesgo de que las expectativas de inflación de las familias y empresas se mantenga persistentemente por encima de la meta, el cual podría reflejarse en la inflación a través de mayores costos y precios esperados por parte de las firmas. En este caso, el Banco Central ajustaría su posición de política monetaria con la finalidad de que las expectativas de los agentes privados se alineen a la meta de inflación.

En resumen, el **balance de estos riesgos indica un sesgo a la baja** en la proyección de la inflación para fines de 2012.





I. Escenario Internacional

1. El desarrollo que ha tenido la crisis de deuda soberana en la Eurozona en los últimos meses viene generando una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales y ha afectado la confianza de los consumidores e inversionistas en Europa. Ante este contexto de mayor incertidumbre, el escenario central de proyección prevé un menor crecimiento de la economía mundial para los siguientes años, en particular para 2012. Esta proyección supone además un crecimiento moderado en otras economías desarrolladas donde la recuperación del consumo se vería limitada por el nivel de endeudamiento y el alto desempleo. Ello, en un contexto de presiones inflacionarias contenidas, hace prever el mantenimiento de bajas tasas de interés internacionales por un período prolongado e incrementa la probabilidad de estímulos monetarios no convencionales.

El crecimiento de las economías emergentes también se vería afectado por la evolución de los países desarrollados y además por la persistencia de presiones inflacionarias en sus economías. Sin embargo, la desaceleración sería menor que en el caso de las economías desarrolladas debido a cierta estabilidad en los precios de los *commodities* (ante los altos niveles de liquidez internacional y las restricciones de oferta) y el margen para la aplicación de políticas anticíclicas.

El escenario central de proyección continúa presentando una alta incertidumbre como en el último Reporte. Las proyecciones se revisarían a la baja en caso se registre un mayor deterioro en la crisis de deuda de la Eurozona que afecte aún más la confianza de los agentes y genere una fuerte contracción del crédito (*credit crunch*). La forma como se aborde la crisis de la eurozona y cómo evolucione la situación de los bancos determina en gran medida la evolución futura del escenario internacional. Otro factor de riesgo reciente es la falta de acuerdo respecto a las medidas fiscales que deberá adoptar la economía de Estados Unidos (EUA) a partir de 2013, lo cual ocasionaría que se dejen sin efecto incentivos tributarios y se activen recortes automáticos de gastos lo cual podría llevar a un ajuste fiscal desordenado.

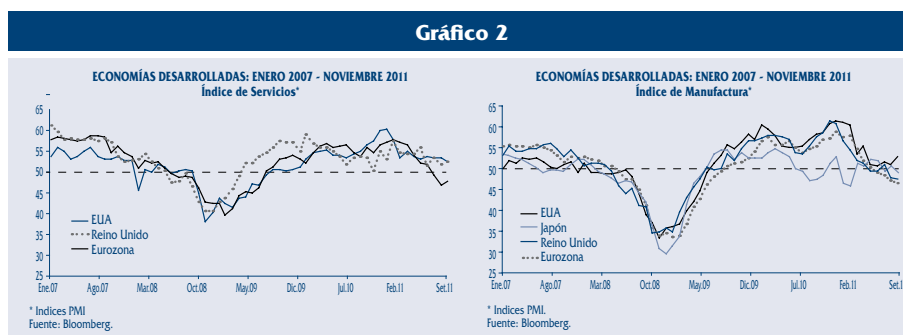
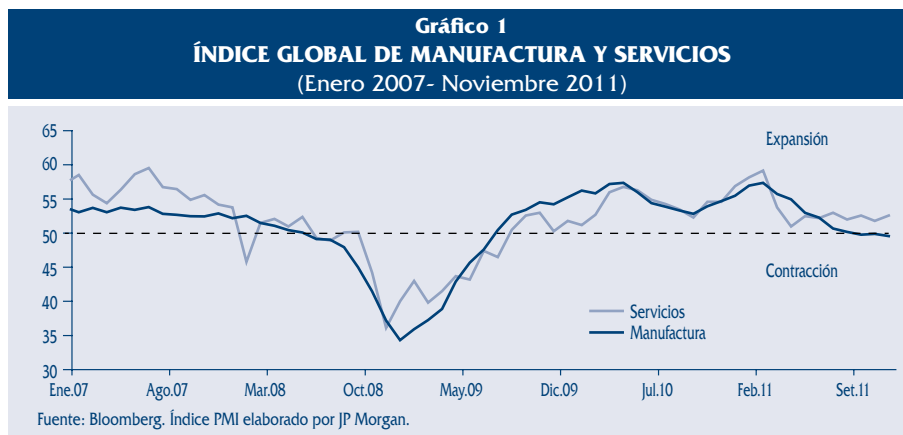
Actividad económica mundial

2. Desde la publicación del último Reporte de inflación las condiciones externas se han deteriorado debido al problema de deuda en la Eurozona. Lo que era un problema básicamente enfocado en países pequeños de la zona Euro hasta mediados del año se ha extendido hacia economías de peso significativo en la economía mundial, como España, Italia y Francia. El incremento generalizado de los rendimientos soberanos europeos observado en los últimos meses, en muchos casos a niveles récords, refleja las dificultades que enfrentan las economías europeas para captar fondos del mercado.

A la fecha de publicación del presente Reporte se mantiene la incertidumbre sobre la solución de la crisis y no se descarta que ésta impacte sobre otras economías desarrolladas como EUA, Reino Unido e inclusive sobre economías emergentes.

3. El deterioro de las condiciones externas se ha reflejado, por un lado, en un menor crecimiento mundial en los últimos meses y, por otro lado, en una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento para 2012 y ligeramente en 2013.

Respecto al menor crecimiento que se viene observando durante este año, la economía mundial ha experimentado una desaceleración importante y prácticamente generalizada que se refleja, a nivel sectorial, en un deterioro de los indicadores de producción manufacturera y servicios. Los índices de actividad globales (PMI del JPMorgan) confirman esta desaceleración básicamente por la evolución de las economías desarrolladas. Luego de los efectos del terremoto en Japón del primer semestre, el riesgo de recesión en Europa está afectando la evolución del segundo semestre. El índice de actividad manufacturera global de octubre se ubicó en 50, pero los de la Eurozona y Reino Unido estuvieron por debajo de ese umbral. Por su parte, el índice de servicios global se ubicó ligeramente por encima de 50, con excepción de la Eurozona.





4. Las proyecciones de crecimiento mundial para los años 2012 y 2013 se han revisado a la baja. Se estima que en 2012 la tasa de crecimiento mundial sería de 3,3 por ciento y en 2013 la tasa ascendería a 3,8 por ciento, en línea con los datos ejecutados, el deterioro en la confianza de consumidores e inversionistas y las condiciones financieras internacionales menos favorables. Se asume además la aplicación de medidas de ajuste fiscal, en los países con problemas, mayores a las esperadas en el Reporte de setiembre. Las mayores revisiones a la baja se observan en las economías desarrolladas.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL: 2008 - 2013
(Variaciones porcentuales anuales)

	2008	2009	2010	2011		2012		2013	
				RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
Economías desarrolladas	0,1	-3,7	3,1	1,6	1,6	1,9	1,3	2,2	1,9
1. Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,5	1,7	2,0	1,8	2,4	2,1
2. Eurozona	0,4	-4,2	1,8	1,5	1,4	0,9	-0,6	1,3	0,9
Alemania	1,1	-5,1	3,7	2,8	2,8	1,3	0,1	1,6	1,2
Francia	-0,1	-2,7	1,5	1,6	1,5	1,1	-0,3	1,4	0,8
3. Japón	-1,2	-6,3	4,0	-0,6	-0,4	2,2	2,0	1,9	1,9
4. Reino Unido	-1,1	-4,4	1,8	1,0	0,9	1,5	0,9	1,9	1,6
5. Canadá	0,7	-2,8	3,2	2,3	2,3	2,2	1,9	2,4	2,2
6. Otras economías desarrolladas	1,6	-1,2	5,8	3,6	3,4	3,5	3,0	3,8	3,6
Economías en desarrollo	6,0	2,8	7,3	6,0	5,8	5,8	5,5	5,9	5,8
1. África subsahariana	5,6	2,8	5,4	5,5	4,7	4,6	4,4	5,4	5,4
2. Europa Central y del Este	3,1	-3,6	4,5	3,8	3,8	3,6	2,8	3,7	3,5
3. Comunidad de Estados independientes	5,3	-6,4	4,6	4,6	4,2	4,3	4,0	4,3	4,1
Rusia	5,2	-7,8	4,0	4,3	3,9	4,2	3,8	4,0	3,7
4. Asia en desarrollo	7,7	7,2	9,5	7,8	7,6	7,7	7,4	7,7	7,6
China	9,6	9,2	10,3	8,8	8,8	8,6	8,2	8,6	8,4
India	6,2	6,8	10,1	7,9	7,7	7,7	7,5	7,7	7,7
5. Oriente Medio y Norte de África	4,6	2,6	4,4	3,8	3,5	3,5	3,4	4,0	4,0
6. América Latina y Caribe	4,3	-1,7	6,1	4,2	3,9	3,8	3,5	3,8	3,8
Brasil	5,2	-0,6	7,5	4,2	3,3	3,8	3,4	4,0	4,0
Economía Mundial	2,8	-0,7	5,1	3,7	3,6	3,7	3,3	3,9	3,8
Nota:									
BRICs 1/	7,7	5,4	9,2	7,5	7,3	7,3	6,9	7,3	7,2
Socios Comerciales 2/	2,6	-1,4	4,5	3,2	3,2	3,2	2,7	3,3	3,1

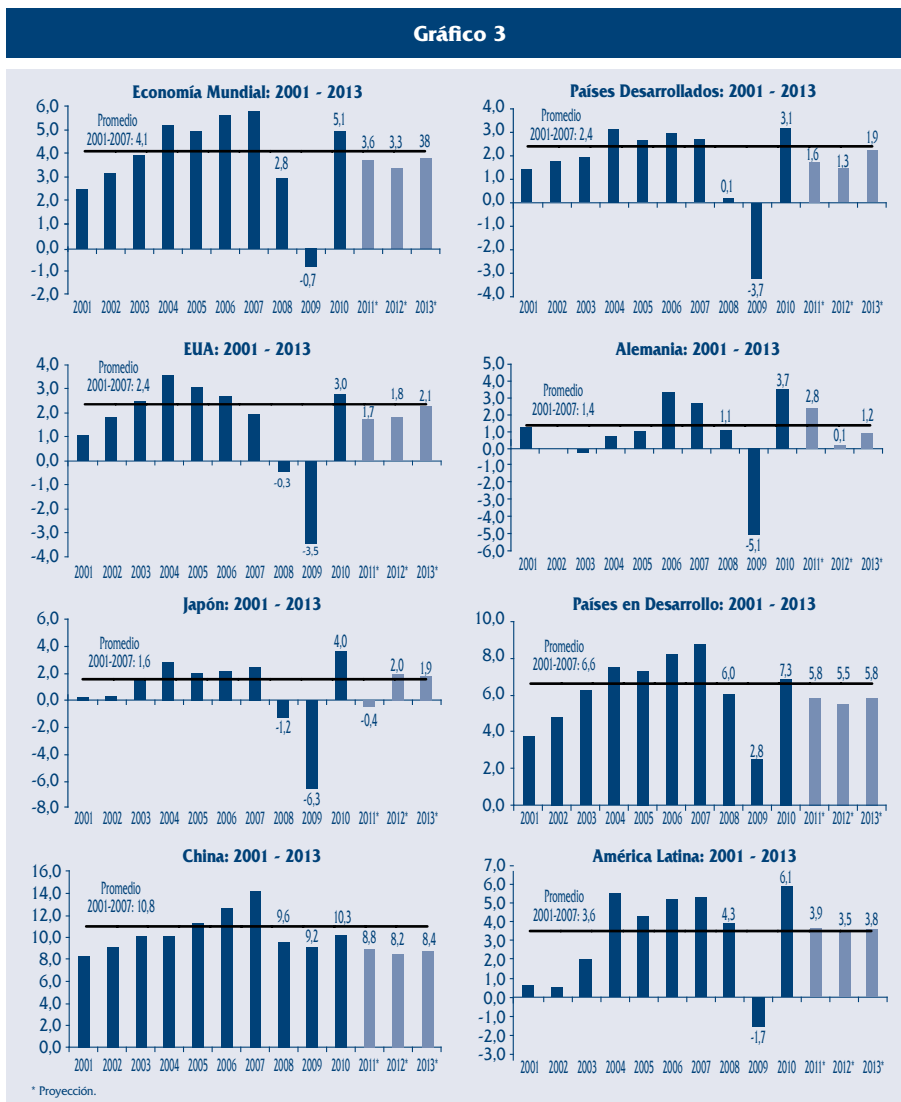
Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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

Asimismo, en esta coyuntura, la probabilidad de una recesión global ha aumentado significativamente. Este escenario supondría que el contagio que se ha registrado hacia las economías más grandes —como Francia e Italia— se agrave e incluso se extienda hacia otras economías desarrolladas y pueda generar una contracción significativa en el crédito. También existe el riesgo respecto a la aprobación de las medidas fiscales en EUA y a una desaceleración de China por encima de lo esperado. En este contexto no se descartan estímulos monetarios adicionales en las economías desarrolladas lo que supondría el mantenimiento de elevados niveles de liquidez internacional por un período prolongado.

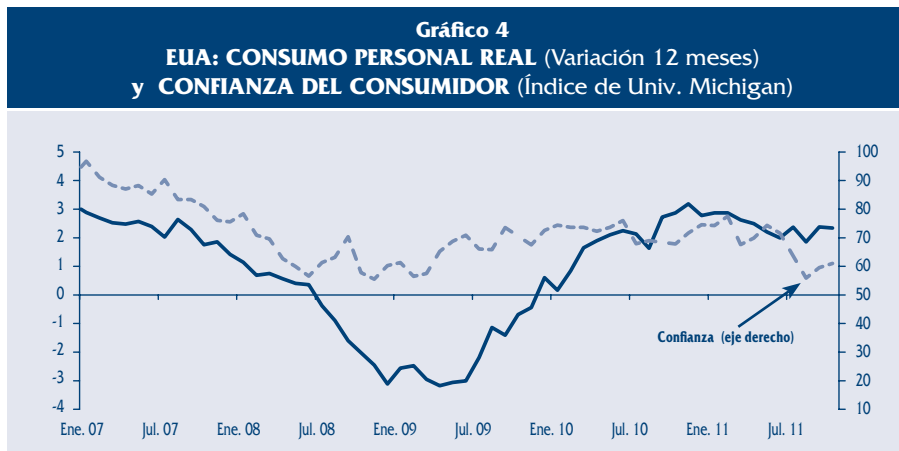
Gráfico 3



5. Desde la publicación del último Reporte de inflación, la economía de **EUA** ha mostrado una mejor evolución. Los indicadores recientes han sido alentadores, luego del débil crecimiento registrado en el primer semestre del año. En el tercer trimestre el PBI creció 2 por ciento, luego del 0,9 por ciento promedio registrado en el primer semestre. El consumo privado, principal componente de la demanda agregada, registró un crecimiento superior al 2 por ciento. Los indicadores más recientes de empleo y ventas minoristas señalan una evolución positiva para el último trimestre del año: el consumo privado creció 2 por ciento en octubre, las peticiones por subsidio de desempleo semanales han disminuido a niveles no observados desde abril y las ventas minoristas de noviembre habrían sido significativas¹.

1 Las ventas del *Black Friday* (25 de noviembre) crecieron 6,6 por ciento anual.





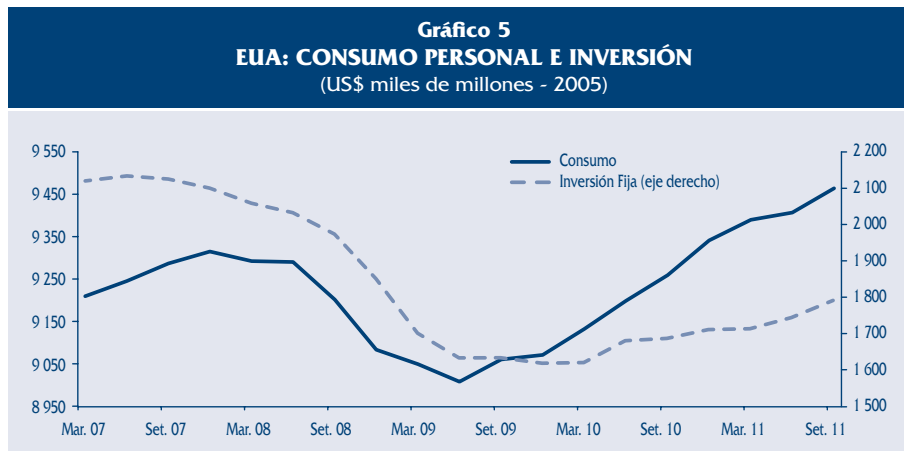
Cuadro 2
EUA: CRECIMIENTO DEL PBI TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO (I TRIM. 2009 - III TRIM. 2011)
Tasas trimestrales anualizadas

	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11
PBI	-6,7	-0,7	1,7	3,8	3,9	3,8	2,5	2,3	0,4	1,3	2,0
Consumo Personal	-1,5	-1,9	2,3	0,4	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	2,3
Duradero	2,4	-4,0	20,3	-4,8	9,9	7,8	8,8	17,2	11,7	-5,3	5,5
No Duradero	-1,0	-1,5	2,0	3,1	4,8	1,9	3,0	4,3	1,6	0,2	-0,6
Servicios	-2,3	-1,7	-0,1	0,4	1,0	2,5	1,6	1,3	0,8	1,9	2,9
Inversión Bruta	-46,7	-22,8	2,9	36,8	31,5	26,4	9,2	-7,1	3,8	6,4	-0,9
Inversión Fija	-32,2	-17,0	0,7	-3,8	1,2	19,5	2,3	7,5	1,2	9,2	12,3
No Residencial	-31,3	-15,8	-3,3	-3,7	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	14,8
Residencial	-35,4	-21,3	17,8	-3,8	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,4	4,2	1,6
Exportaciones	-29,0	-0,5	13,9	23,5	7,2	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,3
Importaciones	-34,0	-15,0	16,3	17,4	12,5	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	0,5
Gasto de Gobierno	-1,7	5,9	1,3	-0,9	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1

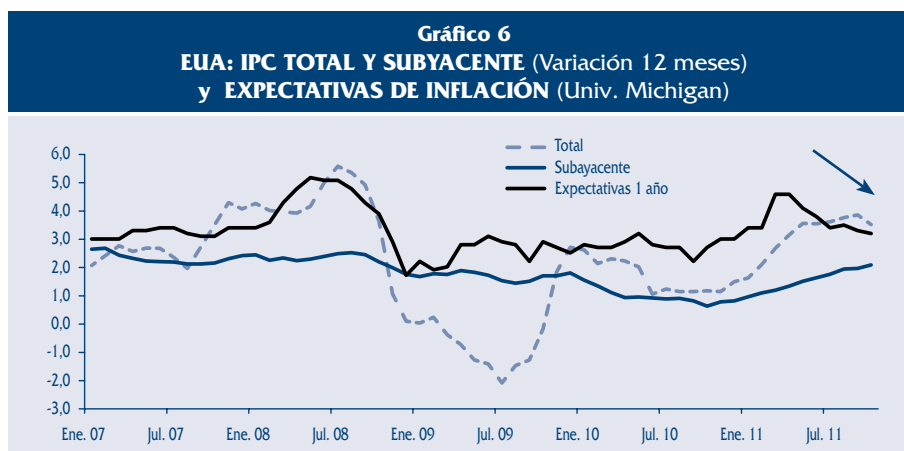
Fuente: BEA.

A diferencia del consumo, la inversión privada bruta, que se ubica 16 por ciento por debajo del nivel previo a la crisis, mostró una evolución negativa debido a menores inventarios y a la inversión residencial afectada por los bajos precios de los inmuebles y las condiciones financieras negativas del segmento de hipotecas. Cabe mencionar que la evolución de la inversión no residencial, asociada a equipo y *software*, se ha mantenido sólida en parte por las ganancias corporativas que a lo largo del año han sido mejores a lo esperado.

Del mismo modo, el gasto de gobierno ha tenido un impacto negativo en el crecimiento, lo que no se revertiría en los próximos años dado el esperado ajuste fiscal requerido para mantener la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo.



Esta ligera recuperación de la actividad económica de EUA se ha dado en un contexto de reducción de las presiones inflacionarias. A diferencia del Reporte previo, los indicadores más importantes (precios al consumidor, al productor y deflactor de precios del gasto de consumo personal) reflejaron una reducción de las presiones inflacionarias en noviembre básicamente por el rubro de energía que revirtió la tendencia observada desde fines de 2010.



En este contexto, en noviembre, la Reserva Federal (FED) reafirmó que las tasas se mantendrían bajas por lo menos hasta mediados de 2013 y no descartó la posibilidad de un estímulo monetario adicional en el futuro. Cabe mencionar que en la reunión del 21 de setiembre, la FED lanzó una operación conocida como 'twist', a través de la cual se canjean bonos a corto plazo (inferior a 3 años) por bonos a largo plazo (entre 6 y 30 años). Con esta operación se reducirían las tasas de largo plazo, haciendo las condiciones financieras más favorables. El monto de títulos a canjear ascendería a US\$ 400 mil millones y funcionará hasta junio de 2012.





En este contexto la proyección de crecimiento de **EUA** para 2011 se ha revisado al alza, de 1,5 a 1,7 por ciento, en línea con los datos ejecutados; mientras que, para el año 2012 se ha revisado a la baja, de 2,0 a 1,8 por ciento en línea con el deterioro del entorno internacional y de las condiciones financieras.

6. En la **Eurozona** las perspectivas de crecimiento se redujeron durante el último semestre del año debido a las peores condiciones financieras en la región, los ajustes fiscales y el deterioro de la confianza de consumidores e inversionistas. A nivel sectorial, ello se refleja –por tercer mes consecutivo– en la caída de los índices de manufactura (PMI) por debajo del umbral de 50.

Se estima un crecimiento de 1,4 por ciento en 2011 y una contracción de 0,6 por ciento en 2012, año en que, con excepción de Alemania, todas las economías de la región tendrían un crecimiento negativo. En el caso de **Francia**, la segunda economía más grande de la Eurozona, la contracción estimada se explica en gran medida por su exposición a activos de países con problemas de deuda.

De acuerdo con los reportes del BIS del mes de setiembre, la exposición de la banca francesa a los países con problemas financieros (España, Grecia, Irlanda, Portugal e Italia) habría aumentado a 26 por ciento del total de activos (US\$ 0,84 billones) en comparación al 17 por ciento (US\$ 0,80 billones) que se reportaba en un informe previo, lo que generó temor entre los agentes de mercado que solicitaban rendimientos mayores por adquirir los papeles franceses. En concreto, el aumento de la exposición se debió a la mayor participación de activos italianos y españoles en el portafolio de activos de la banca francesa.

Cuadro 3
EXPOSICIÓN DE BANCOS EN PAÍSES CON PROBLEMAS FINANCIEROS
(Porcentaje del total de activos)

	España	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal	Total	Total activos (US\$ billones)
Alemania	5,0	0,7	3,5	5,1	1,2	15,4	4,5
Estados Unidos	2,3	0,5	1,3	3,2	0,6	8,0	9,1
Francia	5,6	2,0	1,7	15,2	1,0	25,5	3,3
Japón	1,0	0,0	0,8	1,6	0,1	3,5	2,9
Reino Unido	2,2	0,3	3,2	1,7	0,5	8,0	5,8
Suiza	1,2	0,2	0,7	1,4	0,1	3,6	2,6

* Incluye activos externos y otras potenciales exposiciones (derivados, garantías, etc.).
Fuente : BIS, setiembre 2011.

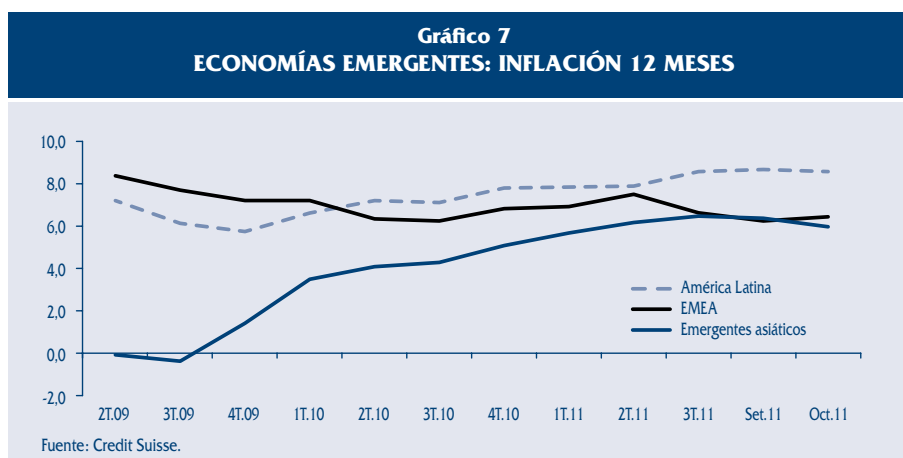
En el caso de **Alemania**, el crecimiento de 2012 se revisó a la baja (de 1,3 a 0,1 por ciento) debido al menor dinamismo de la actividad industrial y al deterioro en la confianza del consumidor, factores que se compensarían parcialmente por la evolución del sector construcción.

Los mayores riesgos de recesión en la Eurozona generaron el recorte de tasas del Banco Central Europeo (BCE) en noviembre de 25 pbs. a 1,25 por ciento. El BCE anunció que comprará bonos cubiertos por € 40 mil millones de títulos con calificación mínima de BBB- y plazo máximo de vencimiento de 10,5 años. Estas medidas se sumaron a las de octubre, cuando el BCE anunció inyecciones de liquidez a 1 año, con el fin de mejorar las condiciones financieras que enfrentaban los bancos.

7. En **Japón**, luego de tres trimestres consecutivos de crecimiento negativo, la economía se expandió 6 por ciento en el tercer trimestre del año (tasa anualizada). Con este resultado, el país estaría dando señales de retomar la senda de crecimiento luego del desastre natural de marzo de 2011 apoyado por el incremento del gasto público en infraestructura.

Sin embargo, existen factores de riesgo importantes que podrían generar un retroceso en la economía. Las exportaciones a Asia han disminuido en octubre debido a los problemas en Tailandia, producto de las inundaciones que afectaron las rutas de transporte de mercancías de la región asiática. De continuar los problemas, los efectos sobre el crecimiento podrían extenderse incluso hasta el primer trimestre de 2012. Del mismo modo, la fuerte desaceleración en Europa y las restricciones de energía limitarían la recuperación esperada para los próximos años.

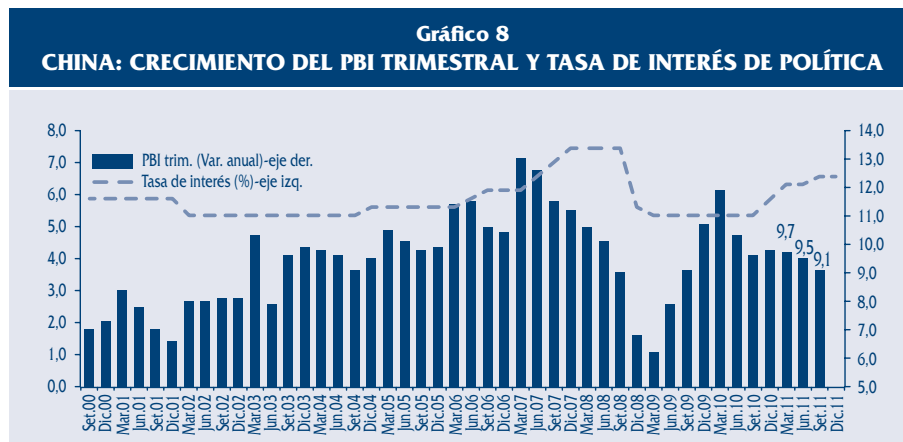
8. Se espera que las **economías en desarrollo** crezcan a tasas cercanas a 5,8 por ciento en 2011 lideradas por las economías de Asia emergente (China e India) y Latinoamérica. En el caso de **China**, la actividad crecería a tasas mayores a 8 por ciento mientras que el nivel de actividad en la **India** registraría tasas de crecimiento superiores a 7 por ciento. **América Latina** registraría tasas del orden de 4 por ciento en 2011. Este crecimiento se da en un contexto en que, a diferencia de las economías desarrolladas, las presiones inflacionarias se mantienen altas a pesar de la corrección en los precios de los alimentos en setiembre y octubre por liquidación de posiciones por parte de inversionistas.





El crecimiento en **China** continúa a tasas altas apoyado por la inversión (privada y pública) y por el sector externo. Sin embargo se viene observando cierta desaceleración puesto que en el tercer trimestre de 2011 la economía creció 9,1 por ciento, tasa menor a la registrada en los dos trimestres previos y la menor desde el segundo trimestre de 2009. Esto refleja un menor dinamismo de sectores claves como la industria, la manufactura y algunos sectores transables.

Esta evolución responde al efecto de las medidas restrictivas adoptadas por el gobierno en la primera parte del año destinadas a combatir la inflación y evitar un aumento desmedido del crédito y la formación de burbujas de precios en sectores como el inmobiliario. Respecto a la inflación, el índice de precios al consumidor subió sostenidamente hasta julio (6,5 por ciento) para luego irse desacelerando hasta una tasa anual de 4,2 por ciento en noviembre. Debido a esta evolución, se espera que el Banco Central, luego de los ajustes de este año, no realice nuevas alzas en su tasa de política. Incluso el Banco de China redujo la tasa de requerimiento de encaje en noviembre último.



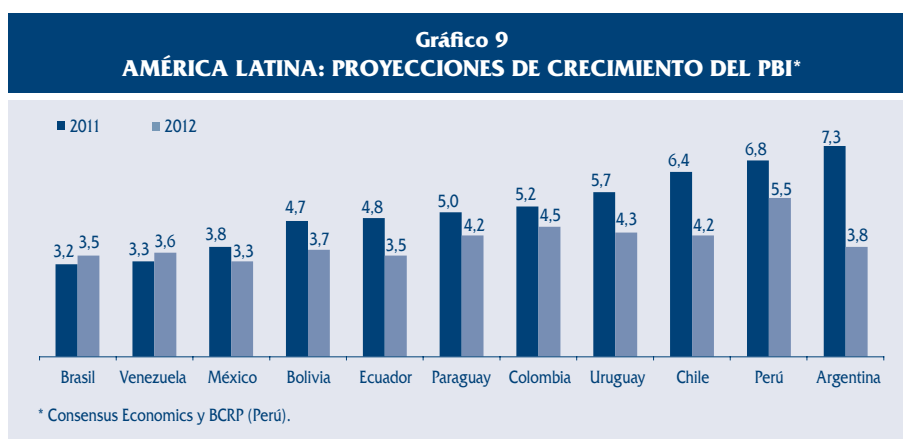
Cuadro 4
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA: 2010 - 2011

	2010		2011			
	Diciembre	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre
PMI manufactura	53,9	50,7	50,9	51,2	50,4	49,0
Producción Industrial (var% 12 meses)	13,5%	14,0%	13,5%	13,8%	13,2%	12,4%
Inversión en activos fijos (var% 12 meses)	24,5%	25,4%	25,0%	24,9%	24,9%	24,5%
Ventas minoristas (var% 12 meses)	19,1%	17,2%	17,0%	17,7%	17,2%	17,3%
Exportaciones (var% 12 meses)	17,9%	20,4%	24,5%	17,1%	15,9%	13,8%
Importaciones (var% 12 meses)	25,6%	22,9%	30,2%	20,9%	28,7%	22,1%
Nuevos préstamos (Miles de millones de yuanes)	481	493	549	470	587	562
Inflación (var% 12 meses)	4,6%	6,5%	6,2%	6,1%	5,5%	4,2%
Inflación alimentos (var% 12 meses)	9,6%	14,8%	13,4%	13,4%	11,9%	8,8%

Fuente: Bloomberg.

En el tercer trimestre, en la mayoría de países de **América Latina**, se presentaron tasas de crecimiento menores que las de los trimestres anteriores. Así como la demanda interna continúa liderando el crecimiento, destaca, también, el menor dinamismo de las exportaciones y del sector industrial. Se espera que esta desaceleración se acentúe en los próximos meses. Por otro lado, el menor ritmo de crecimiento se ha visto acompañado, en muchos casos, por repuntes en las tasas de inflación.

Cabe indicar que los países de la región no presentan igual grado de desaceleración lo cual ha determinado distintas reacciones de política. Mientras que Brasil continuó recortando su tasa de política en octubre y noviembre; en Colombia, país que no presenta síntomas de contagio del entorno internacional, el Banco de la República incrementó su tasa de política en 25 pbs a 4,75 por ciento en el último mes. Se espera que la región crezca 3,9 por ciento este año y 3,5 por ciento en 2012.



En los últimos meses los países emergentes del este asiático vienen mostrando una desaceleración, asociada principalmente con el débil desempeño de EUA y la Unión Europea (UE) y la persistencia de la incertidumbre financiera global. En este contexto, las proyecciones de crecimiento para el año han sido ajustadas a la baja (hecho agravado, en el caso de Tailandia, por el considerable efecto de las recientes inundaciones). Las economías emergentes de Asia se han visto menos afectadas que las economías desarrolladas debido a su menor exposición y apertura y al fuerte dinamismo de su demanda interna.

Por su parte, el crecimiento de Europa del Este también ha sido revisado a la baja debido al menor crecimiento de las economías desarrolladas de Europa que constituyen el destino principal de sus exportaciones. Por otro lado, el espacio para la aplicación de políticas contracíclicas es reducido debido al deterioro de sus cuentas fiscales y al incremento de sus costos financieros.





Mercados Financieros

9. En los meses recientes la volatilidad se ha acentuado, con liquidaciones en posiciones riesgosas. Los mercados de deuda soberana, mercados de dinero, cambiarios y bolsas mundiales han reflejado esta mayor aversión al riesgo tal como lo muestra, por ejemplo, el indicador VIX.



10. En los mercados de **deuda soberana** las condiciones financieras se agudizaron debido a las discrepancias entre los miembros de la zona euro sobre la manera de enfrentar la crisis, las dificultades políticas en Italia y España y la incertidumbre sobre la forma que tendría la participación privada en los programas de rescate que generó las liquidaciones de posiciones en títulos soberanos de países como Portugal, España e Italia.

En los últimos meses se ha registrado un rápido incremento en los rendimientos soberanos de las principales economías al igual que las primas por riesgo de moratoria (*spread* de los CDS). En el caso de Italia y España los rendimientos de los bonos a 10 años alcanzaron los niveles récords de 7,26 y 6,69 por ciento, respectivamente, el 25 de noviembre, lo que generó especulaciones sobre un inminente pedido de ayuda al FMI. De igual forma, los CDS continuaron aumentando por los recortes de calificación que se dieron en el periodo y las posiciones encontradas respecto a las mayores capacidades del fondo de rescate europeo (EFSF) y la participación del Banco Central Europeo en la solución de la crisis.

La liquidación de posiciones en los mercados soberanos de la Eurozona se ha extendido, desde setiembre, a títulos de economías sólidas como la de Alemania. La preferencia por títulos soberanos de menor riesgo ha favorecido a los mercados soberanos de EUA y, desde setiembre, a los de Reino Unido.

Cuadro 5
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Fin de período					Diferencia de noviembre respecto a:			
	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Ago.11	Nov.11	Ago.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
CDS (pbs)									
EUA	67	38	42	50	51	1	9	13	-16
Reino Unido	107	83	74	59	92	32	18	9	-15
Alemania	46	26	59	75	98	23	39	72	53
Francia	54	32	107	153	200	47	93	168	146
España	101	113	348	357	407	50	60	294	307
Italia	157	109	238	361	480	120	242	371	323
Grecia	232	283	1 026	2 233	8 112	5 879	7 086	7 829	7 880
Portugal	96	92	497	914	1 066	152	568	974	969
Irlanda	181	158	619	768	718	-50	99	560	537
Rendimiento del Tesoro de 10 años (%)									
EUA	2,21	3,84	3,29	2,22	2,07	-16	-123	-177	-14
Reino Unido	3,02	4,02	3,40	2,60	2,31	-29	-108	-170	-71
Alemania	2,95	3,39	2,96	2,22	2,28	6	-68	-111	-67

Fuente: Bloomberg.

11. Los mercados de deuda de los países de América Latina continuaron afectados por la mayor aversión al riesgo global en los mercados financieros internacionales durante los meses de setiembre y octubre. Los *spreads* crediticios de la región continuaron aumentando desde agosto hasta los primeros días de octubre, alcanzando niveles máximos del año.

Cuadro 6
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

	Fin de período					Diferencia de noviembre respecto a:			
	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Ago.11	Nov.11	Ago.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
EMBIG (pbs.)									
Perú	509	165	165	186	227	41	62	62	-282
Brasil	429	189	189	197	229	32	40	40	-200
Chile	343	95	115	151	159	8	44	64	-184
Colombia	498	203	172	165	199	34	27	-4	-299
Emergentes	724	294	289	354	413	59	124	119	-311
CDS (pbs.)									
Perú	303	124	113	156	167	11	53	42	-136
Brasil	299	123	111	143	164	21	53	41	-135
Chile	203	69	84	88	115	27	31	46	-88
Colombia	308	144	113	147	160	13	47	16	-148
México	292	134	113	141	161	20	48	27	-131

Fuente: Bloomberg.

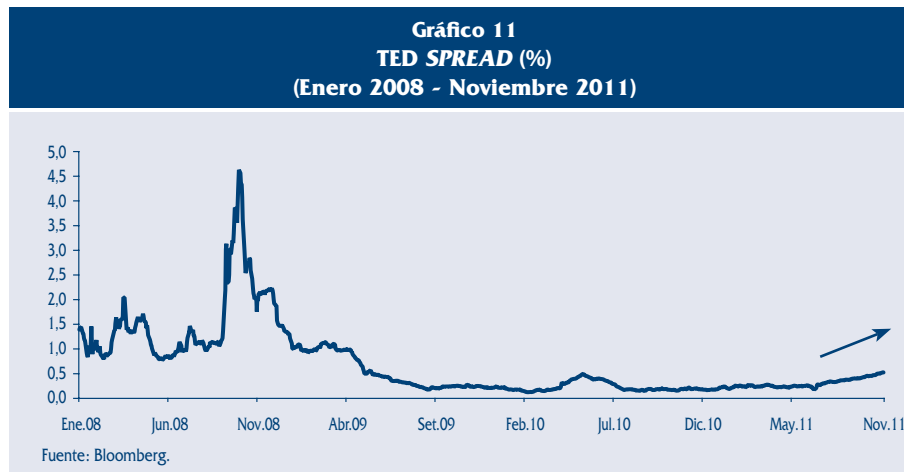
12. En los **mercados de dinero** la volatilidad ha sido diferenciada y ha afectado principalmente el financiamiento de la banca europea.

Como se informó en el Reporte de setiembre, en los mercados americanos las condiciones de financiamiento no se han visto muy afectadas básicamente por la menor exposición de la banca americana en las economías europeas de la periferia.

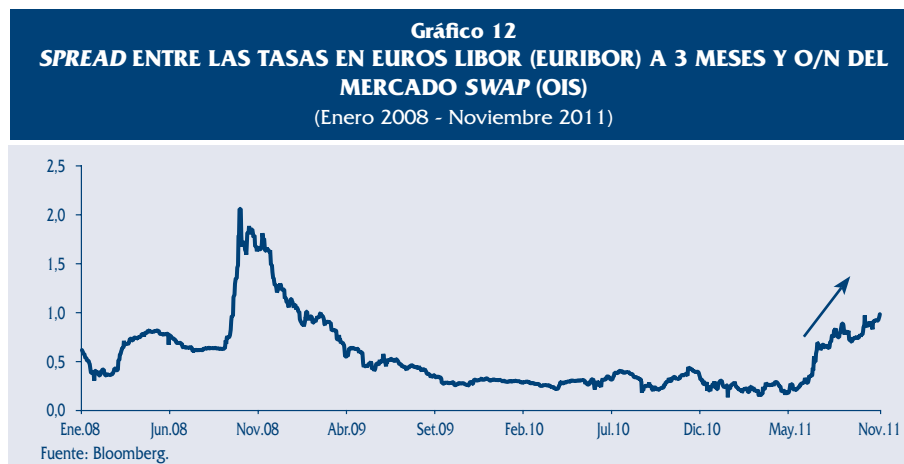


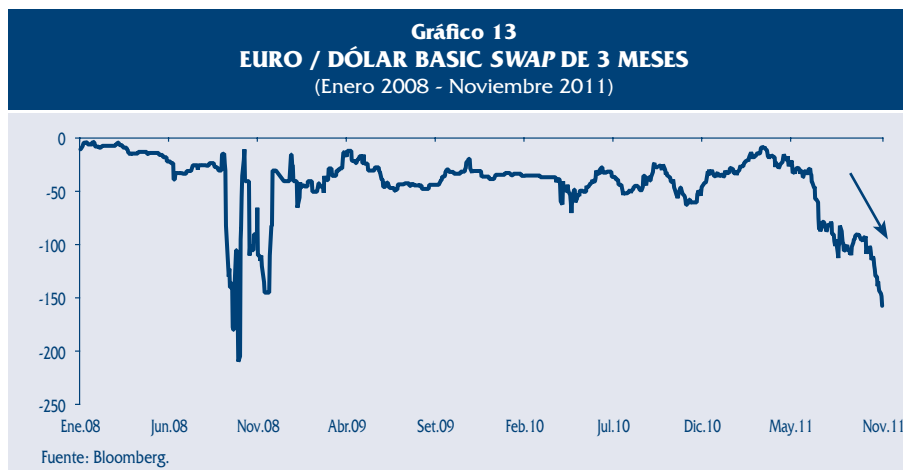


Desde que se intensificó la crisis, las tasas se han elevado ligeramente (como se refleja en la evolución del TED *spread*). Sin embargo, si los riesgos de contagio hacia economías europeas más importantes (como Francia, Italia y España) se materializan, la exposición de la banca se elevaría, afectando su perfil crediticio y las condiciones de financiamiento.



Por el contrario, en los mercados europeos, desde los últimos meses, las condiciones de financiamiento para la banca europea han empeorado significativamente. El acceso a los mercados se ha restringido y se ha elevado el riesgo de escasez de colaterales dado el mayor uso de los mercados asegurados. Además, los continuos recortes de calificación han encarecido aún más el financiamiento bancario. Las peores condiciones en los mercados europeos se reflejan en las tasas de financiamiento en euros. El *spread* entre las tasas interbancarias (Euribor) y las *Overnight* del mercado *swaps* (OIS) se ha elevado significativamente. En el caso del financiamiento en dólares, las tasas de los *swaps* de monedas reflejan el mayor riesgo cambiario en el intercambio de una deuda a tasa variable en euros hacia una deuda a tasa variable en dólares.





En este contexto, el BCE ha dictado medidas para aliviar las condiciones entre las que destacan las inyecciones de liquidez a mayor plazo (como las de 1 año) y el recorte de la tasa de política. Recientemente, con el fin de mejorar la liquidez en dólares, los seis principales bancos de las economías desarrolladas (Eurozona, EUA, Reino Unido, Japón, Suiza y Canadá) decidieron reducir la tasa para las líneas *swap* en dólares en 50 pbs (a la tasa OIS +50 pbs) hasta el 1 de febrero de 2013. También establecieron arreglos *swap* bilaterales temporales para operaciones en las monedas requeridas en cada jurisdicción. Luego de estas medidas, las condiciones de financiamiento en dólares comenzaron a mejorar.

Todas estas medidas han resultado en la sustitución del financiamiento bancario de corto plazo del mercado mayorista por los fondos del BCE. En los últimos cuatro meses (a octubre), el financiamiento desde el BCE se ha elevado y extendido hacia Francia, Italia y España. Sin embargo, esta dependencia aún representa un porcentaje bajo del total de activos bancarios de estos países (en promedio inferiores al 5 por ciento), a diferencia de los casos de la banca de Portugal, Irlanda y Grecia (países con programas de rescate), donde el financiamiento del BCE representa un porcentaje elevado de sus activos (alrededor de 8, 14 y 20 por ciento, respectivamente).

Al problema de financiamiento se suma las mayores exigencias de capital con fines regulatorios que deberán cumplirse a más tardar en junio de 2012, y que podrían presionar sobre los balances de la banca europea y generar un potencial desapalancamiento (o *credit crunch*), lo que eleva aún más los riesgos de recesión en la Eurozona.

13. En los principales **mercados bursátiles** las pérdidas ya observadas en el Reporte de Inflación previo se acentuaron con el empeoramiento de la crisis de deuda de la Eurozona. Las pérdidas generalizadas, salvo en el caso de EUA, se han reflejado básicamente en el sector bancario, el más afectado por su exposición en





las economías europeas. La bolsa de EUA se ha recuperado básicamente por los indicadores de actividad recientes difundidos en noviembre.

Destaca la caída de las bolsas en la Eurozona, en particular la bolsa de Grecia con más de 50 por ciento de caída, la de Portugal con 20 por ciento y la de Francia con 18 por ciento. En Asia las caídas se ubicaron entre 4 por ciento (Tailandia) y 21 por ciento (India). En Latinoamérica destaca la caída de la bolsa de Argentina en 27 por ciento, seguida por la de Brasil con una caída de 18 por ciento.

14. En los últimos meses se observa, en general, que el **dólar** ha intensificado su tendencia apreciatoria respecto a la mayoría de monedas básicamente por la crisis europea.

De acuerdo con la canasta que elabora la FED (que considera las monedas de los principales socios comerciales), el dólar se ha apreciado (cifras a cierre de período) en 7 por ciento entre agosto y noviembre de este año, y en lo que va del año en 3 por ciento.



Entre agosto y noviembre el dólar se ha apreciado 7 por ciento, respecto al euro, alcanzando los niveles de finales de 2010, ello a consecuencia de la acentuación de la crisis de deuda soberana de la Eurozona, los mayores riesgos de recesión en las economías europeas y la perspectiva de recorte de tasas de interés en Europa.

En el caso de las monedas que se utilizan como fondeo para las operaciones de *carry-trade* (yen japonés y el franco suizo), la apreciación del dólar se explicó básicamente por las intervenciones de los gobiernos y bancos centrales de estas economías (Japón y Suiza) para revertir la apreciación de sus monedas producto de la mayor aversión al riesgo.

15. Por el contrario, en lo que va del año, la mayoría de las **monedas de América Latina** se ha depreciado respecto al dólar. Durante los meses de setiembre y

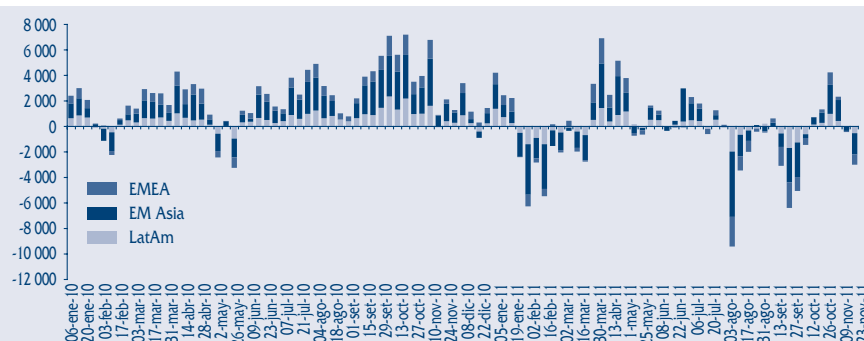
octubre las monedas se debilitaron debido a la mayor aversión al riesgo global asociada a la crisis de deuda en Europa, a la corrección a la baja de los precios de los *commodities* y a la salida de flujos de capital (principalmente en octubre). Cabe señalar que estos desarrollos se han dado en un contexto de alta volatilidad cambiaria.

Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO
(Fin de período)

	u.m. por US\$						Var.% respecto	
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Ago.11	Nov.11	Ago.11	Dic.10
Canadá	0,996	1,217	1,052	0,997	0,978	1,017	4,1	2,1
Japón	111,33	90,60	92,90	81,15	76,59	77,62	1,3	-4,3
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,985	1,463	1,616	1,560	1,605	1,570	-2,2	0,6
Eurozona (US\$/u.m.)	1,459	1,398	1,432	1,338	1,451	1,344	-7,3	0,5
Suiza	-	1,0669	1,0355	0,9335	0,8057	0,9132	13,3	-2,2
Brasil	1,779	2,313	1,743	1,659	1,589	1,809	13,8	9,0
Chile	497,7	635,5	507,2	467,8	461,1	515,8	11,9	10,3
Colombia	2 017	2 246	2 040	1 915	1 777	1 951	9,8	1,9
México	10,89	13,65	13,06	12,36	12,34	13,63	10,5	10,3
Argentina	3,151	3,454	3,799	3,979	4,199	4,280	1,9	7,6
Perú	2,999	3,136	2,890	2,808	2,732	2,705	-1,0	-3,7
Hungría	172,83	188,30	187,96	208,15	188,42	225,89	19,9	8,5
Polonia	2,47	2,96	2,86	2,96	2,87	3,35	16,6	13,4
Rusia	24,57	30,53	30,31	30,57	28,83	30,70	6,5	0,4
Turquía	1,17	1,54	1,50	1,54	1,71	1,83	6,6	19,0
China	7,30	6,82	6,83	6,59	6,38	6,38	0,0	-3,2
India	39,38	48,58	46,40	44,70	45,79	52,12	13,8	16,6
Israel	3,85	3,78	3,79	3,52	3,56	3,76	5,7	6,8

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Gráfico 15
FLUJOS DE PORTAFOLIO A ECONOMÍAS EMERGENTES*
(Flujos semanales, Millones de US\$)



* Incluye fondos dedicados y no dedicados.
Fuente: Barclays.



**Decisiones de política monetaria**

16. En los últimos meses, la mayoría de economías emergentes ha realizado una pausa en el retiro del estímulo monetario en un contexto de desaceleración económica mundial, a pesar de que las presiones inflacionarias se mantienen. Incluso algunas economías, como Brasil y Tailandia, redujeron sus tasas de interés. La excepción a esta pausa en el ajuste monetario fueron India, donde la inflación se mantiene en alrededor de 10 por ciento y, en la región, Colombia, donde la actividad económica se mantiene dinámica y las presiones inflacionarias han repuntado.

Por otro lado, las **economías desarrolladas** han mantenido sus tasas a lo largo del año, con excepción de la Eurozona, Australia, Israel y Nueva Zelanda. El mercado prevé que, dado la actual coyuntura de desaceleración en la mayoría de estas economías, las bajas tasas de interés se mantengan durante el próximo año.

Cuadro 8
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Set.08	Dic.09	Dic.10	Set.11	Oct.11	Nov.11	Diferencia (pbs.)		
							Dic.10	Dic.09	Set.08
India	9,00	4,75	6,25	8,25	8,50	8,50	225	375	-50
Chile	8,25	0,50	3,25	5,25	5,25	5,25	200	475	-300
Colombia	10,00	3,50	3,00	4,50	4,50	4,50	150	100	-550
Uruguay	7,25	6,25	6,50	8,00	8,00	8,00	150	175	75
Tailandia	3,75	1,25	2,00	3,50	3,50	3,25	125	200	-50
Perú	6,50	1,25	3,00	4,25	4,25	4,25	125	300	-225
Polonia	6,00	3,50	3,50	4,50	4,50	4,50	100	100	-150
Brasil	13,75	8,75	10,75	12,00	11,50	11,50	75	275	-225
China	7,20	5,31	5,81	6,56	6,56	6,56	75	125	-64
Corea del Sur	5,25	2,00	2,50	3,25	3,25	3,25	75	125	-200
Israel	4,25	1,25	2,00	3,00	3,00	2,75	75	150	-150
Suecia	4,75	0,25	1,25	2,00	2,00	2,00	75	175	-275
Hungría	8,50	6,25	5,75	6,00	6,00	6,50	75	25	-200
Filipinas	6,00	4,00	4,00	4,50	4,50	4,50	50	50	-150
BCE	4,25	1,00	1,00	1,50	1,50	1,25	25	25	-300
Islandia	15,50	10,00	4,50	4,50	4,50	4,75	25	-525	-1075
Malasia	3,50	2,00	2,75	3,00	3,00	3,00	25	100	-50
Noruega	5,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25	25	50	-350
Taiwán	3,50	1,25	1,63	1,88	1,88	1,88	25	63	-163
Canadá	3,00	0,25	1,00	1,00	1,00	1,00	0	75	-200
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-175
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-40
México	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	-375
Pakistán	13,00	12,50	14,00	14,00	14,00	14,00	0	150	100
Reino Unido	5,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-450
Sudáfrica	12,00	7,00	5,50	5,50	5,50	5,50	0	-150	-650
Suiza	2,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-250
Australia	7,00	3,75	4,75	4,75	4,75	4,50	-25	75	-250
Indonesia	9,25	6,50	6,50	6,75	6,50	6,00	-50	-50	-325
Nueva Zelanda	7,50	2,50	3,00	2,50	2,50	2,50	-50	0	-500
Turquía	16,75	6,50	6,50	5,75	5,75	5,75	-75	-75	-1100
Serbia	15,75	9,50	11,50	11,25	10,75	10,00	-150	50	-575

Fuente: Reuters, Bloomberg y bancos centrales.

Precio de los *commodities* y términos de intercambio

17. En los últimos meses, los precios de los *commodities* han tenido una corrección a la baja debido a la incertidumbre sobre la situación de la economía mundial y a las menores perspectivas de crecimiento. Ello se reflejó en una liquidación de posiciones comerciales, en particular durante el mes de setiembre cuando se agudizó la crisis de deuda en la Eurozona. Una serie de factores de oferta, en particular en el caso de los metales básicos, compensaron parcialmente la menor demanda.

A pesar de esta evolución, durante 2011, los términos de intercambio han subido alrededor de 5 por ciento debido al mayor aumento de los precios de exportación respecto a los de importación, particularmente en el primer semestre del año. Los precios de exportación registraron un alza de 19 por ciento, destacando el incremento del precio del oro favorecido por restricciones de oferta así como por la mayor demanda de inversionistas en una coyuntura de elevada liquidez internacional. Los precios de importación aumentaron 13 por ciento, destacando el aumento del petróleo y alimentos como el maíz y el aceite de soya.

En esta coyuntura se estima que los precios se mantendrían en niveles similares a los vigentes pero que, en promedio, el alza de 2011 se corregiría en 2012 debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento de la actividad global.

Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2009 - 2013
(Datos promedios anuales)

	Ejecución		2011		2012		2013	
	2009	2010	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
Términos de intercambio 1/	-2,8	17,9	3,9	5,4	-3,2	-5,8	0,4	0,6
Precios de Exportaciones 1/	-10,0	29,9	17,2	19,2	-2,0	-6,1	0,1	1,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	234	342	419	402	408	345	407	346
Zinc (ctv US\$ por libra)	75	98	103	100	100	91	101	94
Plomo (ctv US\$ por libra)	78	98	114	109	109	94	108	97
Oro (US\$ por onza)	974	1 225	1 565	1 577	1 700	1 675	1 700	1 675
Precios de Importaciones 1/	-7,4	10,1	12,8	13,1	1,3	-0,3	-0,3	0,6
Petróleo (US\$ por barril)	62	79	94	95	90	100	92	100
Trigo (US\$ por TM)	193	195	304	281	332	249	329	259
Maíz (US\$ por TM)	139	157	280	263	293	232	259	221
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	859	1 231	1 191	1 284	1 102	1 279	1 107
Arroz (US\$ por TM)	561	503	571	553	629	623	629	623

Memo:

Índice de Precios Externos (Prom.)	-2,6	3,3	8,8	7,5	3,8	2,0	2,0	3,1
------------------------------------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

1/ Promedio var.% anual.





Gráfico 16
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN
Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2007 - OCTUBRE 2011
(1994=100)

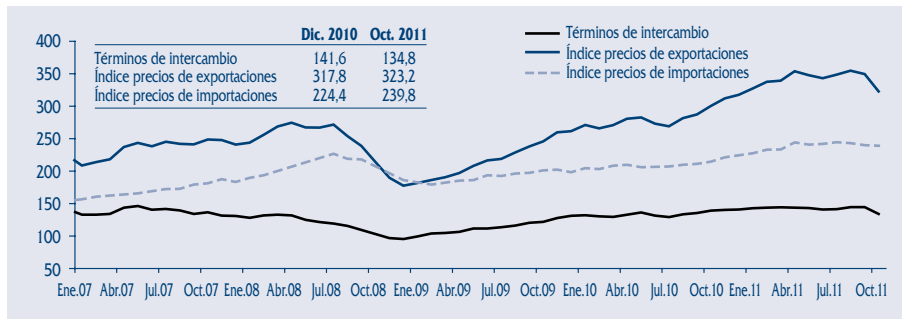
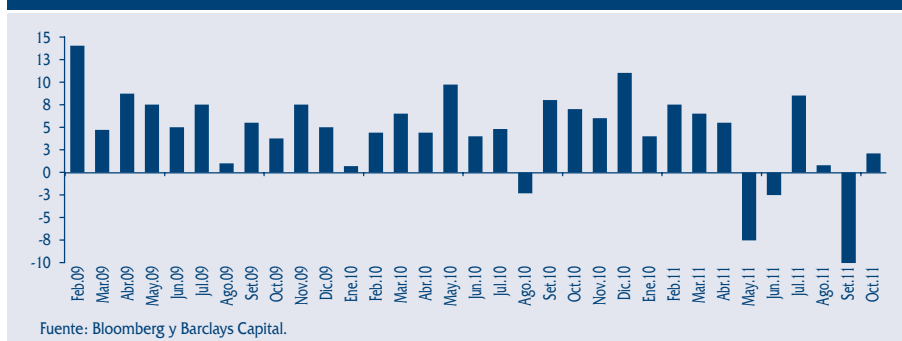


Gráfico 17
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2013
(Variaciones porcentuales)



18. La elevada liquidez internacional producto de las bajas tasas de interés permitió la mayor demanda de *commodities* como activos alternativos de inversión y refugio, en una coyuntura de mayor incertidumbre financiera. En octubre ingresaron US\$ 2,1 mil millones a los fondos que administran inversiones en *commodities*, lo que representa una recuperación respecto a la contracción de US\$ 10 mil millones registrada en setiembre último.

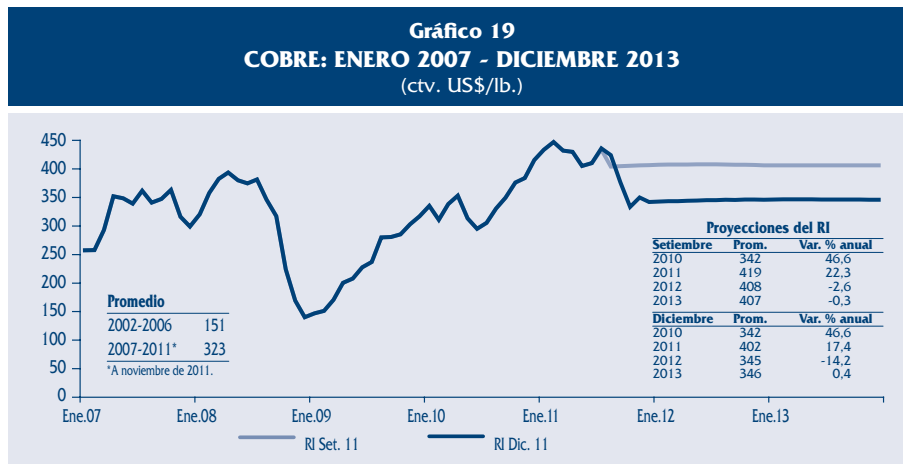
Gráfico 18
FLUJOS DE INVERSIÓN EN COMMODITIES
(Miles de millones de US\$)



Cobre

19. El precio del cobre corrigió a la baja la tendencia alcista registrada en la primera mitad del año ante las menores perspectivas de crecimiento mundial (Eurozona, EUA, etc.). Sin embargo, respecto al año 2010, el precio del cobre aumentó 17 por ciento alcanzando un precio promedio de US\$/lb. 4,0 (en febrero alcanzó un récord histórico de US\$/lb. 4,7). El alza en el precio de este metal estuvo asociado a restricciones de oferta en países productores como Chile, Indonesia, China y Perú, donde se registraron huelgas, paralizaciones técnicas y cierres de minas por problemas ambientales.

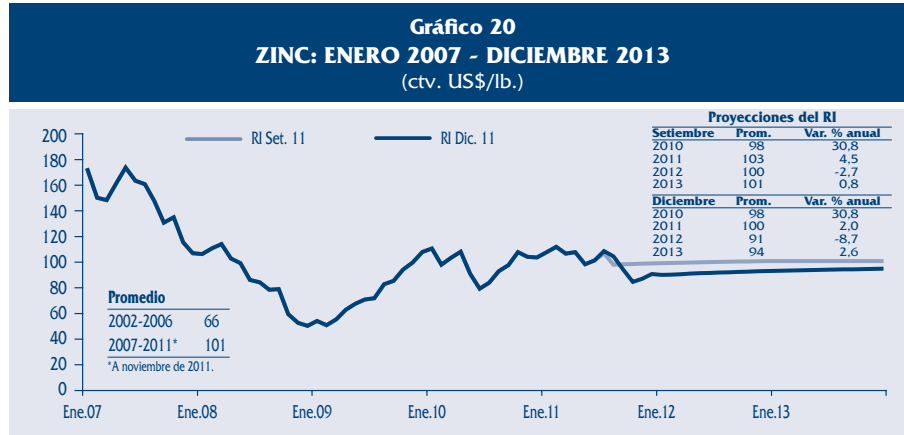
Por el lado de la demanda, influyeron la mayor demanda de Japón para su reconstrucción luego del terremoto de marzo y la demanda china que se mantuvo a lo largo del año aunque con cierta volatilidad debido a las medidas de ajuste implementados para controlar la inflación. La tendencia creciente de la primera parte del año se vio interrumpida debido a la incertidumbre en el crecimiento global generada por los problemas financieros en Europa y EUA. Se estima que el precio se mantendría en niveles similares a los actuales (alrededor de US\$/lb. 3,50) durante el horizonte de proyección, lo que constituye una revisión a la baja en la proyección del precio del cobre, en línea con el deterioro de la actividad económica mundial.



Zinc

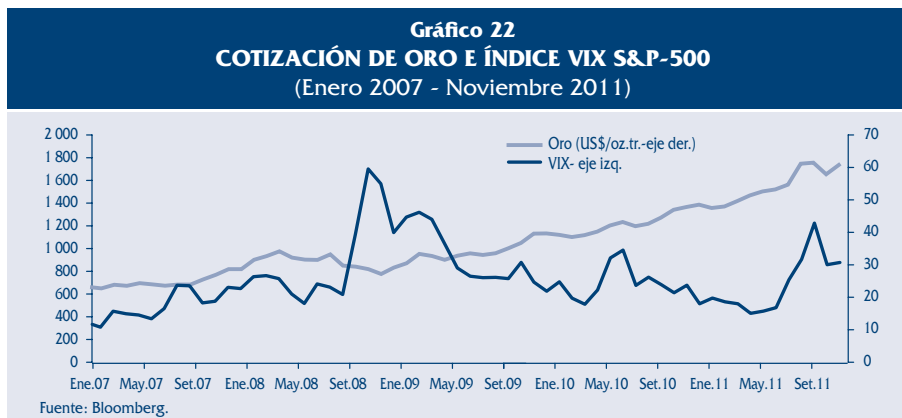
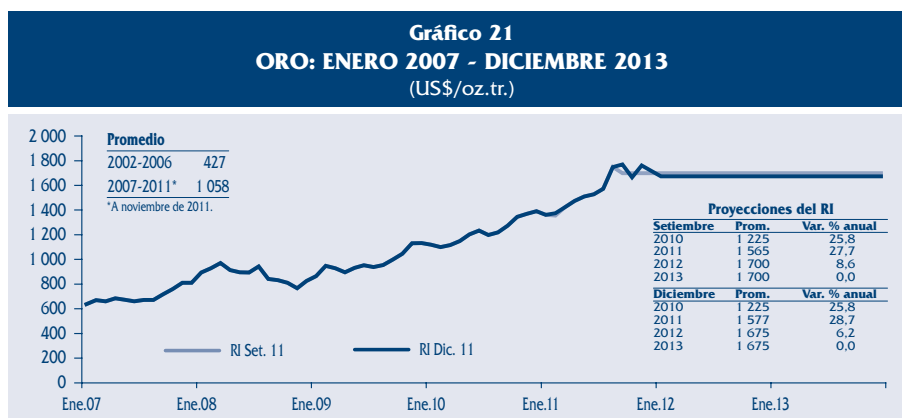
20. En línea con la evolución de los metales básicos, el precio del zinc también bajó desde el tercer trimestre del año con lo cual registraría un alza moderada de 2 por ciento durante 2011. Se proyecta que el precio se estabilizaría alrededor de US\$/lb. 1,0 en el horizonte de proyección. A diferencia del cobre, el mercado del zinc no registra un balance ajustado por el lado de la oferta.





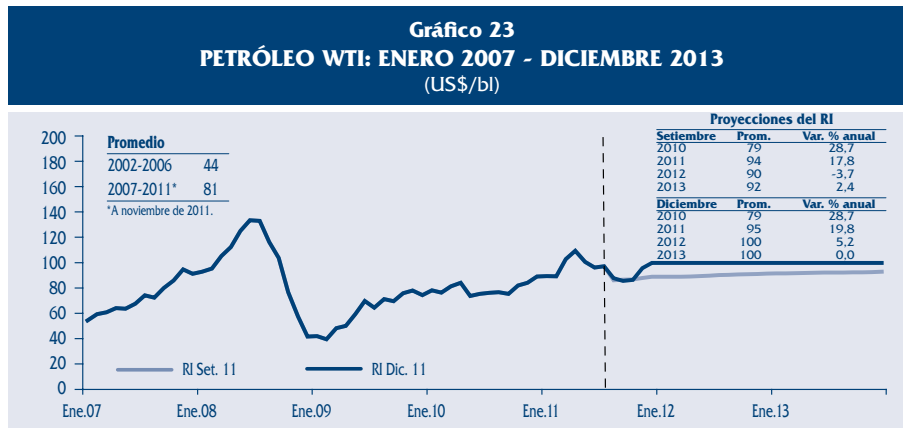
Oro

21. A diferencia de los demás *commodities*, el oro mantuvo una tendencia alcista durante casi todo el año debido a la mayor demanda como activo alternativo de inversión. La cotización promedio del oro llegaría a US\$/oz.tr. 1 577 en 2011 que representa un incremento cercano a 30 por ciento respecto a 2010. En setiembre, el oro alcanzó un máximo histórico de US\$/oz.tr. 1 895. Se estima que el precio del oro se mantendrá alto en el horizonte de proyección en un contexto de elevada incertidumbre.



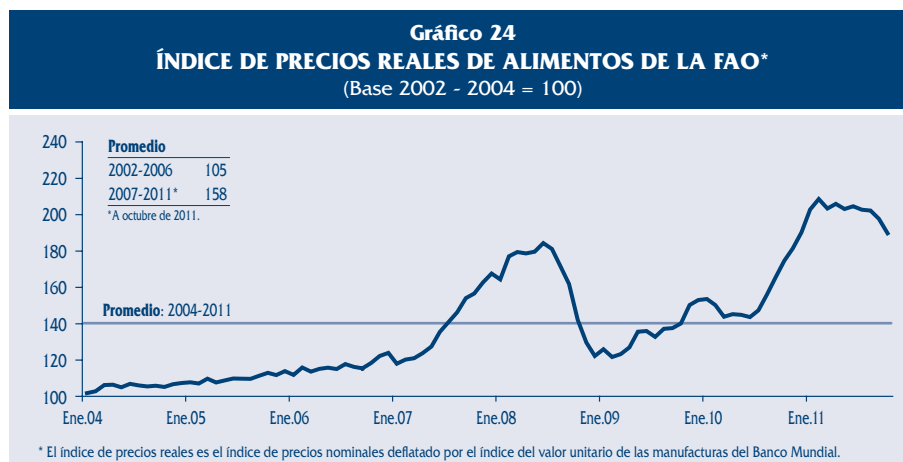
Petróleo

22. El petróleo WTI subió 20 por ciento en 2011 alcanzando un promedio de US\$/bl. 95 (en abril el petróleo llegó a un máximo de US\$/bl. 114). El aumento en la cotización se debió a la mayor demanda de EUA, Japón y China así como a restricciones de oferta asociadas a menor producción de OPEP (salida de Libia del mercado) y riesgos geopolíticos en Medio Oriente (tensiones entre Israel e Irán, problemas de sucesión en Arabia Saudita, etc.) y África (ataques terroristas a instalaciones de Shell en Nigeria). El aumento de los inventarios de crudo en países de la OECD limitó el alza del precio del petróleo WTI.



Alimentos

23. Los precios de los alimentos estuvieron sujetos a una alta volatilidad. Al igual que el resto de *commodities*, en setiembre y octubre, los precios de los alimentos se vieron afectados por el deterioro del balance de riesgo global que impulsó a los inversionistas a liquidar sus posiciones en activos riesgosos; este efecto se vio reforzado por las expectativas de mayor oferta. Así es como en esos meses, el índice de precios reales de alimentos de la Organización de la Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) registró caídas de 2,4 y 4,0 por ciento mensual, respectivamente.





Según el último Balance de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), la situación de los mercados mundiales de alimentos es la siguiente.

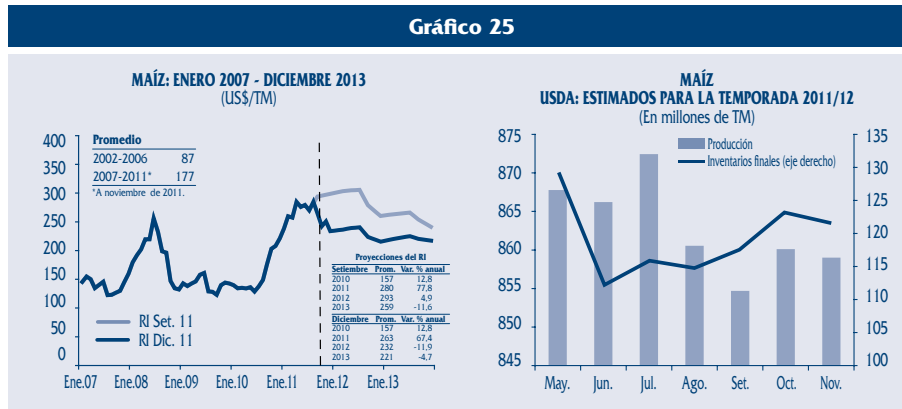
Cuadro 10					
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL					
(Millones de toneladas)					
	2009/10	2010/11	2011/12	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios Iniciales	147,2	144,1	129,0	-2,1	-10,4
Producción	819,6	828,7	859,0	1,1	3,7
Oferta Global	966,8	972,7	988,0	0,6	1,6
Consumo Total	822,8	843,7	866,5	2,5	2,7
Inventarios Finales	144,1	129,0	121,6	-10,4	-5,8
TRIGO					
Inventarios Iniciales	167,1	200,9	196,1	20,2	-2,4
Producción	684,3	648,7	683,3	-5,2	5,3
Oferta Global	851,4	849,6	879,4	-0,2	3,5
Consumo Total	650,5	653,5	676,8	0,5	3,6
Inventarios Finales	200,9	196,1	202,6	-2,4	3,3
ACEITE DE SOYA					
Inventarios Iniciales	3,0	3,1	2,9	3,0	-4,9
Producción	38,9	41,3	43,1	6,2	4,3
Oferta Global	41,8	44,4	46,0	6,0	3,7
Consumo Total	38,3	41,0	43,1	7,1	5,2
Inventarios Finales	3,1	2,9	2,4	-4,9	-17,2

Fuente: USDA-WASDE Noviembre 2011.

Maíz

24. El precio promedio del maíz fue US\$/TM 243 en noviembre, con lo cual acumula una variación de 10 por ciento en lo que va del año. En setiembre y octubre la cotización del maíz estuvo a la baja, en línea con las expectativas de mayor oferta (mayores rendimientos esperados en EUA) y con el rápido avance de la cosecha en EUA, que presentó un ritmo mayor que el promedio de los últimos 5 años. En noviembre, los precios se mantuvieron estables respecto al mes anterior, pues la revisión a la baja de los inventarios finales globales por parte del USDA impulsó los precios, compensando la tendencia bajista originada por la continúa aversión al riesgo global. Se estima que en el horizonte de proyección, el maíz se cotee en niveles menores a los considerados en el Reporte de Inflación de setiembre, en línea con los mayores inventarios globales finales previstos por el USDA.

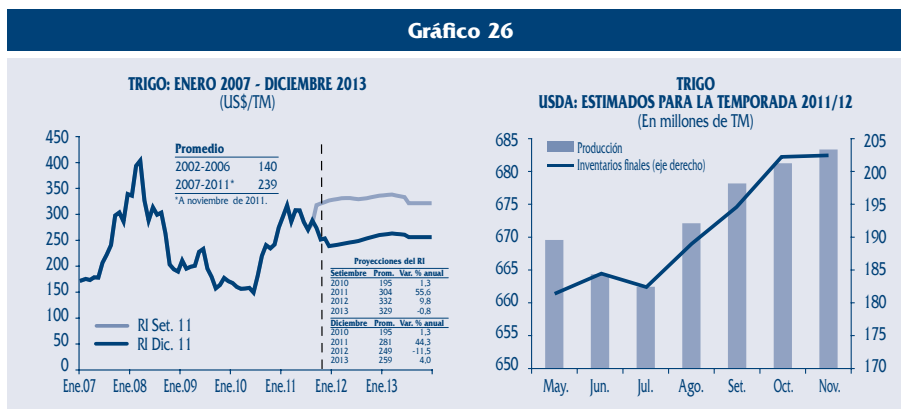
Gráfico 25



Trigo

25. El precio internacional del trigo disminuyó 11 por ciento en lo va del año, cerrando el mes de noviembre con una cotización promedio de US\$/TM 244. Luego que la cotización se recuperara en agosto (por expectativas de menores rendimientos en EUA), en los dos meses siguientes, los precios se vieron presionados a la baja por las condiciones más holgadas estimadas para el mercado mundial, principalmente por la revisión al alza de la oferta global en países como Rusia, Ucrania, Australia y Kazajistán. La mayor cosecha proveniente de estos países ha generado una mayor competencia en los mercados internacionales. En este contexto, se estima un precio promedio del trigo de US\$/TM 249 en el año 2012, menor al proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre.

Gráfico 26



Aceite de Soya

26. La cotización del aceite de soya registró una disminución de 1 por ciento durante los primeros 11 meses del año, cerrando el mes de noviembre con un precio promedio de US\$/TM 1 131. Esta ligera variación se explica por la tendencia decreciente que siguió el precio promedio del aceite de soya desde mayo (excepto

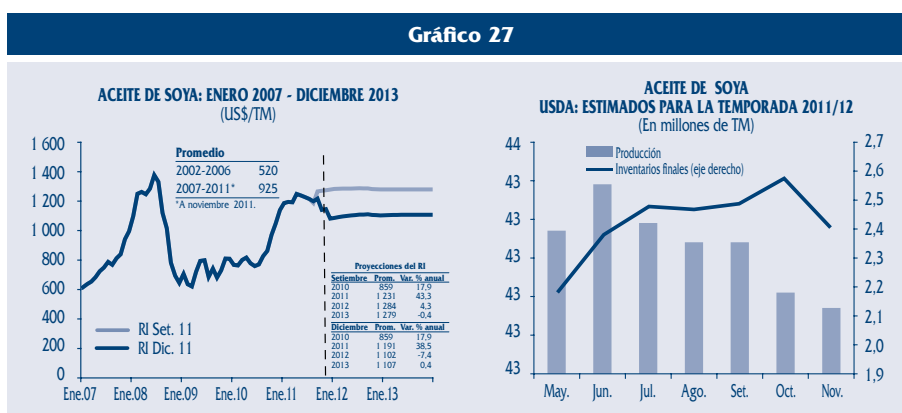




en setiembre), que se compensó por los incrementos de los primeros meses del año. Las disminuciones de la cotización se acentuaron en octubre cuando se presentó una disminución de 6 por ciento debido a la favorable cosecha en EUA.

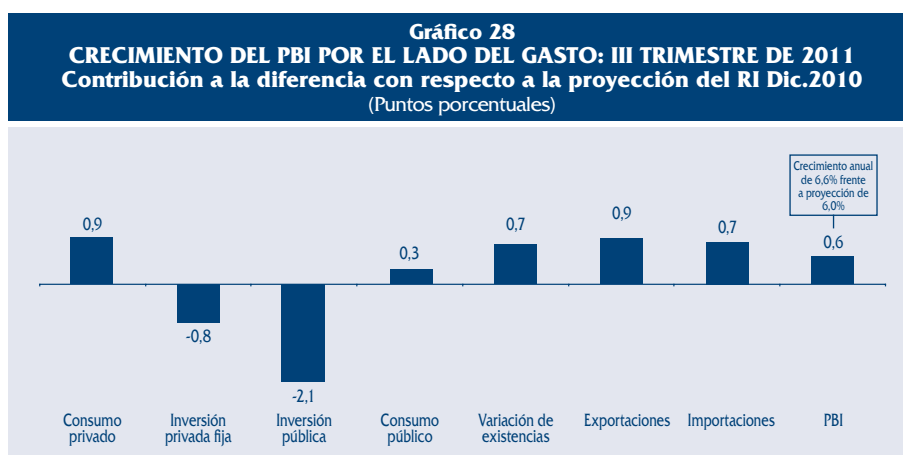
Se estima que el aceite de soya se cotice a niveles similares a los actuales, pero menores a los considerados en el Reporte anterior, al igual que el precio de los otros alimentos.

Gráfico 27



II. Actividad Económica

27. Luego del crecimiento de 8,8 por ciento en el año 2010, la economía peruana ha continuado creciendo a tasas más moderadas durante el año 2011, como reflejo de la convergencia hacia tasas más cercanas al crecimiento potencial. En lo que va del año 2011, el crecimiento del PBI pasó de 8,9 por ciento en el primer trimestre, a 6,8 por ciento en el segundo y a 6,6 por ciento en el tercer trimestre. Este comportamiento está asociado a la moderación del dinamismo de la demanda interna, explicado principalmente por la inversión pública, la cual acumuló una caída de 24 por ciento en el período enero – setiembre, y en menor medida, por el comportamiento de la inversión privada.
28. En el tercer trimestre la desaceleración del crecimiento fue menos pronunciada de lo previsto debido al alto crecimiento del consumo privado y las exportaciones. El aumento del consumo se reflejó en el dinamismo de sus determinantes, tales como el crecimiento del ingreso nacional disponible (7,9 por ciento frente a 5,5 por ciento en el segundo trimestre), altos niveles de confianza del consumidor y expansión del crédito y el empleo. En las exportaciones destacaron los mayores envíos de productos no tradicionales, que en términos de volumen crecieron 24,5 por ciento, en particular de productos agropecuarios y químicos. En consecuencia, el crecimiento observado en el tercer trimestre fue 0,6 puntos porcentuales superior al proyectado en el Reporte de Inflación de diciembre de 2010.

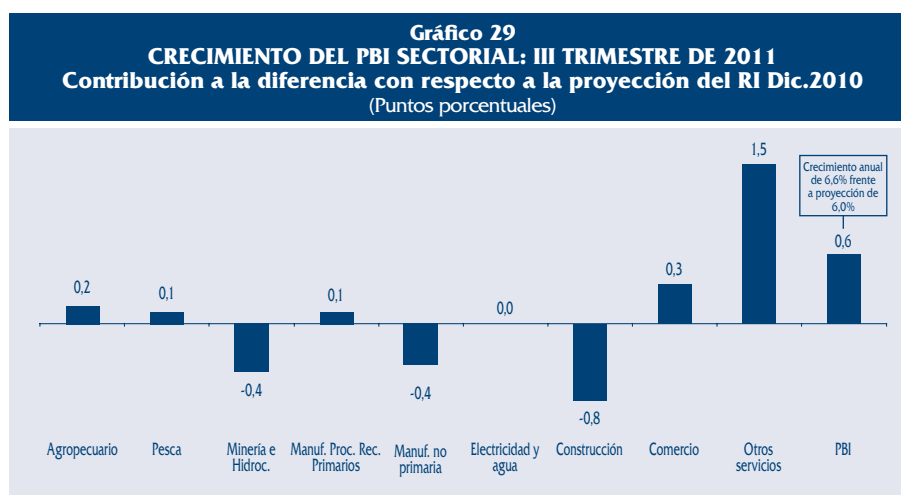


Por el lado sectorial, la diferencia en el crecimiento del PBI del tercer trimestre respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de diciembre de 2010 se explica principalmente por las actividades de otros servicios y comercio. Estos sectores son también los que explican la mayor parte de la expansión que registra el PBI en los primeros nueve meses del año (5,6 puntos porcentuales de una tasa de 7,4 por ciento). Cabe indicar que en los sectores manufactura no primaria y construcción,

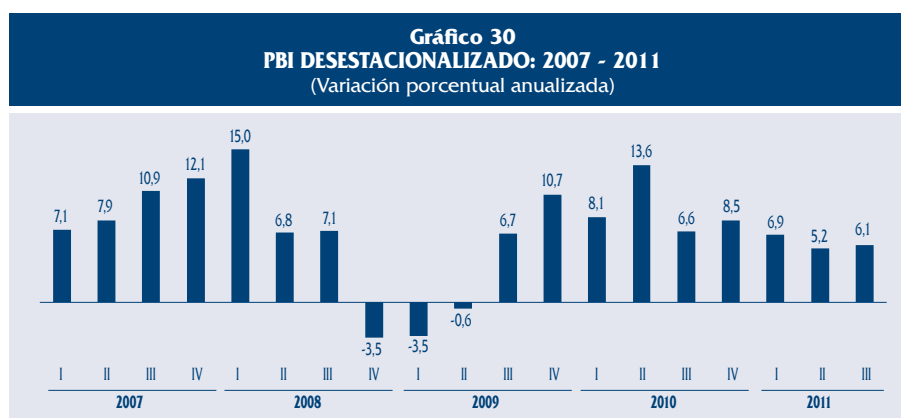




los datos del tercer trimestre fueron menores a lo esperado, reflejando lo ocurrido con la inversión pública y privada.

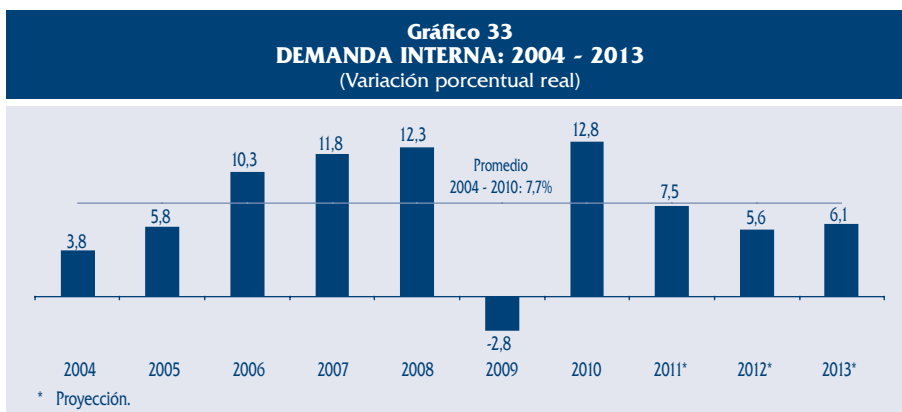
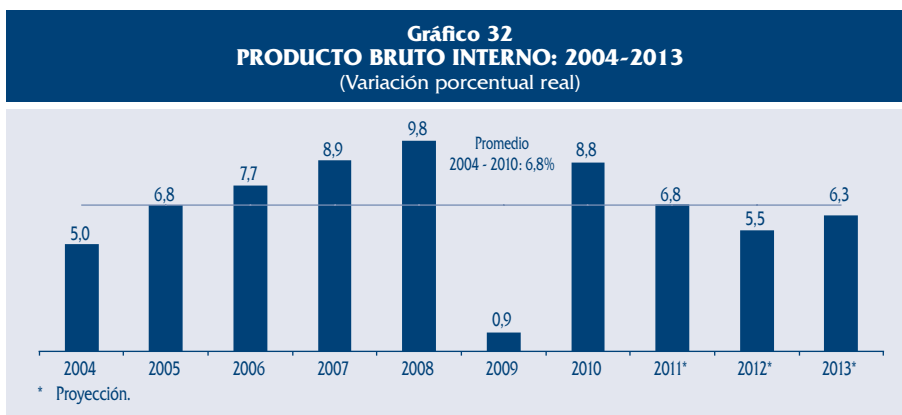
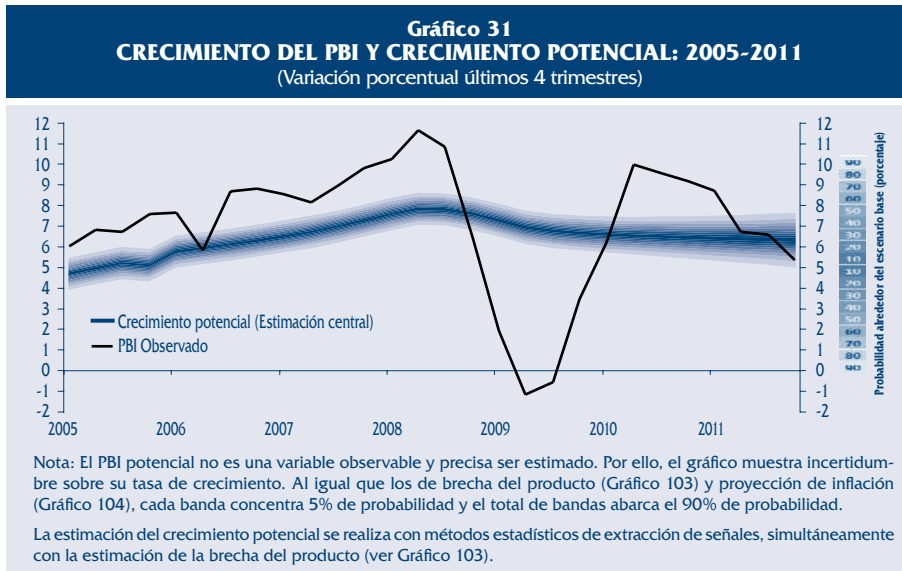


29. En términos desestacionalizados, en el tercer trimestre el PBI registró un crecimiento anualizado de 6,1 por ciento. Mientras que los sectores primarios y la construcción mostraron una recuperación respecto al segundo trimestre, la manufactura no primaria experimentó una disminución.



30. Considerando esta evolución, mejor a la prevista, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento del PBI para el año 2011, pasando de 6,3 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre a 6,8 por ciento en el presente Reporte. Esta proyección supone un crecimiento del PBI de 5,3 por ciento para el cuarto trimestre de 2011. Para el año 2012 el escenario central asume que la política fiscal pasaría de una posición contractiva observada en 2011 a una posición expansiva, junto a un escenario internacional de menor crecimiento. De este modo, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento para el año 2012, pasando de una proyección de 5,7 por ciento a 5,5 por ciento. Para el año 2013 se mantiene la proyección de crecimiento en 6,3 por ciento.

31. Considerando la previsión para el escenario externo, tanto el PBI como la demanda interna registrarían en los próximos dos años un crecimiento menor al registrado en el período 2004 – 2010, consistente con una convergencia hacia el nivel de crecimiento potencial de la economía.



**Proyección de los componentes del gasto**

32. La demanda interna crecería 7,5 por ciento en el año 2011, tasa menor al 12,8 por ciento observado en 2010, como consecuencia de una moderación en el gasto privado y una reducción en el gasto público. Por el lado del gasto privado, se observaría un menor crecimiento de la inversión privada, que pasaría de aumentar 22,1 por ciento en 2010 (año de recuperación luego de la crisis financiera internacional) a subir 12,0 por ciento en 2011. Este comportamiento sería atenuado por el mayor dinamismo del consumo privado, cuyo crecimiento se ha acelerado a lo largo de 2011. Por el lado del gasto público, la reducción prevista de 19,7 por ciento de la inversión pública, tendría un impacto negativo de 1,2 puntos sobre el crecimiento del PBI.

Cuadro 11									
PBI Y DEMANDA INTERNA									
(Variaciones porcentuales reales)									
	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
1. Demanda interna	12,7	12,8	8,3	7,5	7,5	5,6	5,6	6,0	6,1
a. Consumo privado	5,8	6,0	6,3	6,0	6,3	5,6	5,6	5,8	5,8
b. Consumo público	11,9	10,6	4,7	5,7	4,4	4,4	5,3	4,9	4,9
c. Inversión privada	21,3	22,1	13,1	10,7	12,0	9,0	7,0	8,3	8,3
d. Inversión pública	31,6	27,3	-24,2	-2,9	-19,7	11,4	33,1	10,0	7,3
2. Exportaciones	2,5	2,5	8,5	6,0	7,3	7,5	6,0	9,0	7,7
3. Importaciones	24,0	23,8	12,5	11,7	10,5	6,7	6,5	7,2	6,6
4. Producto bruto interno	8,6	8,8	7,4	6,3	6,8	5,7	5,5	6,3	6,3
Memo									
<i>Gasto público</i>	<i>18,4</i>	<i>16,7</i>	<i>-5,9</i>	<i>2,3</i>	<i>-5,1</i>	<i>7,0</i>	<i>14,7</i>	<i>6,9</i>	<i>5,9</i>

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

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

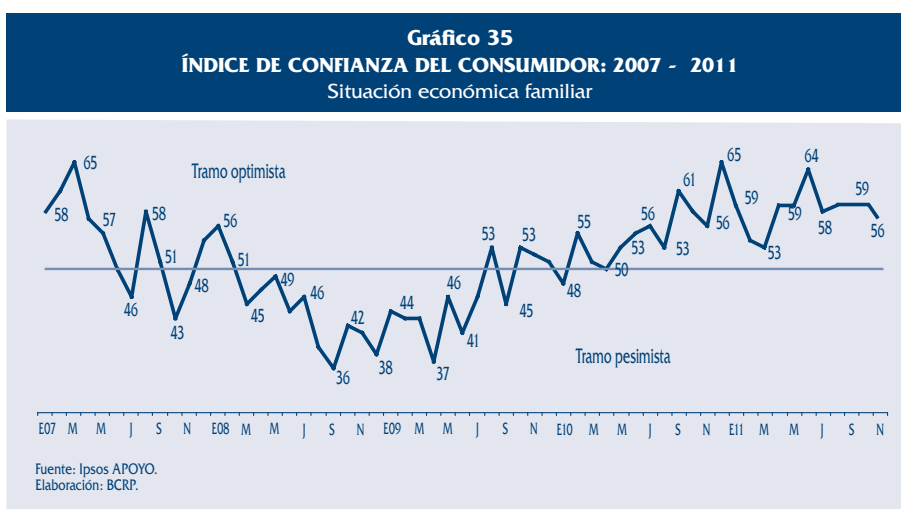
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección. 1/ Porcentaje del PBI.

33. La dinámica del consumo privado se sustenta en el incremento del ingreso, el empleo y la mayor confianza del consumidor. Se proyecta que este crecimiento se moderaría en los próximos años, en línea con la evolución del ingreso nacional disponible, de manera que la tasa de crecimiento del **consumo privado** proyectada para 2012 y 2013 se ubicaría en promedio en 5,7 por ciento, nivel representativo del período 2004 - 2010.



Diversos indicadores reflejan la evolución del consumo:

- a. El índice de confianza del consumidor continúa mostrando una percepción positiva respecto a la situación económica familiar permaneciendo un total de 20 meses consecutivos en el tramo optimista.





- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero mantiene un alto dinamismo, aunque con una desaceleración reciente. Su tasa de crecimiento pasó de 28 por ciento en setiembre a 20 por ciento en octubre y 17 por ciento en noviembre.



- 34. La **inversión privada** creció 8,5 por ciento durante el tercer trimestre, desacelerando su tasa de expansión frente a los primeros dos trimestres del año, en que registró crecimiento de dos dígitos. Se proyecta que la inversión privada crecería a una tasa ligeramente mayor en el cuarto trimestre, cerrando el año 2011 con un incremento de 12,0 por ciento.

Esta proyección se sustenta en los siguientes indicadores:

- a. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses han mejorado durante setiembre y octubre, manteniéndose estables en noviembre, ubicándose dentro del tramo optimista.

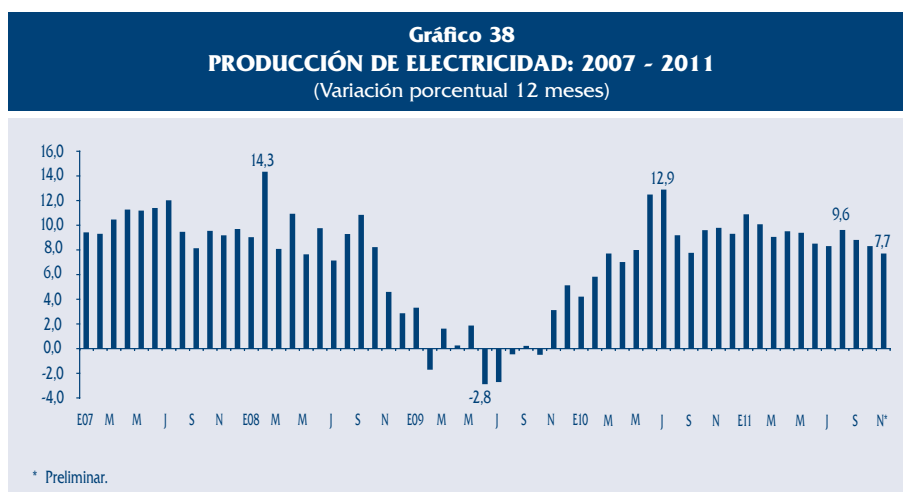


- b. El crecimiento esperado para el año 2011 se ubica en torno al 6,5 por ciento y por encima del 5,0 por ciento para los siguientes dos años.

Cuadro 13			
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS			
CRECIMIENTO DEL PBI			
(En porcentaje)			
	Expectativas del:		
	RI Jun.11	RI Set.11	RI Dic.11*
Sistema Financiero			
2011	6,7	6,3	6,5
2012	6,2	5,8	5,5
2013	6,1	6,0	6,0
Analistas Económicos			
2011	6,6	6,1	6,8
2012	6,3	5,6	5,4
2013	6,5	5,9	5,5
Empresas No Financieras			
2011	6,5	6,0	6,5
2012	6,5	6,0	6,0
2013	6,5	6,0	6,0

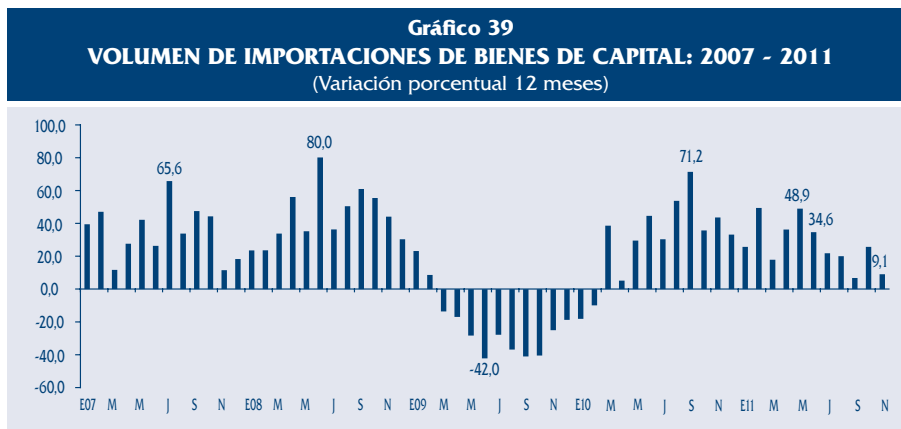
* Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre.

- c. La producción de electricidad continúa mostrando un alto dinamismo, aunque con una ligera tendencia de desaceleración. La tasa de crecimiento de este indicador ha venido disminuyendo desde 9,6 por ciento en julio a 7,7 por ciento en noviembre.



- d. El volumen de importaciones de bienes de capital registra menores tasas de crecimiento.





- e. Luego de registrar caída por dos meses consecutivos, desde agosto se observa una recuperación de la construcción, reflejada en el consumo interno de cemento.



35. Considerando el escenario internacional, se ha revisado ligeramente a la baja la tendencia de la inversión privada, con una desaceleración en 2012 mayor a la prevista previamente. 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 y la recuperación de la economía mundial.

Cuadro 14
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

	2011	2012	2013	2011 - 2013
Minería	4 993	7 360	7 857	20 210
Hidrocarburos	2 341	2 170	3 072	7 583
Electricidad	2 022	2 714	2 224	6 960
Industrial	1 167	1 040	640	2 847
Infraestructura	1 241	1 055	895	3 191
Otros Sectores	3 018	2 533	1 962	7 513
TOTAL	14 782	16 872	16 650	48 304

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

Para el período 2012 - 2013 los anuncios de inversión privada suman US\$ 33,5 mil millones. Este nivel de anuncios está considerando una postergación temporal del proyecto minero Conga.

Cuadro 15
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2011-2013

Sector	Empresa	Nombre del Proyecto
Minería	Xstrata Perú S.A.	Las Bambas
	Minera Yanacocha S.R.L.	Minas Conga
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Limited	El Galeno
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Cerro Verde
	Jinzhao Mining Perú S.A.	Pampa del Pongo
	Xstrata Perú S.A.	Antapaccay
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Los Chancas
	Compañía Minera Antamina S.A.	Ampliación: Antamina
	HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Candente Copper Perú S.A.	Cañariaco Norte
	Minera Chinalco Perú S.A.	Toromocho
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Shougang Hierro Perú S.A.A.	Marcona
	Southern Perú Copper Corp.	Toquepala
	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Ampliación: Volcan
	Minera Barrick Misquichilca S.A.	Ampliación: Lagunas Norte
	Gold Fields La Cima S.A.A.	Chucapaca
	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Sucursal del Perú	Quechua
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Cuajone
Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	Colquijirca	
La Arena S.A.	La Arena	
Compañía Minera Milpo S.A.A.	Hilarión	
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	PAD 4 (Lixiviación de Cobre)	
Hidrocarburos	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otras Inversiones
	Petrobras Energía Perú S.A.	Lote 58 y Lote X
	Perenco Peru Limited	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Kuntur Transportadora de Gas S.A.C.	Gasoducto Andino del Sur
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación Malvinas y Nuevos Pozos Lote 88 y Lote 56
	Transportadora de Gas del Perú S.A. (TgP)	Ampliación capacidad de transporte de gas
	Cálida Gas Natural del Perú	Masificación de distribución de gas
	SK Energy	Exploración Lote Z 46
Electricidad	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación de la planta Pisco
	Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
	Cálida Gas Natural del Perú	Ampliación de Red Principal
	Generación Huallaga S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Aguila
	Fénix Power Perú S.A.	Planta Termoelectrica (gas natural ciclo combinado)
	Norwind	Parque Eólico Cerro Chocan
	ENERSUR S.A.	Ampliación Chilca 1
Industrial	Kallpa Generación S.A.	Kallpa IV
	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
	Enersur S.A., Endesa	Reserva Fría de Generación - Ilo
	Nitratos del Perú S.A.	Planta Petroquímica
	Corporación Aceros Arequipa S.A.	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
Infraestructura	Cementos Interoceánicos	Planta cementera Puno
	BACKUS Y JOHNSTON S.A.	Ampliación de planta
	Corporación JR Lindley	Ampliación y Nuevas plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos
	PepsiCo	Consolidar y ampliar sus operaciones en el mercado local
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada
	Yura S.A.	Nuevas líneas de producción, entre otros proyectos
	Línea Amarilla S.A.C. (LAMSAC)	Vía Parque Rimac (ex Línea Amarilla)
	Tren Lima Línea 1	Tren Eléctrico - Operación y Mantenimiento
Otros Sectores	Terminal Internacional del Sur (TISUR)	Ampliación Puerto Matarani
	CONCESIONARIA VIAL DEL SOL S.A.	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Consorcio APM Terminals Callao	Modernización del Muelle Norte
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry
	Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)	Ampliación Puerto Paita
	Desarrollo Vial de los Andes S.A.C	IIRSA Centro - Eje Amazonas Centro: Tramo 2
	Consorcio La Chira	Planta de Tratamiento de Aguas Residuales y emisor submarino
	Telefónica del Perú S.A.	Fibra óptica de los Andes
América Móvil Perú S.A.C.	Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica	
Cencosud	Apertura de 15 nuevos supermercados y 2 centros comerciales	
Corporación Miraflores	Planta de Etanol	
Grupo Posadas	Hoteles	
Crystal Lagoons	La Jolla de Asia	





Gráfico 41
PROYECTOS DE INVERSIÓN PREVISTOS: 2011-2013
(Millones de US\$)

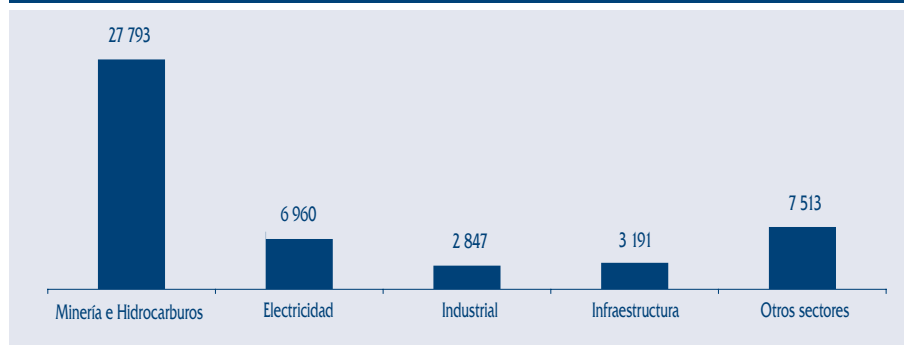


Gráfico 42
INVERSIÓN PRIVADA: 2004 - 2013
(Variación porcentual real)

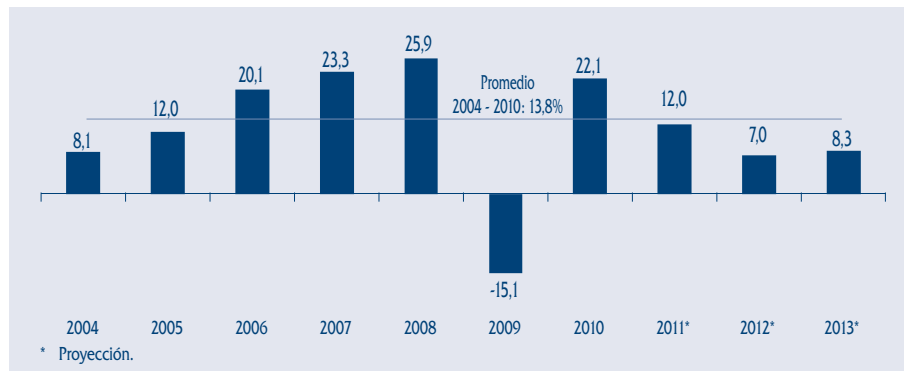


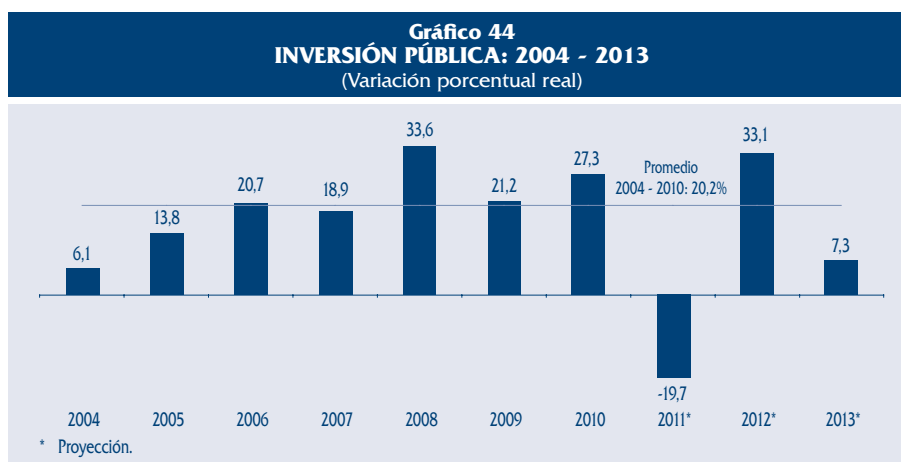
Gráfico 43
INVERSIÓN BRUTA FIJA: 2004 - 2013
(En porcentaje del PBI)



36. La evidencia internacional muestra que mantener un alto ratio de inversión con respecto al PBI ayuda a alcanzar niveles altos de crecimiento. El siguiente cuadro muestra que los países que alcanzan un ratio de inversión a PBI de 25 por ciento elevan su tasa de crecimiento con respecto al promedio mundial.

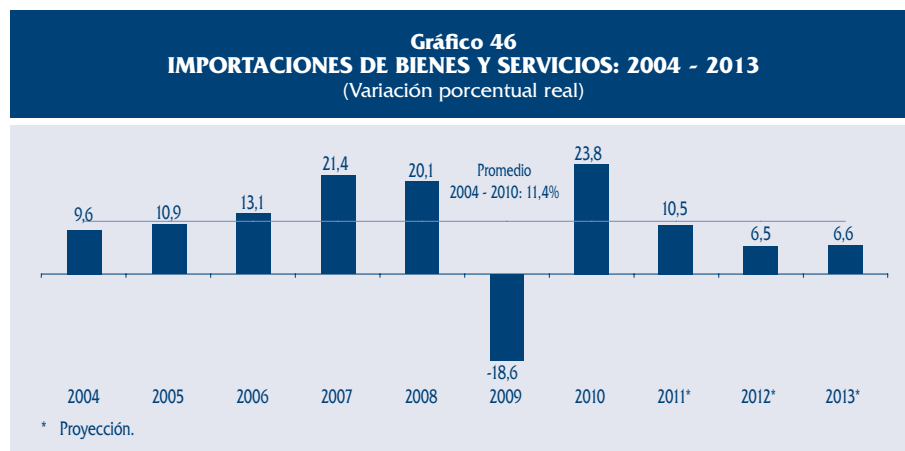
Cuadro 16 INVERSIÓN BRUTA FIJA Y CRECIMIENTO DEL PBI			
País	Año en el que inversión alcanzó 25% del PBI	Crecimiento promedio 5 años posteriores	Crecimiento promedio mundial 5 años posteriores
Chile	1989	8,2	2,5
China	1980	12,2	3,1
India	1990	5,7	2,7
Corea	1980	9,4	3,1
Singapur	1980	5,9	3,1
Tailandia	1980	5,3	3,1
Taiwán	1980	6,4	3,1

37. La inversión pública del tercer trimestre fue menor en 23,3 por ciento respecto a la de similar periodo de 2010. Esta disminución se presentó en todos los niveles de gobierno y fue más acentuada en los gobiernos locales (-33,2 por ciento). Se proyecta una menor caída para el cuarto trimestre y una recuperación para los próximos dos años.



38. El crecimiento de las **exportaciones** se han revisado a la baja para 2012 y 2013, considerando las proyecciones sobre el entorno internacional. No obstante, se mantiene la tendencia creciente teniendo en cuenta la entrada en operación de algunos proyectos de inversión hacia el año 2013, de manera que en dicho año 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 del sector privado.





PBI por sectores

39. Durante el tercer trimestre, los sectores no primarios crecieron 6,6 por ciento, sustentados principalmente en el avance del comercio y los otros servicios, que atenuaron la desaceleración de la manufactura no primaria y la construcción. Por su parte, los sectores primarios crecieron a una tasa de 6,5 por ciento, mayor a la del segundo trimestre gracias a la contribución del sector pesquero y agrícola. En términos de contribución, los sectores comercio y otros servicios explican la diferencia entre la proyección para el tercer trimestre y la ejecución. Estos sectores son también los que explican la mayor parte de la expansión que registra el PBI en los primeros nueve meses del año (5,6 puntos porcentuales de una tasa de 7,4 por ciento).

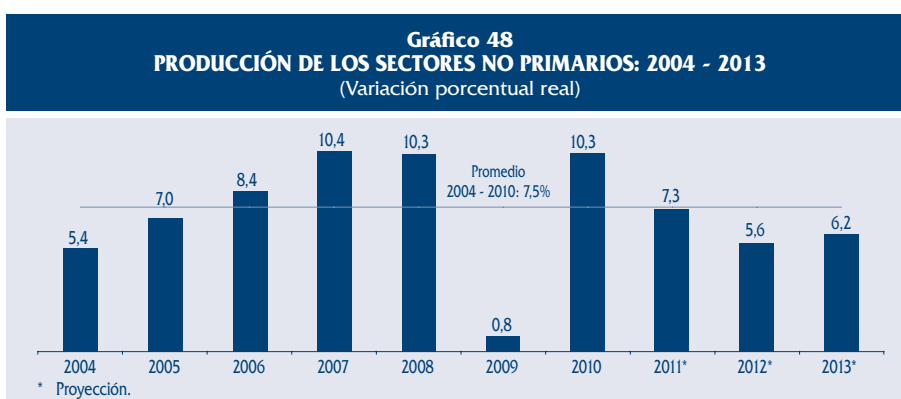
Se espera un crecimiento de 4,2 para los sectores primarios para 2011, con tasas que se aceleran hacia el final del horizonte de proyección, ubicándose en 6,6 por ciento en 2013, como consecuencia del inicio de operaciones de proyectos mineros.



Para el año 2012 se prevé un comportamiento diferenciado en los sectores primarios. El sector agropecuario crecería como consecuencia de la normalización del ciclo de lluvias, en tanto la pesca registraría una tasa negativa asociada a menor extracción, asumiendo un retorno a los niveles normales de extracción. El sector minería e hidrocarburos registraría un crecimiento moderado, considerando la mayor producción de cobre por mayores leyes de Cuajone, de Southern, el inicio de operaciones de Antapaccay de Xstrata, y la ampliación de Antamina.

Para el año 2013 se esperan condiciones climáticas normales, lo cual incidiría en un crecimiento moderado del sector agropecuario y una recuperación de la pesca. En dicho año destacaría el crecimiento del sector minería e hidrocarburos, asociado al inicio de operaciones del proyecto cuprífero Toromocho de Chinalco, así como por la maduración de los proyectos iniciados en el 2012. Por su parte, el subsector hidrocarburos crecería como consecuencia de la extracción de mayor gas natural para abastecer la ampliación del gasoducto en el sur del país.

Los **sectores no primarios** mostrarían un menor crecimiento en 2012, evolución consistente con la previsión sobre la demanda interna, así como por la manufactura no primaria orientada a la exportación de productos no tradicionales, con lo que la tasa de crecimiento del PBI no primario para 2012 y 2013 se ubicaría por debajo del promedio 2004 - 2010.





Cuadro 17
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
Agropecuario	3,7	4,3	3,9	3,2	3,6	5,2	5,2	4,3	4,3
Agrícola	3,6	4,2	2,7	2,4	2,5	5,8	5,8	3,7	3,7
Pecuario	3,8	4,4	5,8	5,2	5,3	4,8	4,8	4,8	4,8
Pesca	-13,7	-16,4	27,8	29,8	28,2	-2,0	-2,0	2,8	2,8
Minería e hidrocarburos	0,1	-0,1	-0,6	0,5	-0,6	7,2	4,4	12,5	10,6
Minería metálica	-4,0	-4,9	-4,9	-2,8	-4,1	6,9	4,3	12,9	9,7
Hidrocarburos	24,0	29,5	24,1	18,0	18,1	8,6	5,3	10,9	14,0
Manufactura	13,9	13,6	7,2	7,6	5,8	5,2	4,9	6,2	6,2
Procesadores de recursos primarios	-1,9	-2,3	12,6	15,4	12,7	2,9	4,0	6,3	6,3
Manufactura no primaria	17,2	16,9	6,2	6,2	4,6	5,6	5,1	6,2	6,2
Electricidad y agua	7,8	7,7	7,5	6,6	7,3	5,5	5,5	5,6	5,6
Construcción	18,2	17,4	3,3	3,4	3,5	8,7	8,8	7,6	7,6
Comercio	9,6	9,7	9,2	7,4	8,7	5,4	5,7	5,3	5,4
Otros servicios	7,7	8,0	8,7	7,0	8,1	5,4	5,3	6,2	6,3
Producto Bruto Interno	8,6	8,8	7,4	6,3	6,8	5,7	5,5	6,3	6,3
Memo:									
PBI primario	1,1	1,1	4,4	4,9	4,2	5,3	4,6	7,3	6,6
PBI no primario	10,2	10,3	8,0	6,6	7,3	5,7	5,6	6,1	6,2
RI: Reporte de Inflación. * Proyección.									

En el período enero-octubre de este año, la manufactura no primaria creció 5,4 por ciento en tanto que, en igual período del año anterior, este sector creció 17,0 por ciento. La diferencia entre ambos resultados se explica principalmente por una menor actividad en la industria textil, materiales de construcción y en la industria de papel e imprenta, que en conjunto dan cuenta de más de las dos terceras partes de los 11,5 puntos porcentuales de diferencia.

La menor producción de productos textiles refleja tanto la menor demanda externa –al contraerse los pedidos del mercado americano, principalmente–, como interna,

en un contexto de mayor competencia de productos importados. En la producción de materiales de construcción influyó la desaceleración observada en el sector construcción.

La menor producción de la industria de papel e imprenta refleja decisiones empresariales para abastecer el mercado peruano desde otras plantas de la región.

Cuadro 18
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA
(Puntos porcentuales)

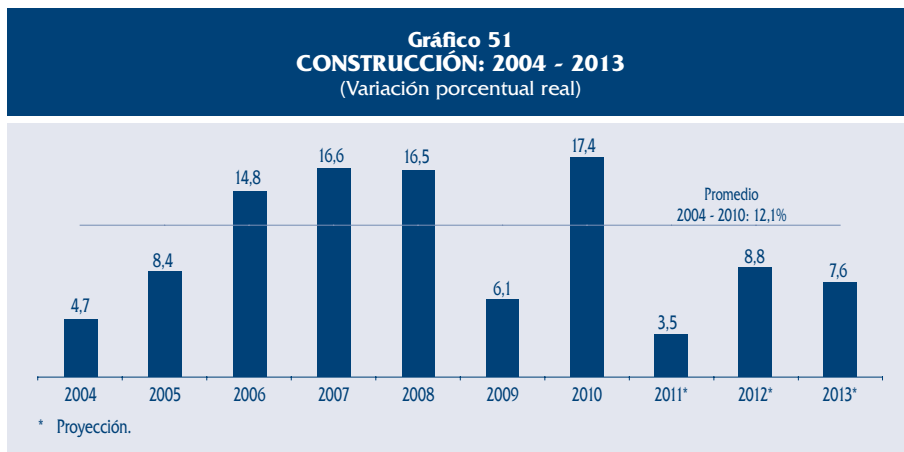
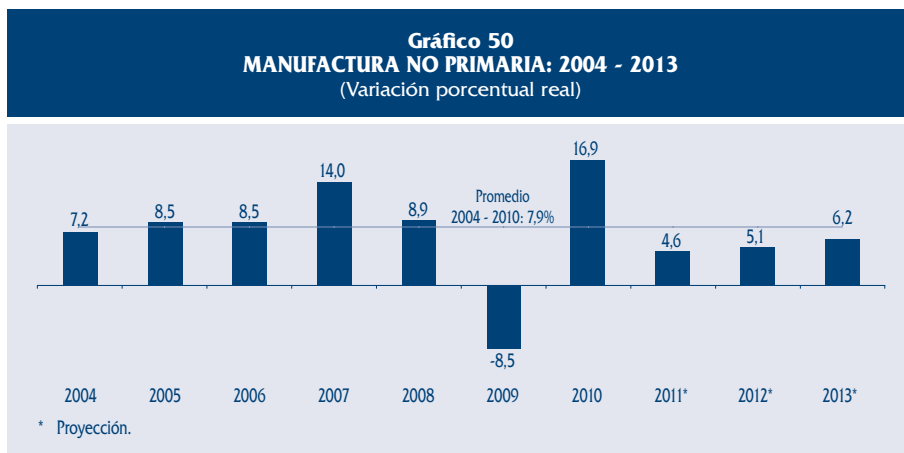
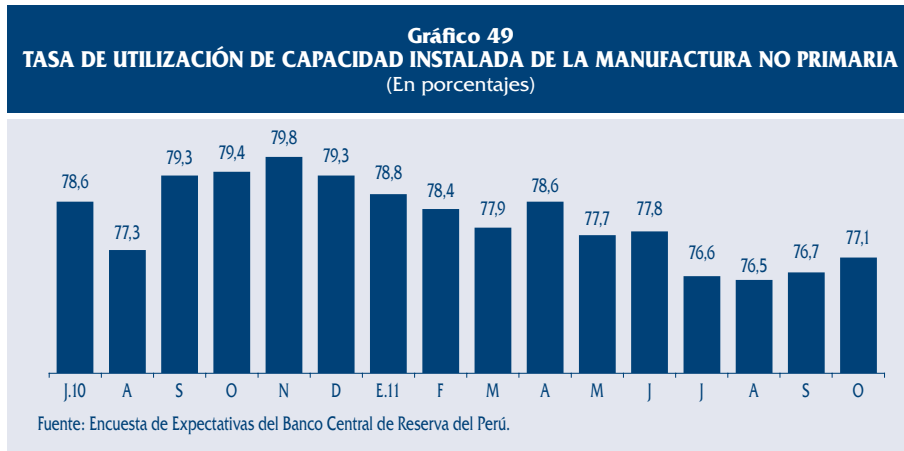
	Variación porcentual		Contribución al crecimiento		
	Ene. -Oct. 2010/2009 (1)	Ene. -Oct. 2011/2010 (2)	Ene. -Oct. 2010/2009 (3)	Ene. -Oct. 2011/2010 (4)	Diferencia (5)=(4)-(3)
Manufactura no primaria	17,0	5,4	17,0	5,4	-11,5
<u>Productos textiles</u>	<u>36,6</u>	<u>6,9</u>	<u>4,5</u>	<u>0,9</u>	<u>-3,6</u>
Otras prendas de vestir	61,3	13,4	3,3	0,9	-2,4
Prendas de tejidos de punto	14,7	-6,0	0,4	-0,2	-0,6
Hilados, tejidos y acabados	21,9	7,8	0,6	0,2	-0,4
<u>Industria del papel e imprenta</u>	<u>17,9</u>	<u>10,0</u>	<u>2,0</u>	<u>1,0</u>	<u>-1,0</u>
Actividades de impresión	15,1	12,8	0,8	0,6	-0,2
Otros artículos de papel y cartón	21,6	4,4	0,8	0,2	-0,6
Papel y cartón	17,4	14,5	0,3	0,2	-0,1
<u>Materiales de construcción</u>	<u>23,5</u>	<u>8,0</u>	<u>4,8</u>	<u>1,6</u>	<u>-3,2</u>
Cemento	15,4	1,5	0,8	0,1	-0,8
Cerámica y otros materiales	22,5	-0,2	1,2	0,0	-1,2
Productos metálicos	29,7	12,0	2,0	0,8	-1,2
<u>Resto de ramas</u>	<u>10,7</u>	<u>3,3</u>	<u>5,7</u>	<u>1,9</u>	<u>-3,8</u>

Fuente: Ministerio de la Producción.

40. Después de disminuir ligeramente durante los meses de julio, agosto y setiembre, el indicador de la tasa de utilización de capacidad instalada, medido a través de la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central, alcanzó en octubre un nivel de 77,1. Dicha tasa representó un incremento de 0,5 puntos porcentuales respecto al nivel del tercer trimestre que en promedio fue de 76,6.

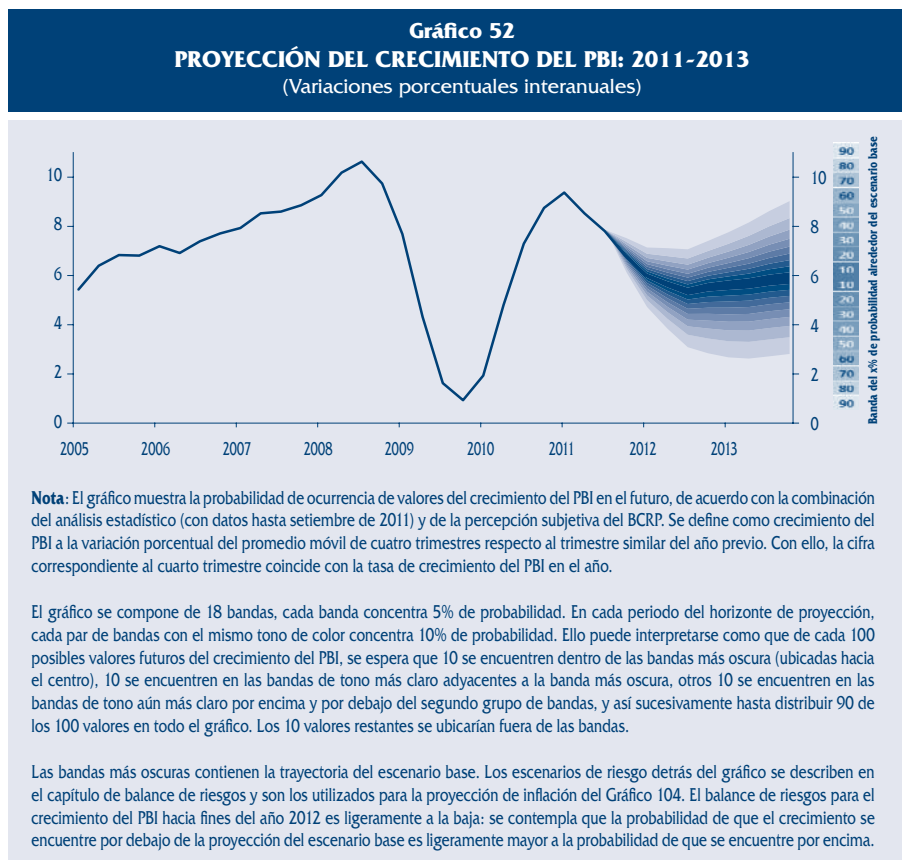
Si se compara el nivel obtenido en octubre de este año respecto al nivel de octubre del año anterior se observa una disminución de 2,3 puntos porcentuales, en línea con la evolución que registra la producción de la manufactura no primaria.





41. Este escenario base ya incorpora un deterioro de las condiciones externas. Sin embargo, en una situación en la que se produzcan eventos que desencadenen un empeoramiento de la crisis externa, se podrían deteriorar las expectativas de los

agentes, afectando negativamente al consumo y a la inversión. En ese entorno, un menor crecimiento mundial afectaría las exportaciones, traduciéndose en menor producción doméstica. Asimismo, menores términos de intercambio ocasionarían un efecto ingreso negativo que desaceleraría aún más el consumo y la inversión.



RECUADRO 1

COMPETITIVIDAD Y CLIMA DE NEGOCIOS EN EL PERÚ: SITUACIÓN Y AGENDA

La literatura teórica y empírica sugiere que el crecimiento de la **productividad total de factores (PTF)** es fuente principal del crecimiento económico de los países².

Si bien el rol de la acumulación de factores (capital y trabajo) es relevante para el crecimiento, una trayectoria creciente del ingreso per cápita en el largo plazo está fundamentada por la capacidad

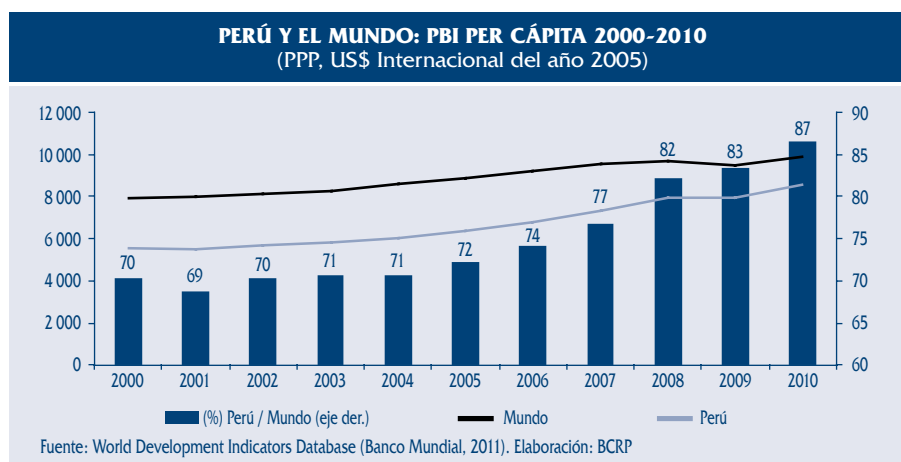
2 Siguiendo la metodología propuesta por R. Solow (1957), el crecimiento económico de un país puede ser desagregado a través de los tres componentes básicos de la función de producción: el capital, el trabajo y la PTF. La PTF es una medida de la eficiencia en el uso de los factores productivos trabajo y capital. Para un nivel constante de capital y trabajo, una mayor PTF significaría un mayor nivel de producción y, en este sentido, una mayor eficiencia en el uso de los factores.





de generar mayor valor agregado de forma sostenida. Dado que la mejora en la eficiencia en el uso de los factores (la PTF) aumenta la frontera de posibilidades de producción de un país, el crecimiento de la PTF genera incrementos del producto potencial de la economía y, así, es determinante del crecimiento económico.

Desde el año 2000, el crecimiento de la PTF contribuyó con más del 50 por ciento del crecimiento del ingreso per cápita del Perú, lo que implica un crecimiento promedio de la PTF (2,5 por ciento anual) superior al estimado para las últimas cinco décadas. Cabe destacar que el crecimiento del ingreso por habitante en Perú durante la última década (4,4 por ciento anual) casi duplicó el crecimiento del PBI per cápita mundial (2,3 por ciento anual) en el mismo periodo.



Debido a este desempeño, el Perú ocupó el puesto 34 entre 165 países en términos de crecimiento del ingreso por habitante entre 2000 y 2010, lo que permitió que el PBI per cápita peruano como porcentaje del ingreso por habitante mundial se eleve de 70 a 87 por ciento. En términos de nivel de PBI per cápita, durante esta década el Perú avanzó de la posición 75 a la 69 entre 165 naciones.

La evolución positiva de la PTF y del PBI per cápita peruano durante la última década es consistente con las reformas implementadas en el país. De un lado, la consolidación de reformas de primera generación focalizadas en la estabilidad macroeconómica y, de otro lado, la gradual introducción de reformas de segunda generación orientadas a elevar la competitividad nacional y la facilidad para hacer negocios.

Esta asociación entre reformas, productividad y crecimiento es consistente con la evidencia empírica internacional que muestra efectos positivos y significativos de las mejoras en la condiciones macro y micro para hacer negocios sobre el nivel del PBI per cápita (Foro Económico Mundial, 2008)³.

3 Global Competitiveness Report 2008-2009 (World Economic Forum, 2008).

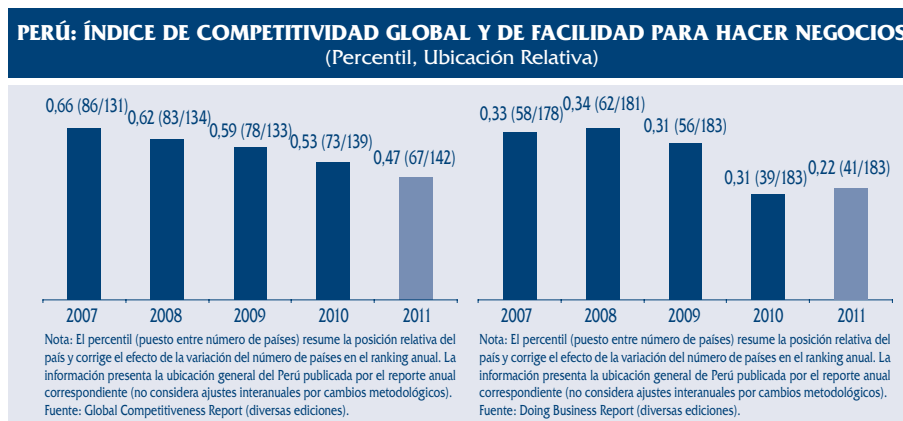
Fuentes de crecimiento de la PTF

¿Qué explica el nivel y crecimiento de la PTF? La productividad es una variable de naturaleza multidimensional: factores macro tales como estabilidad macroeconómica y factores micro tales como el entorno regulatorio para hacer negocios son complementarios para la determinación de la PTF. Considerando estos aspectos, existen diversos indicadores internacionales que analizan la evolución de la **competitividad** y **clima de negocios** de una nación así como su ubicación con respecto a otros países.

La **competitividad** es definida por el Foro Económico Mundial (FEF) como el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país. Por su parte, el **clima de negocios** es definido por el Banco Mundial (BM) como el conjunto de factores institucionales que configuran los incentivos que inducen al sector privado a invertir en proyectos socialmente deseables. En este contexto, el fortalecimiento de la competitividad y el clima de negocios es condición necesaria para el crecimiento económico sostenido y prosperidad de los países.

Perú: situación actual y evolución reciente de las fuentes de crecimiento de la PTF

El *Reporte de Competitividad Global 2011-12* del FEF, publicado en setiembre de 2011, califica al Perú en el puesto 67 entre 142 países con lo que el país se ubica en la primera mitad a nivel mundial por primera vez en términos de competitividad. Con respecto al año previo, el Perú asciende seis ubicaciones con lo que acumula un avance de 19 posiciones en este ranking desde 2007.



El reporte *Doing Business 2012* del BM, publicado en octubre de 2011, ubica al Perú en la posición 41 entre 183 países a nivel global con lo que el Perú se encuentra en el tercio superior a nivel mundial en términos de clima de negocios y registra un avance acumulado de 17 puestos durante el último quinquenio.

Competitividad en el Perú

Si bien el Perú está en la primera mitad mundial en competitividad según el FEF, el país presenta resultados mixtos en su ubicación relativa:





- El Perú está en el segundo quintil mundial en cuatro de los 12 pilares de competitividad: sofisticación del mercado financiero (puesto 38), eficiencia del mercado laboral (puesto 43), tamaño del mercado (puesto 48), eficiencia del mercado de bienes (puesto 50) y estabilidad macroeconómica (puesto 52).

Entre las fortalezas específicas del país, definidas como los indicadores primarios en los que el país califica en el quintil superior mundial, resaltan: baja inflación, la solvencia del sistema financiero, la protección a la inversión nacional y extranjera; y la flexibilidad de la determinación de salarios. En particular, se resalta que el Perú comparte el primer puesto a nivel mundial en control de inflación junto a los países que registraron una tasa de inflación promedio de 0,5 y 2,9 por ciento anual en 2010 (1,5 por ciento en Perú, dentro del rango meta de inflación del BCRP).

- No obstante, el país está calificado en el cuarto quintil mundial en cuatro de los 12 pilares analizados: innovación (puesto 113), salud y educación primaria (puesto 97), instituciones (puesto 95) e infraestructura (puesto 88).

Las principales debilidades del país, definidas como los indicadores primarios en los que el país califica en el quintil inferior mundial, se concentran en los pilares de instituciones y capital humano. En particular, destacan negativamente la calificación en ámbitos como la confianza en la clase política, protección a los derechos de propiedad intelectual, seguridad pública, independencia judicial, regulación gubernamental y calidad del sistema educativo. Complementariamente, el elevado diferencial de tasas de interés del sistema financiero contribuye a debilitar la posición competitiva del Perú.

PERÚ: ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL			
Índice de Competitividad Global	2011-2012	2010-2011	Avance
(Ubicación general)	67	73	6
A. Requerimientos básicos	78	87	9
1. Instituciones	95	96	1
2. Infraestructura	88	88	0
3. Estabilidad macroeconómica	52	75	23
4. Salud y educación primaria	97	92	-5
B. Refuerzos a la eficiencia	50	56	6
5. Educación superior y capacitación	77	76	-1
6. Eficiencia del mercado de bienes	50	69	19
7. Eficiencia del mercado laboral	43	56	13
8. Sofisticación del mercado financiero	38	42	4
9. Preparación tecnológica	69	74	5
10. Tamaño del mercado	48	48	0
C. Factores de innovación y sofisticación	89	89	0
11. Sofisticación empresarial	65	71	6
12. Innovación	113	110	-3

Nota: Ubicación relativa entre 139 y 142 países para 2010-2011 y 2011-2012, respectivamente.
Fuente: *Global Competitiveness Report 2010-2011 y 2011-2012*.

Clima de Negocios en el Perú

El Perú, a pesar de ser parte del tercio superior mundial en facilidad para hacer negocios, registra resultados heterogéneos en su clasificación relativa:

- El país se encuentra en el quintil superior a nivel mundial en tres de las 10 áreas analizadas: protección al inversionista (puesto 17), registro de propiedad (puesto 22) y acceso al crédito (puesto 24). Por su parte, como resultado de reformas recientes, el Perú actualmente se encuentra en el tercio superior a nivel mundial en las áreas de apertura de empresas (puesto 55) y facilidad para el comercio (puesto 56).
- Sin embargo, el país se encuentra todavía rezagado a nivel internacional en cinco de las 10 áreas: cumplimiento de contratos (puesto 111), permisos de construcción (puesto 101), cierre de empresas (puesto 100), pago de impuestos (puesto 85) y conexión de energía eléctrica (puesto 82).

PERÚ: ÍNDICE DE FACILIDAD PARA HACER NEGOCIOS			
Facilidad para Hacer Negocios	2011-2012	2010-2011 1/	Avance
(Ubicación general)	41	39	-2
Protección al inversionista	17	21	4
Registro de propiedad	22	24	2
Acceso al crédito	24	21	-3
Apertura de empresas	55	53	-2
Facilidad para comercio exterior	56	56	0
Conexión de energía eléctrica	82	83	1
Pago de impuestos	85	93	8
Cierre de empresas	100	102	2
Permisos de construcción	101	96	-5
Cumplimiento de contratos	111	110	-1

1/ El ranking 2010-11 presenta la posición relativa actualizada que considera los ajustes metodológicos del reporte 2011-12.
 Nota: Ubicación relativa entre 183 países.
 Fuente: *Doing Business 2011* y *Doing Business 2012*.

Competitividad y Clima de Negocios en el Perú a nivel regional

En la región, según reporte de competitividad del FEF, el Perú se ubica en el puesto siete entre 20 países (puesto 14 en 2007-08). El Perú es el país que registra, junto al Brasil, el mayor avance en competitividad a nivel regional durante el último quinquenio dado que registra una mejora de siete puestos.

Por su parte, según el reporte de facilidad para hacer negocios del BM, el Perú es el segundo mejor país entre 32 naciones de América Latina y El Caribe en términos de clima de negocios, solo superado por Chile.





Apreciaciones finales

La competitividad y clima de negocios del Perú, en el orden macro y micro, ha registrado significativos avances acumulados durante el último quinquenio. El positivo desempeño reciente de la competitividad nacional y facilidades para hacer negocios es consistente con el crecimiento económico registrado por el Perú durante la última década.

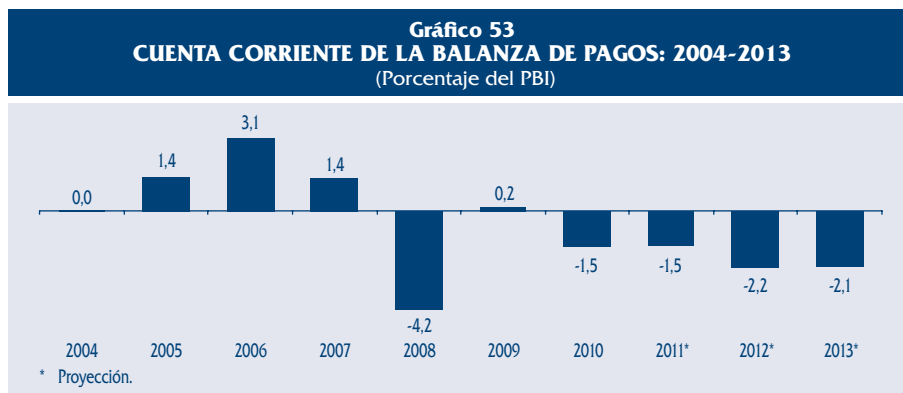
Sin embargo, si bien el país registra avances recientes en materia de fuentes de crecimiento de la productividad, la mejora de la actual posición relativa de Perú demanda la aceleración de las reformas pendientes. Las oportunidades de mejora necesarias para sostener el crecimiento del Perú, acorde a los estudios del FEF y del BM incluyen la consolidación de las reformas en los siguientes cinco ámbitos centrales:

- **Institucionalidad:** Fortalecer la calidad institucional, lo que incluye factores clave como estabilidad política, derechos de propiedad y solución de conflictos judiciales.
 - **Capital Humano:** Elevar la calidad de la educación básica y superior.
 - **Infraestructura:** Reducir las brechas de infraestructura física (transporte, principalmente).
 - **Tecnología:** Fomentar la capacidad de adopción tecnológica y la inversión en I & D.
 - **Regulaciones:** Simplificar trámites tales como pago de impuestos, cierre de empresas, permisos de construcción y leyes laborales de firmas medianas y grandes.
-

III. Balanza de Pagos

42. En un contexto de alto nivel de incertidumbre en los mercados financieros y perspectivas de menor crecimiento de la actividad económica mundial, las cuentas externas de la economía peruana continúan mostrando niveles adecuados de déficit en cuenta corriente que vienen siendo acompañados con importantes flujos de capitales privados de largo plazo que aseguran la sostenibilidad de la balanza de pagos en el mediano plazo. Complementariamente, el alto nivel de reservas internacionales netas en poder del Banco Central permite contar con una importante fuente de recursos para responder de manera adecuada y oportuna a cualquier perturbación que se produzca por el empeoramiento de la situación externa.
43. En el **tercer trimestre** de 2011 se registró un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$ 121 millones (0,3 por ciento del PBI). El superávit comercial estuvo asociado al aumento en los términos de intercambio de 8,4 por ciento y a un mayor volumen de exportaciones. Por su parte, los egresos por renta de factores, principalmente utilidades de las empresas con participación extranjera, ascendieron a US\$ 3 090 millones. Con ello, en el período **enero-setiembre** se registró un déficit en cuenta corriente de US\$ 1 816 millones. El superávit comercial en este período fue de US\$ 6 950 millones, en tanto que las remesas del exterior ascendieron a US\$ 1 989 millones, lo que fue compensado por el déficit por renta de factores por US\$ 9 622 millones.

La proyección del déficit en cuenta corriente para el año **2011** sería de 1,5 por ciento del producto, menor al previsto en el Reporte de setiembre (2,8 por ciento). Esta revisión refleja los mejores resultados del tercer trimestre respecto a los esperados en el Reporte anterior debido a la mejora en los términos de intercambio y a menor renta de factores.





Para los siguientes años el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de setiembre, de 2,6 a 2,2 por ciento del PBI en 2012 y de 2,3 a 2,1 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.

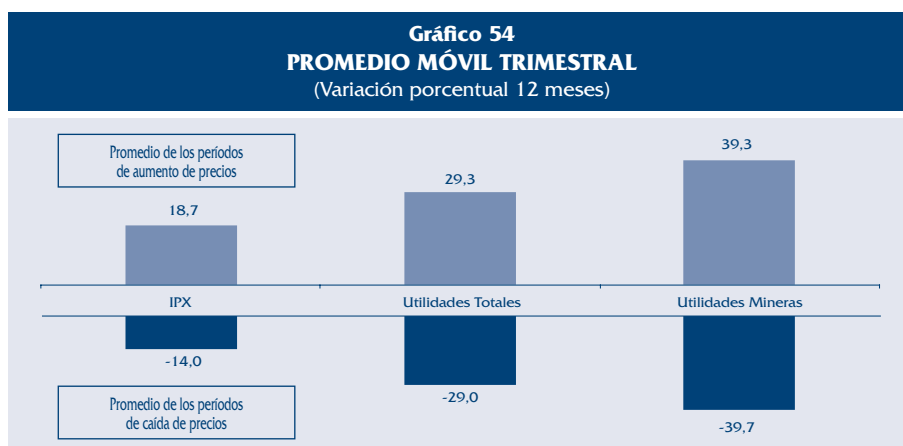
Cuadro 19
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-1 784	-2 315	-1 816	-4 915	-2 675	-5 140	-4 258	-4 960	-4 418
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,2	-1,5	-1,1	-2,8	-1,5	-2,6	-2,2	-2,3	-2,1
1. Balanza comercial	4 626	6 750	6 950	7 725	8 874	7 350	6 862	8 982	8 152
a. Exportaciones	25 387	35 565	34 443	44 785	45 448	46 964	45 093	51 607	49 548
b. Importaciones	-20 761	-28 815	-27 494	-37 060	-36 574	-39 614	-38 231	-42 625	-41 397
2. Servicios	-1 457	-2 037	-1 510	-2 502	-2 160	-2 639	-2 342	-2 773	-2 489
3. Renta de factores	-7 154	-10 053	-9 622	-13 353	-12 640	-13 298	-12 245	-14 683	-13 774
4. Transferencias corrientes	2 200	3 026	2 366	3 216	3 252	3 447	3 467	3 515	3 694
Del cual: Remesas del exterior	1 833	2 534	1 989	2 752	2 750	3 001	2 955	3 068	3 181
II. CUENTA FINANCIERA	11 113	13 285	4 863	10 414	8 175	7 640	7 058	7 459	7 218
Del cual:									
1. Sector privado (largo y corto plazo)	11 152	13 925	7 103	9 981	8 720	7 368	6 626	7 590	7 261
2. Sector público	-617	-1 022	-177	142	-54	710	412	-48	-48
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	9 329	10 970	3 047	5 500	5 500	2 500	2 800	2 500	2 800
Nota:									
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo									
En millones US\$	8 624	12 053	8 657	10 754	10 760	10 772	8 873	11 810	11 080
En porcentaje del PBI	5,8%	7,8%	5,0%	6,1%	6,1%	5,6%	4,6%	5,6%	5,3%
Saldo de RIN									
En millones US\$		44 105		49 605	49 605	52 105	52 405	54 604	55 205
En porcentaje del PBI		28,6%		28,3%	28,1%	26,9%	27,1%	25,9%	26,3%
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

44. 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.

Debido a la incertidumbre asociada al entorno internacional la cuenta corriente de la balanza de pagos se puede ver afectada a través del canal comercial vía variaciones en los términos de intercambio. Sin embargo, tal como lo demuestra la evidencia empírica basada en información de los últimos 5 años, el efecto neto sobre la cuenta corriente asociado a movimientos a través de la balanza comercial se ve contrarrestado por el efecto de las variaciones de precios externos sobre la renta de factores a través de las utilidades. Así, utilizando la variación anual del promedio móvil trimestral entre los años 2007 y 2011, se observa que en los periodos en los que se registran aumentos de precios, los Índices de precios de exportación crecieron a una tasa promedio de 18,7 por ciento en tanto que las utilidades mineras lo hicieron en 39,3 por ciento. De igual forma, en los periodos en los que se observan caídas de precios, los Índices de precios de exportación se redujeron en promedio 14,0 por ciento y las utilidades mineras, 36,7 por ciento.



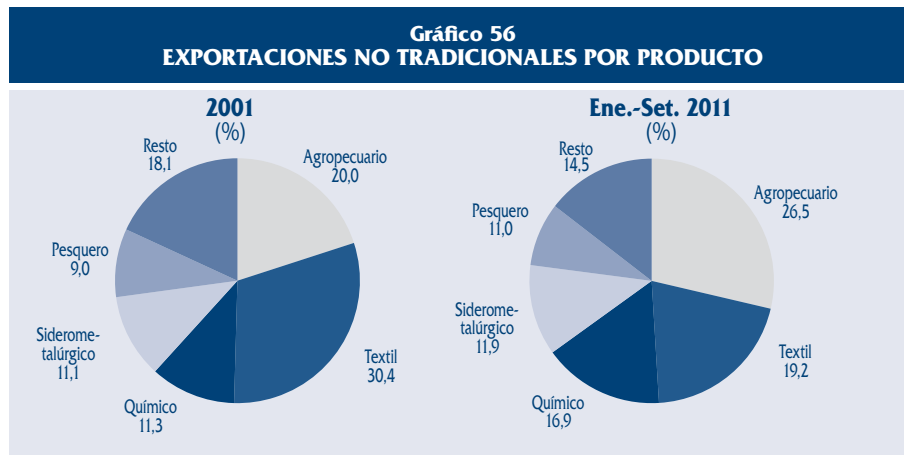
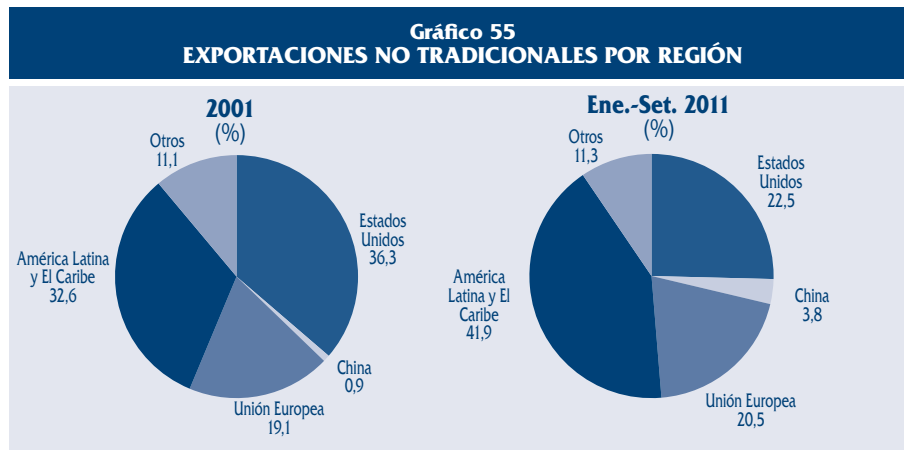
45. Las **exportaciones** crecieron 35,7 por ciento en el tercer trimestre de 2011 respecto al mismo periodo de 2010, reflejando el incremento de los volúmenes exportados y precios promedio. El volumen exportado de productos tradicionales aumentó 3,4 por ciento por mayores embarques de oro y café, en tanto que el volumen exportado de productos no tradicionales se incrementó 24,5 por ciento, destacando los envíos de productos agropecuarios, pesqueros y químicos.

De otro lado, los precios promedio aumentaron 25,9 por ciento frente al tercer trimestre de 2010 por mayores precios de los principales *commodities* mineros –cobre, oro y zinc– y de los productos no tradicionales, en particular los textiles y los siderometalúrgicos.

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



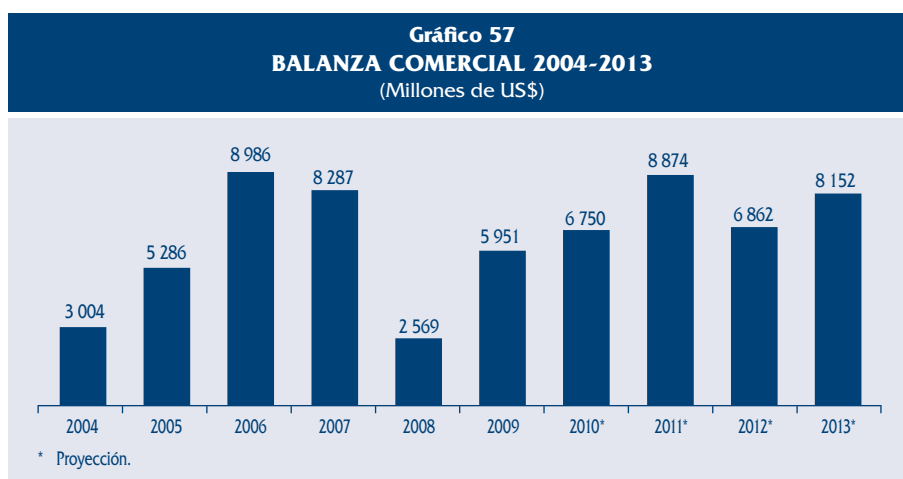
exportaciones no tradicionales. Asimismo, los sectores agropecuario y químico han venido ganando mayor importancia.



46. Las importaciones fueron US\$ 9 729 millones en el tercer trimestre, mayores en 24,5 por ciento a las del tercer trimestre de 2010. El volumen aumentó 7,2 por ciento por mayores adquisiciones de bienes de capital y consumo.

El precio promedio de las importaciones aumentó 16,1 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior, por mayores precios de alimentos clasificados como insumos (trigo, maíz y lácteos), petróleo e insumos industriales.

47. 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\$ 7,7 mil millones en el Reporte de Inflación de setiembre a US\$ 8,9 mil millones en el presente Reporte.



En el año 2012 el superávit de la balanza comercial alcanzaría los US\$ 6,9 mil millones, menor a lo esperado en el Reporte anterior, debido a menores términos de intercambio y volumen esperados. En 2013, el superávit comercial aumentaría a US\$ 8,2 millones, en un contexto en el que los términos de intercambio se mantendrían estables y la economía mundial crecería a una tasa mayor a la de 2012.

Cuadro 20
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2010	2011*		2012*		2013*	
		RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
1. Valor:							
Exportaciones	31,9	25,9	27,8	4,9	-0,8	9,9	9,9
Productos tradicionales	34,2	25,6	27,5	2,9	-3,6	9,5	9,1
Productos no tradicionales	23,5	27,4	29,2	11,5	8,5	11,5	12,5
Importaciones	37,1	28,6	26,9	6,9	4,5	7,6	8,3
2. Volumen:							
Exportaciones	1,9	7,5	7,2	7,0	5,6	9,8	8,6
Productos tradicionales	-2,7	5,1	4,1	6,9	5,4	9,9	8,4
Productos no tradicionales	15,3	15,8	17,8	7,4	6,3	9,3	9,2
Importaciones	24,1	13,0	12,3	6,2	5,7	8,0	7,7
3. Precio:							
Exportaciones	29,9	17,2	19,2	-2,0	-6,1	0,1	1,2
Productos tradicionales	37,8	19,5	22,5	-3,8	-8,6	-0,4	0,6
Productos no tradicionales	7,1	10,0	9,7	3,8	2,0	2,0	3,0
Importaciones	10,1	12,8	13,1	1,3	-0,3	-0,3	0,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





Cuadro 21
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
EXPORTACIONES	25 387	35 565	34 443	44 785	45 448	46 964	45 093	51 607	49 548
De las cuales:									
Productos tradicionales	19 872	27 669	26 955	34 750	35 283	35 741	34 011	39 120	37 117
Productos no tradicionales	5 336	7 641	7 264	9 735	9 875	10 850	10 709	12 103	12 048
IMPORTACIONES	20 761	28 815	27 494	37 060	36 574	39 614	38 231	42 625	41 397
De las cuales:									
Bienes de consumo	3 877	5 489	4 821	6 529	6 577	7 115	7 195	7 800	7 810
Insumos	10 171	14 023	13 613	18 786	17 900	18 435	18 033	19 133	19 078
Bienes de capital	6 551	9 074	8 769	11 574	11 723	13 857	12 564	15 477	14 048
BALANZA COMERCIAL	4 626	6 750	6 950	7 725	8 874	7 350	6 862	8 982	8 152

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

48. Las **exportaciones** de 2011 se han revisado al alza, con lo cual ascenderían a US\$ 45,4 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 ascenderían a US\$ 45,1 mil millones y llegarían a US\$ 49,5 mil millones en 2013.

En términos de volumen, las exportaciones crecerían 5,6 por ciento en 2012 menores al 7,2 por ciento de 2011, debido a menores volúmenes de exportación de zinc, plata y productos no tradicionales, en un escenario de menor crecimiento mundial. En 2013, los volúmenes crecerían 8,6 por ciento, menor a lo esperado en el Reporte de setiembre (9,8 por ciento) por menores volúmenes exportados de cobre y zinc.

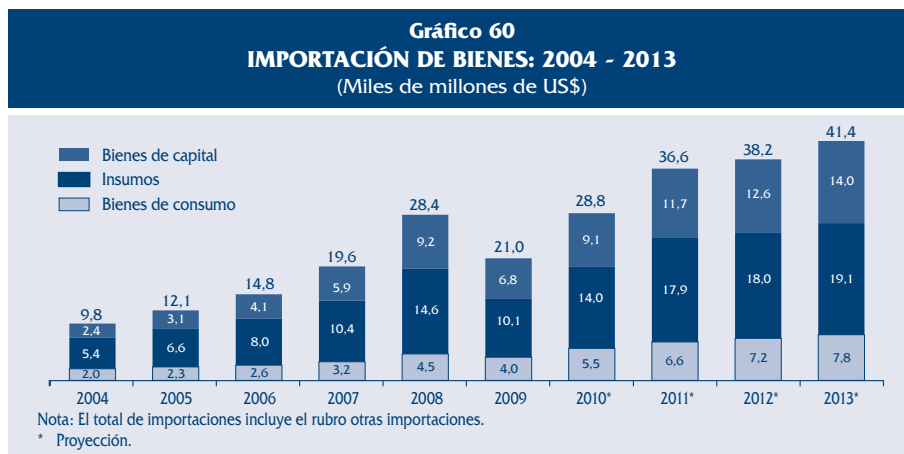
Gráfico 58
EXPORTACIONES DE BIENES: 2004-2013
(Miles de millones de US\$)



Entre 2012-2013 se espera que el volumen de las exportaciones no tradicionales crezca a una tasa promedio de 8 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.



49. El valor de las **importaciones** crecería 27 por ciento en 2011, alcanzando los US\$ 36,6 mil millones con lo cual el volumen de importaciones tendría un crecimiento de 12 por ciento para el año. En el horizonte de proyección para 2012 y 2013 se prevé un menor crecimiento del volumen de las importaciones respecto a las consideradas en el Reporte anterior (5,7 y 7,7 por ciento versus 6,2 y 8,0 por ciento, respectivamente), consistentes con las previsiones de un ritmo de crecimiento más moderado en actividad económica.



**Cuenta financiera**

50. La cuenta financiera de largo plazo del sector privado fue de US\$ 3 114 millones en el tercer trimestre, compuesta principalmente por préstamos netos con la matriz percibido por las empresas con participación extranjera. Asimismo se recibieron préstamos de largo plazo del exterior por un monto de US\$ 1 118 millones. Este mayor flujo de capitales privados fue parcialmente compensado por un flujo negativo de capitales de corto plazo por mayores activos en el exterior del sector financiero y no financiero y menores pasivos del sector no financiero por un monto de US\$ 1 054 millones.

Comparando los resultados con respecto a similar periodo del año anterior, entre enero y setiembre de 2011 se observa una menor contribución de los flujos de inversión directa extranjera en el país compensado parcialmente por una mayor participación de préstamos a largo plazo. Para 2011 se prevé que la cuenta financiera tendría un resultado de US\$ 9,5 mil millones, similar al del Reporte de setiembre (US\$ 9,7 mil millones).

Para el período 2012-2013 se contemplan flujos de la cuenta financiera del sector privado menores a los registrados en 2011, resultado de menores montos por concepto de reinversión (consistentes con los menores términos de intercambio) y la postergación temporal de proyectos de inversión.

Se registraría un financiamiento externo de largo plazo (inversión extranjera directa neta más desembolsos) por US\$ 10,8 mil millones en 2011 llegando a 11,1 mil millones en 2013, montos inferiores a los previstos en el Reporte de setiembre.

Cuadro 22
FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
1. Activos	351	-1 041	-484	-519	-909	-2 759	-1 617	-3 594	-3 232
Inversión directa en el extranjero	-134	-215	-178	31	-178	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior 1/	485	-826	-306	-550	-731	-2 759	-1 617	-3 594	-3 232
2. Pasivos	9 230	14 365	8 579	10 216	10 446	10 127	8 243	11 184	10 493
Inversión directa extranjera en el país	6 061	7 328	5 902	8 578	7 627	8 610	7 335	9 472	8 772
Inversión extranjera de cartera en el país	1 604	3 284	113	230	120	362	362	462	462
Préstamos de largo plazo	1 566	3 752	2 564	1 408	2 699	1 155	546	1 250	1 259
Desembolsos	2 697	4 940	2 933	2 145	3 311	2 162	1 538	2 338	2 308
Amortización	-1 131	-1 187	-370	-737	-612	-1 006	-992	-1 089	-1 050
3. Total	9 581	13 324	8 095	9 697	9 537	7 368	6 626	7 590	7 261

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.



51. A noviembre de 2011 las **RIN del BCRP** ascendieron a US\$ 49 050 millones, nivel que garantiza la solidez de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 28,6 por ciento del PBI, respalda el 89,1 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 23
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	2006	2010	Nov.11
Reservas Internacionales Netas (RIN, en millones de US\$)	17 275	44 105	49 050
RIN/PBI* (en %)	18,7	28,7	28,6
RIN/Deuda externa de corto plazo* (en # de veces)	2,9	5,2	5,3
RIN/Liquidez total (en %)	80,2	90,6	89,1

* Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.





IV. Finanzas Públicas

52. Durante el año las medidas de política fiscal estuvieron dirigidas a retirar el estímulo fiscal que se había venido ejecutando desde finales de 2008. Los límites impuestos al gasto público, especialmente durante el primer semestre del año, buscaron recuperar un espacio fiscal que se tornaba importante en un contexto en el que crecía la incertidumbre en los mercados externos por la evolución de la actual crisis en los países desarrollados, particularmente en Europa. El efecto de estas medidas junto a las demoras producidas en la ejecución presupuestal a raíz del cambio de autoridades subnacionales y nacionales provocó que para este año se tenga finalmente un ajuste fiscal mayor al esperado. Este resultado fiscal ha permitido atenuar en alguna medida las presiones sobre el ciclo económico producto del alto dinamismo que ha venido mostrando el gasto privado a lo largo del año.
53. El Sector Público no Financiero (SPNF) acumuló en el periodo enero-setiembre un **superávit económico** de 4,1 por ciento del PBI, mayor en 2,8 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2010 (1,3 por ciento). Esta positiva evolución es resultado, de un lado, del incremento de los ingresos corrientes del gobierno general (15,1 por ciento real), y del otro, de la disminución de los gastos no financieros (1,0 por ciento real), en particular de los gastos de capital que se redujeron 19,5 por ciento.

Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2010				2011			
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	Ene-Set.	I Trim.	II Trim.	III Trim.	Ene-Set.
I. GASTO CORRIENTE	5,4	8,6	4,1	6,0	5,8	4,3	9,0	6,5
Gobierno Nacional	2,6	8,7	3,2	4,8	10,4	4,4	12,7	9,2
Gobiernos Regionales	6,0	3,7	2,7	4,1	-0,2	2,2	1,3	1,1
Gobiernos Locales	24,2	16,1	11,5	16,7	-11,8	6,9	2,4	-0,1
II. GASTO DE CAPITAL	25,6	49,0	21,3	31,7	-22,3	-15,9	-21,5	-19,5
Gobierno Nacional	31,2	85,8	25,6	48,2	7,3	3,6	-6,5	1,0
Gobiernos Regionales	50,9	45,1	26,9	37,7	-10,4	-26,4	-28,2	-23,9
Gobiernos Locales	11,7	17,0	15,6	15,3	-59,7	-38,7	-30,5	-39,5
III. GASTO TOTAL	9,2	18,8	9,0	12,3	-0,3	-2,1	-0,7	-1,0
Gobierno Nacional	5,9	21,2	7,0	11,3	10,0	4,2	8,9	7,6
Gobiernos Regionales	12,9	13,7	9,6	12,0	-2,3	-6,7	-8,5	-6,1
Gobiernos Locales	17,9	16,6	13,9	15,9	-34,7	-17,7	-17,3	-21,7

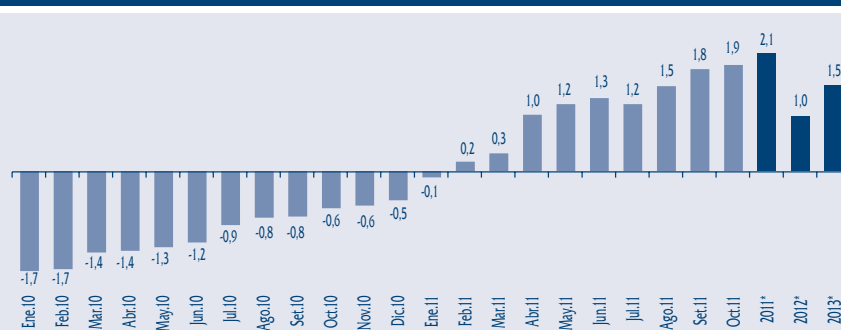
Cuadro 25
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Contribuciones a la variación porcentual real)

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

54. En el resultado del periodo enero-setiembre ha sido determinante la evolución de los gastos no financieros, especialmente en el nivel local y regional. En el primer caso, se produjo una disminución que llegó al 21,7 por ciento, cuando el año pasado para el mismo periodo registraba un aumento de 15,9 por ciento. Los gobiernos regionales redujeron su gasto en 6,1 por ciento, en contraste a la positiva evolución del año pasado cuando se incrementó 12,0 por ciento. En ambos casos, el deterioro se manifestó principalmente en los gastos de capital por una débil ejecución de los proyectos de inversión, aunque en el caso de los gobiernos locales esta disminución, aunque ligera, también alcanzó al gasto corriente.

Si bien el gobierno central ha adoptado algunas medidas para elevar el dinamismo del gasto, de modo que se alcancen las metas del Marco Macroeconómico Multianual (MMM), que eran recogidas en el anterior Reporte, la ejecución durante los meses de octubre y noviembre muestran aún un ritmo inferior al previsto.

Gráfico 62
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)

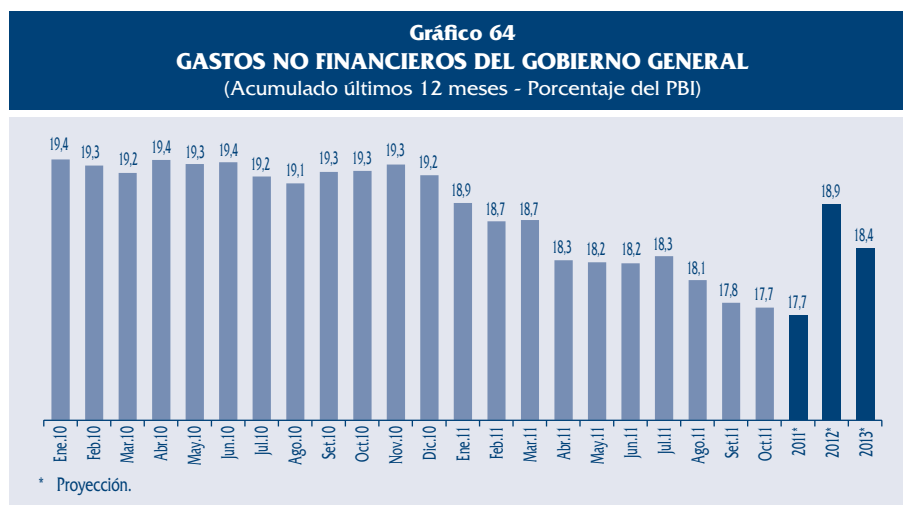
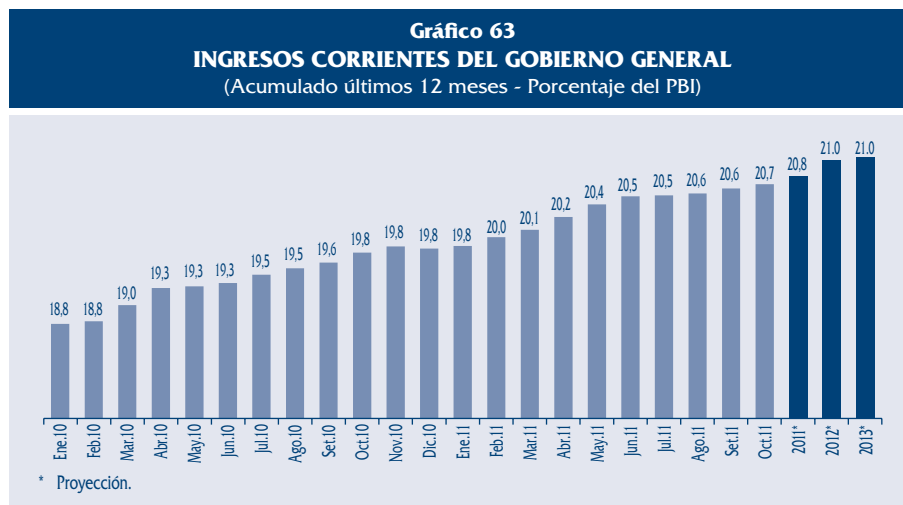


* Proyección.



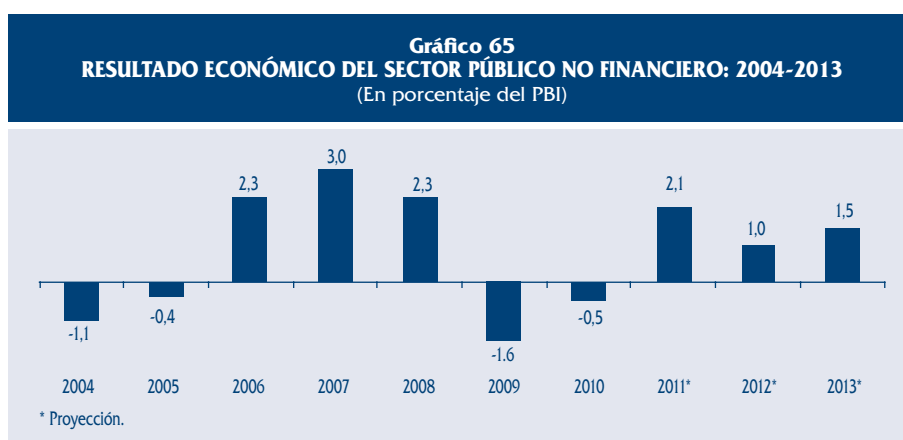


Considerando un escenario en el que aún los ingresos corrientes mantienen un relativo dinamismo y que el gasto público para el cuarto trimestre no mostraría una variación positiva se proyecta para el **año 2011 un superávit para el SPNF de 2,1 por ciento del producto**. Este resultado representa un mayor superávit respecto al proyectado en el Reporte de setiembre (1,0 por ciento del PBI).



Para los próximos años se proyecta un superávit fiscal, aunque de menor magnitud al de este año. Para el año **2012** se prevé un resultado de **1,0 por ciento del PBI** en línea con lo previsto en el MMM y para el año **2013** de **1,5 por ciento del PBI**, resultados que reflejan un crecimiento moderado de los ingresos por menores términos de intercambio y un crecimiento del gasto que asume que los gobiernos subnacionales van superando los problemas de ejecución presupuestal que enfrentaron en 2011.

Cabe precisar que los resultados de esta proyección corresponden a las de un escenario base, sin embargo existen riesgos sobre la evolución de la economía mundial que de concretarse afectarían los precios de nuestros *commodities* y la demanda de nuestras exportaciones lo que derivaría en un deterioro de los resultados previstos, considerando, de un lado, que los ingresos públicos serían menores y, del otro, que el gasto debería dinamizarse para reducir los posibles efectos negativos de un eventual deterioro del entorno internacional.



Cuadro 26
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	20,2	19,8	21,2	20,7	20,8	20,9	21,0	20,9	21,0
<i>Variación % real</i>	19,1	18,4	15,1	12,4	13,4	6,0	4,6	6,5	6,6
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	17,6	19,2	15,9	18,6	17,7	18,6	18,9	18,4	18,4
<i>Variación % real</i>	12,3	10,7	-1,0	3,8	-0,7	4,9	10,7	5,4	3,6
Del cual:									
a. Corriente	12,5	13,2	12,2	13,0	13,0	12,5	12,8	12,2	12,4
<i>Variación % real</i>	6,0	6,9	6,5	6,1	6,2	1,0	2,6	3,9	3,1
b. Formación bruta de capital	4,6	5,5	3,4	5,2	4,4	5,7	5,7	5,8	5,6
<i>Variación % real</i>	32,4	20,8	-18,8	1,3	-14,1	14,0	33,6	9,3	4,8
3. Otros	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	2,6	0,7	5,4	2,2	3,2	2,4	2,1	2,6	2,6
5. Intereses	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
6. Resultado económico	1,3	-0,5	4,1	1,0	2,1	1,2	1,0	1,4	1,5

Nota:

1. Ingresos corrientes del gob. general (Mil. de Mill. S./)	64,5	86,1	76,4	99,8	100,9	108,6	109,0	117,9	118,3
2. Gastos no financieros del gob. general (Mill. de Mill. S./)	56,3	83,5	57,4	89,3	85,8	96,3	98,0	103,5	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).

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





Evolución de los ingresos fiscales

55. En el **periodo enero-setiembre de 2011 los ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 21,2 por ciento del producto. Dentro de los ingresos tributarios, que aumentaron 14,5 por ciento, fue importante el crecimiento mostrado en el impuesto a la renta (29 por ciento) proveniente especialmente de las empresas de los sectores hidrocarburos y minero en un contexto en el que estuvieron aumentando los precios de nuestros *commodities*.

Cuadro 27
IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA 1/
(Millones de nuevos soles)

	Enero - Setiembre		
	2010	2011	Var. % real ^{1/}
TOTAL INGRESOS	10 795	14 483	30,3
Minería	3 633	4 934	31,9
Otros Servicios 2/	3 326	4 213	23,0
Manufactura	1 387	1 819	27,3
Comercio	1 382	1 799	26,4
Hidrocarburos	613	1 080	71,1
Construcción	363	518	38,7
Pesca	71	78	6,6
Agropecuario	19	41	109,5

1/ No incluye regularización por impuesto a la renta, ni renta de no domiciliados.

2/ Incluye actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, telecomunicaciones, intermediación financiera, salud, servicios sociales, turismo y hotelería, generación de energía eléctrica y agua, y otros.

Fuente: Sunat.

De otro lado, en el periodo enero-setiembre de 2011, el IGV aumentó 12,0 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 8,9 por ciento para el IGV interno y en un 15,8 por ciento para el IGV externo. Estos positivos resultados se logran aún cuando la tasa de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento a partir del 1 de marzo. En cuanto a los ingresos no tributarios, éstos también mostraron una positiva evolución debido a los mayores ingresos por regalías petroleras, gasíferas y mineras, que en conjunto aumentaron en 50 por ciento en términos reales beneficiándose de las elevadas cotizaciones del crudo y minerales.

56. Considerando el actual escenario económico, así como la evolución de la recaudación de los últimos meses, los **ingresos corrientes del gobierno general en el año 2011** (20,8 por ciento del PBI) serían mayores a los proyectados en el Reporte de Inflación de setiembre (20,7 por ciento del PBI) por la mayor actividad económica, así como por los mayores precios de nuestros *commodities*. El crecimiento se daría como consecuencia principalmente de la evolución del impuesto a la renta, del IGV y de los ingresos no tributarios (regalías petroleras, gasíferas y mineras).

Cabe indicar que en setiembre se modificó el tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías. Las normas publicadas⁴ en esa fecha determinaron la creación del Gravamen Especial a la Minería para las empresas mineras que cuentan con convenios de estabilidad tributaria, en tanto que para aquellas empresas que no tienen convenios firmados se creó el Impuesto Especial a la Minería y se estableció un nuevo régimen de regalías mineras que reemplaza al anterior. En los tres casos la carga se establece sobre las empresas mineras en función a su utilidad operativa (a diferencia del sistema de regalías anterior que se pagaba sobre el valor del concentrado) y los montos pagados son deducibles como gasto para fines del impuesto a la renta. Se estima que por estos conceptos se tendría una recaudación bruta anual de 0,6 puntos porcentuales del producto.

Cuadro 28
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,5	15,2	16,1	15,8	15,9	15,7	15,8	15,7	15,8
Impuesto a la renta	6,2	5,9	7,3	7,0	6,9	6,9	6,7	6,8	6,7
Impuesto General a las Ventas	8,1	8,2	8,3	8,3	8,3	8,4	8,5	8,4	8,5
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	1,4	1,3	1,5	1,3	1,5
Devoluciones de impuestos	-1,8	-1,8	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0
NO TRIBUTARIOS	3,1	3,0	3,3	3,2	3,2	3,6	3,4	3,6	3,5
CONTRIBUCIONES	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6	1,8
TOTAL	20,2	19,8	21,2	20,7	20,8	20,9	21,0	20,9	21,0

* Proyección.

Gráfico 66
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2004-2013
(En porcentaje del PBI)



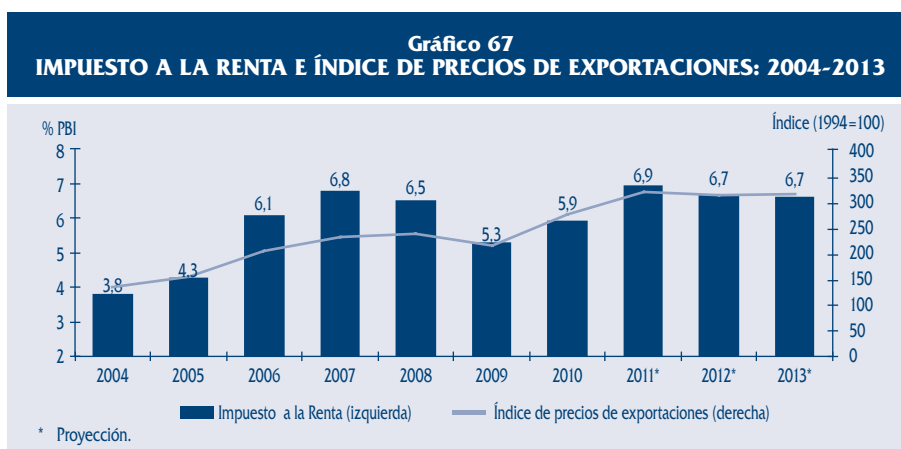
* Proyección.

4 Ley que modifica la Ley de Regalía Minera (Ley N° 29788 del 28 de setiembre de 2011), Ley que crea el Impuesto Especial a la Minería (Ley N° 29789 del 28 de setiembre de 2011) y la Ley que establece el marco legal del Gravamen Especial a la Minería (Ley N° 29790 del 28 de setiembre de 2011).

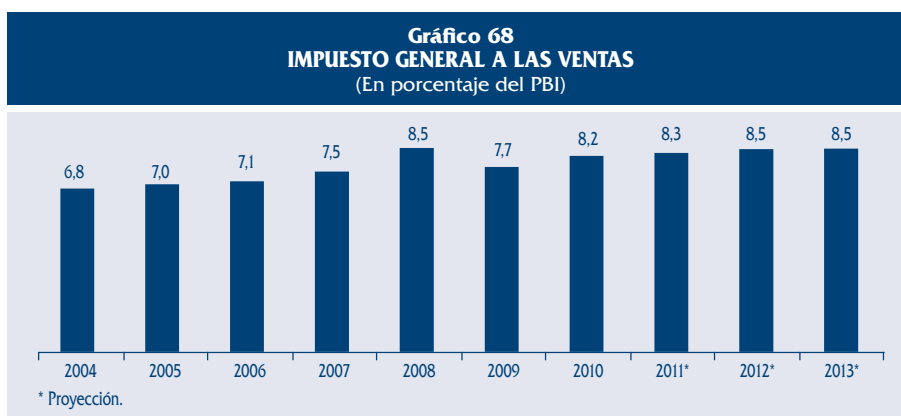




57. La recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendería a 6,9 puntos porcentuales del PBI en 2011, registrándose un notable crecimiento respecto a lo recaudado en 2010 (5,9 por ciento del PBI). Los mayores pagos corresponderían a empresas del sector minero, reflejando el incremento de los precios de los metales de exportación, respecto a los de 2010, así como los mayores coeficientes para los pagos a cuenta⁵ declarados por las empresas en la campaña de regularización 2011.



58. La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, aumentaría ligeramente en 2011 en términos del producto (de 8,2 a 8,3 por ciento) a pesar que desde el mes de marzo está vigente la tasa de 18 por ciento, un punto porcentual menos que los años previos. La positiva evolución de la demanda interna, así como un conjunto de medidas administrativas, han mitigado el impacto de la reducción de la tasa de este impuesto. Las medidas están referidas a la ampliación del sistema de deducciones a los contratos de construcción, oro, pprika, espárragos y minerales metálicos no auríferos.



5 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.

59. La recaudación por los **aranceles a las importaciones** ascendería a 0,3 por ciento del producto en el año 2011, ratio que refleja las rebajas de las tasas arancelarias a fines del año pasado⁶ y en abril de este año⁷. El arancel efectivo se ha reducido paulatinamente en los últimos años para ubicarse actualmente en 1,3 por ciento.



60. Para el **año 2012** se estima un crecimiento de los ingresos corrientes del gobierno general de 4,6 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 21,0 por ciento, ligeramente mayor al del año 2011 (20,8 por ciento). El ritmo de crecimiento proyectado en este Reporte es menor al considerado en el Reporte de setiembre por los menores precios previstos para los principales minerales de exportación. Esta evolución de los ingresos es consistente, además, con la moderación del crecimiento del producto respecto al que se registraría en 2011. Debe notarse además, que las medidas tributarias que se adoptaron en 2011 impactarían plenamente, es decir los doce meses del año, recién en la recaudación de 2012. Adicionalmente, respecto al 2011, se tienen mayores ingresos que provendrían de los pagos que efectuarían las empresas del sector minero por la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías, situación que ya había sido incorporada en el Reporte anterior. En **2013** se mantendría la participación de los ingresos corrientes sobre el producto en 21,0 por ciento en un contexto en el que la economía crecería a tasas que se aproximan a su nivel potencial. Las proyecciones para estos años consideran la estructura tributaria vigente.

Evolución del gasto público

61. En el **periodo enero-setiembre de 2011** el gasto no financiero del gobierno general representó el 15,9 por ciento del producto, lo que supuso una caída de 1,0 por ciento. La variación en los gastos no financieros se descompone en un crecimiento

6 (D.S. 279-2010-EF del 31 de diciembre de 2010).

7 (D.S. 055-2011-EF del 10 de abril de 2011).

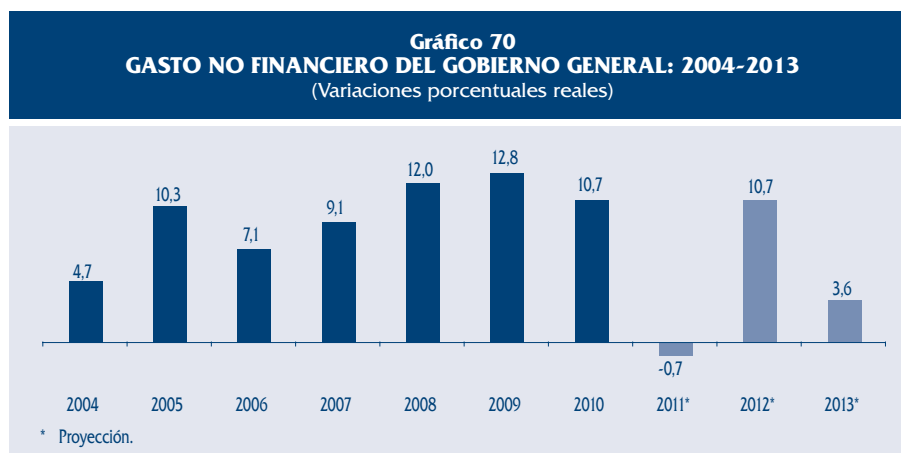




de 6,5 por ciento para los gastos corrientes y una disminución de 18,8 por ciento para la formación bruta de capital del periodo. En lo que corresponde a este último rubro, los gobiernos locales disminuyeron sus inversiones en 41 por ciento, en tanto que las de los gobiernos regionales cayeron 24 por ciento, variaciones que evidencian las dificultades que enfrentaron los gobiernos subnacionales para ejecutar programas de inversión.

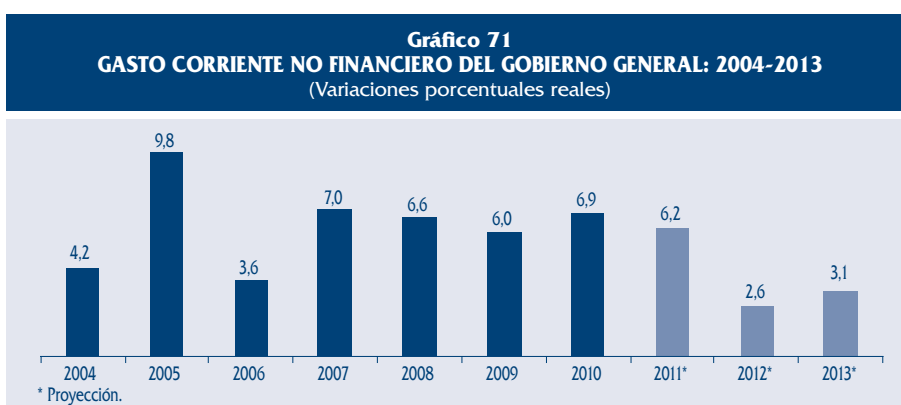
Un factor que afectó el gasto en el primer semestre del año fue la aprobación del Decreto de Urgencia 012-2011 (31 de marzo de 2011) que se promulgó con el objetivo de asegurar el cumplimiento de la regla fiscal dispuesta para este año en la Ley de Equilibrio Financiero que establecía la generación durante el primer semestre de un superávit de 2 por ciento del PBI anual (alrededor del 4 por ciento del PBI del primer semestre). En el segundo semestre para revertir la tendencia decreciente del gasto, el gobierno promulgó dos decretos de urgencia⁸ para dinamizar el gasto público. Estos decretos comprometían recursos principalmente para gasto de mantenimiento de infraestructura y carreteras, proyectos de inversión para los gobiernos locales y regionales y compras a las MYPES, entre otros.

Además de ello, también se adoptaron medidas para agilizar el gasto, no sólo de este año, sino también del año 2012, como son el adelanto de los procesos de selección de proyectos de 2012, la continuidad de inversiones que implica que los recursos para proyectos de inversión que no hayan sido devengados al 31 de diciembre de 2011 lo pueden incorporar en el presupuesto 2012, así como también un programa de asistencia técnica a los gobiernos locales y regionales para la gestión de proyectos de inversión. Asimismo, entre las medidas aprobadas se tiene la creación del Bono por Ejecución Eficaz de Inversiones (S/. 400 millones) que beneficiará a los gobiernos locales y regionales que cumplan metas de ejecución presupuestal y simplifiquen los procedimientos de obras para 2012.



8 Decreto de Urgencia N° 054-2011 del 20 de setiembre y Decreto de Urgencia N° 058-2011 del 26 de octubre de 2011.

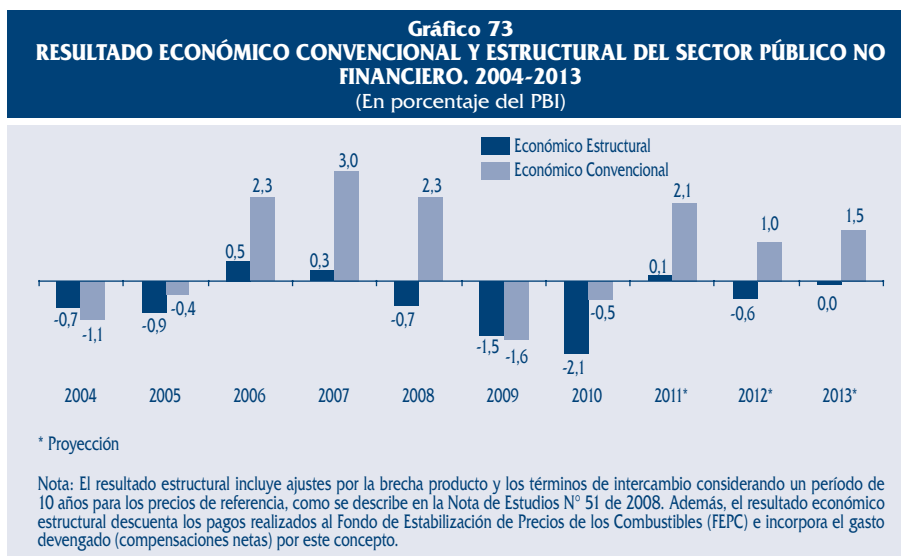
62. La ejecución presupuestal a octubre de este año en lo que respecta a inversiones asciende a 46 por ciento, cuando el año pasado a la misma fecha se tenía un avance del 53 por ciento. Dada la evolución descrita, se proyecta para el **año 2011** que el nivel nominal de gasto terminaría por debajo del proyectado en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) revisado en agosto. En consecuencia, se proyecta para este año una disminución del gasto en 0,7 por ciento.
63. Para el **año 2012** el gasto público no financiero proyectado corresponde al nivel del MMM, considerando además un gasto adicional por la ejecución del plan de contingencia fiscal plasmado en los decretos de urgencia 054 y 058. Con ello se tiene un crecimiento del gasto de 10,7 por ciento. En el caso del gasto corriente para el año 2012, éste crecería 2,6 por ciento, sin embargo, si descontamos el efecto del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles, cuyo monto en 2012 será bastante menor que en 2011, el aumento del gasto corriente sería en realidad de 6,0 por ciento. Para el **año 2013** el gasto nominal corresponde al del MMM con lo que la variación del gasto ascendería a 3,6 por ciento. Cabe indicar que 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 (LRTP), que establece en el caso del gasto, que el consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 4 por ciento en términos reales.



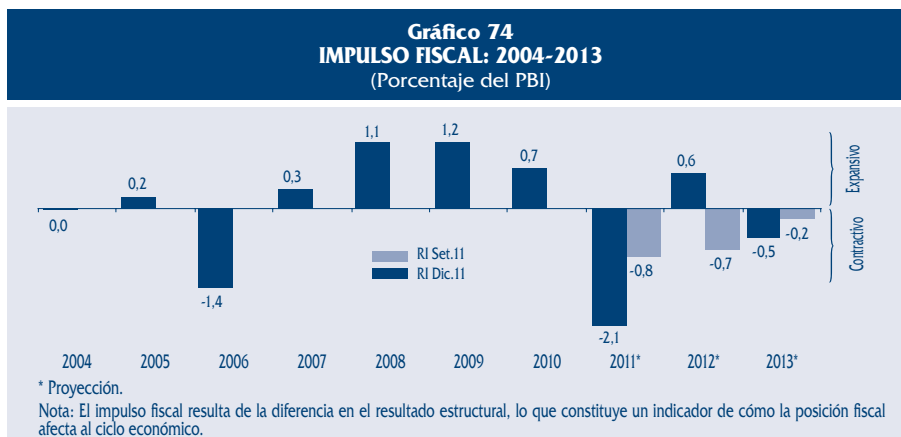


Resultado Económico Estructural e Impulso Fiscal

64. El **resultado económico estructural** es un indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal deduciendo del resultado económico convencional los efectos asociados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para la economía. En este caso un aumento de los ingresos efectivos no forma parte de los ingresos estructurales si éstos son consecuencia del ciclo económico o de un alza temporal de los precios de los minerales. Este indicador sería positivo en 0,1 por ciento del PBI en 2011. Para 2012 se proyecta un deterioro en este resultado que lo llevaría a un déficit de 0,6 por ciento del PBI, en tanto que en 2013 se obtendría un resultado nulo.



El **impulso fiscal**, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sería de -2,1 por ciento del PBI en 2011, lo que indica que la posición fiscal se mostraría contractiva. En 2012 la política fiscal sería expansiva dado el crecimiento del gasto proyectado, en tanto que en 2013 se registraría un impulso fiscal negativo de 0,5 por ciento.



Requerimiento financiero

65. 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\$ 2 193 millones, en tanto que para 2012 y 2013 se esperan montos por US\$ 136 millones y US\$ 1 595 millones, respectivamente.

Cuadro 29
ESCENARIO DE REQUERIMIENTO FINANCIERO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y SU FINANCIAMIENTO 1/
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
I. Usos	-375	2 310	-4 390	-326	-2 193	-652	-136	-1 480	-1 595
1. Amortización	1 112	1 496	990	1 352	1 351	1 673	1 672	1 567	1 566
a. Externa	642	952	571	815	824	1 170	1 170	946	946
b. Interna	470	543	420	538	527	503	503	620	620
Del cual: Bonos de Reconocimiento	206	263	133	217	210	255	255	210	210
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 487	814	-5 380	-1 678	-3 543	-2 325	-1 809	-3 047	-3 161
II. Fuentes	-375	2 310	-4 390	-326	-2 193	-652	-136	-1 480	-1 595
1. Externas	712	1 532	526	1 153	948	1 323	1 221	1 130	1 130
2. Bonos 2/	797	835	314	647	436	1 488	1 487	577	576
3. Internas 3/	-1 883	-56	-5 229	-2 125	-3 577	-3 463	-2 843	-3 187	-3 302
Nota:									
Saldo de deuda pública bruta									
En miles de millones de US\$	33,6	36,2	35,9	37,5	37,4	39,2	38,8	39,3	39,0
En porcentaje del PBI	23,7	23,5	21,8	21,4	21,2	20,2	20,1	18,6	18,6
Saldo de deuda neta 4/									
En miles de millones de US\$	15,7	17,9	12,9	16,5	14,4	14,1	12,4	10,4	8,6
En porcentaje del PBI	11,1	11,7	7,8	9,4	8,2	7,3	6,4	4,9	4,1

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.

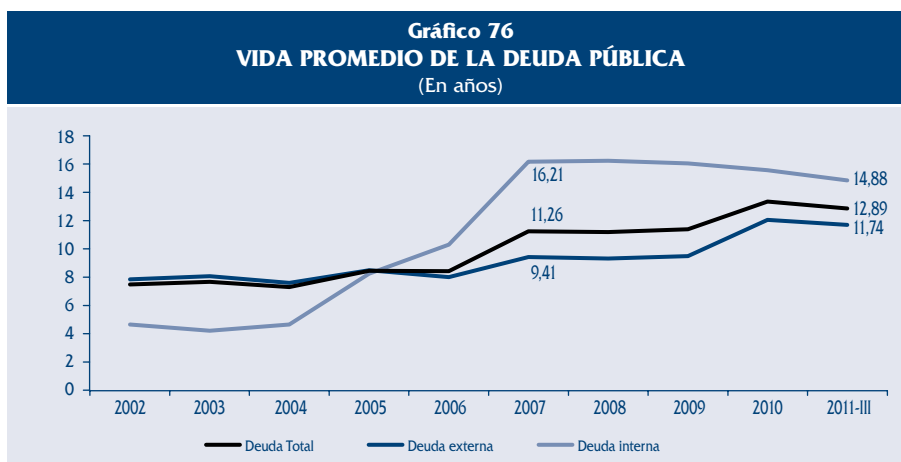
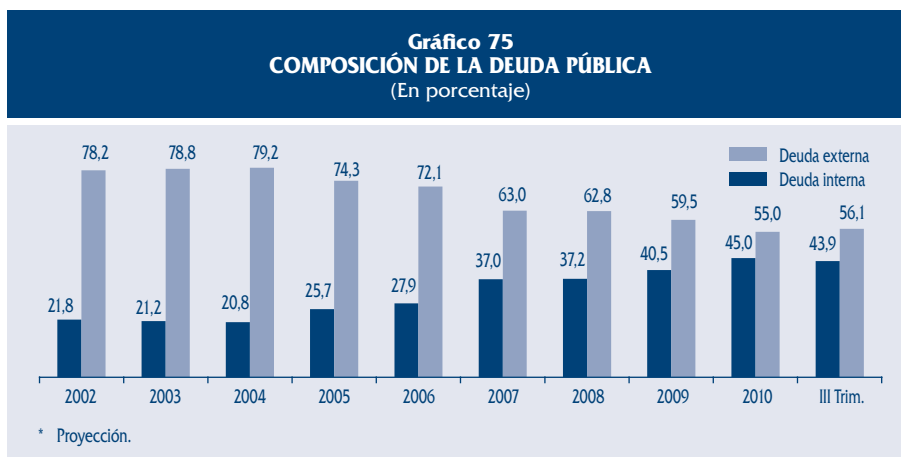
Fuente: BCRP, MEF.

El menor requerimiento financiero del sector público producto del superávit fiscal determinó que durante el año 2011 no se recurriera al financiamiento vía emisiones externas. Las emisiones internas que se realizaron a noviembre de este año (S/. 1 146 millones) fueron colocaciones que tuvieron dos objetivos: reforzar la parte corta de la curva de rendimiento, emitiéndose casi el 60 por ciento de los bonos soberanos a un vencimiento entre el 2013 y 2015 y continuar extendiendo la vida media de la deuda a un nivel de 12,9 años, para lo cual el 40 por ciento





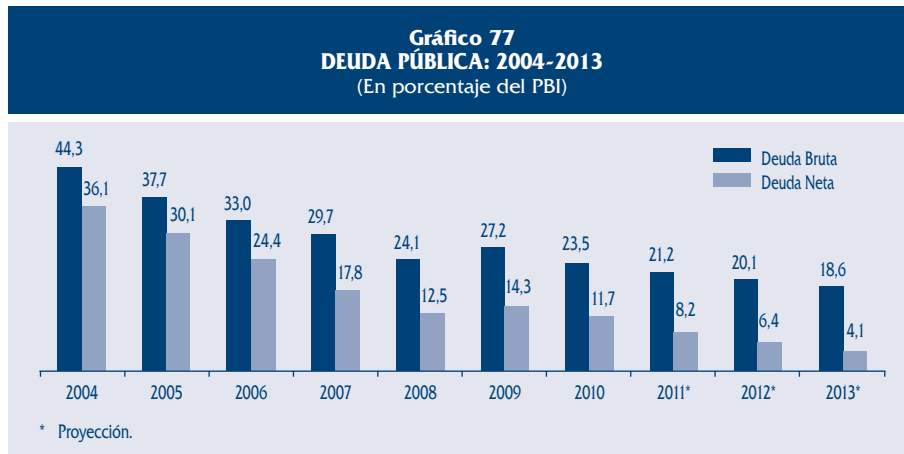
restante de emisiones soberanas se realizaron a un vencimiento en el año 2042. Este incremento en las emisiones internas ha resultado en una reducción de la participación de la deuda externa en el total adeudado, habiéndose reducido desde principios de la década de 78,2 por ciento a 56,1 por ciento a setiembre de 2011. De esta manera se ha logrado reducir el riesgo cambiario de la deuda al mantener en la actualidad el 44 por ciento de la deuda en moneda local.



Durante el presente año no se efectuaron operaciones de administración de deuda por lo que los indicadores de riesgo no han mostrado variaciones importantes, tal como se observa en los gráficos anteriores respecto a la vida media y a la deuda en nuevos soles, y la deuda a tasa fija que se situó en 85,6 por ciento.

La deuda bruta y neta continuará descendiendo tanto por el incremento en la actividad económica cuanto por el aumento en los depósitos del sector público. Así se espera que para fines del año 2011 la deuda bruta alcance el 21,2 por ciento del PBI y se reduzca paulatinamente hasta llegar a 18,6 por ciento del PBI en 2013. La deuda neta también replicará la tendencia de la deuda bruta acentuándose esta

reducción en los próximos años, pasando de 8,2 por ciento del PBI en 2011 a 4,1 por ciento del PBI en 2013.



RECUADRO 2
CONSOLIDACIÓN FISCAL 2012-2013

Luego de la aplicación del Plan de Estímulo económico en 2009 y 2010⁹ las cuentas del sector público se encuentran en un proceso de consolidación. Este proceso, anunciado por el MEF en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2012-2014, tiene como objetivo reconstruir “espacio fiscal”, es decir, acumular recursos para que el gobierno sea capaz de aplicar políticas contracíclicas discretionales en el evento de un deterioro significativo en las condiciones económicas internacionales.



9 Se ejecutaron S/. 11 380 millones del Plan de Estímulo Económico (3,0 por ciento del PBI en 2009): S/. 7 490 millones en 2009 y S/. 3 890 millones en 2010.





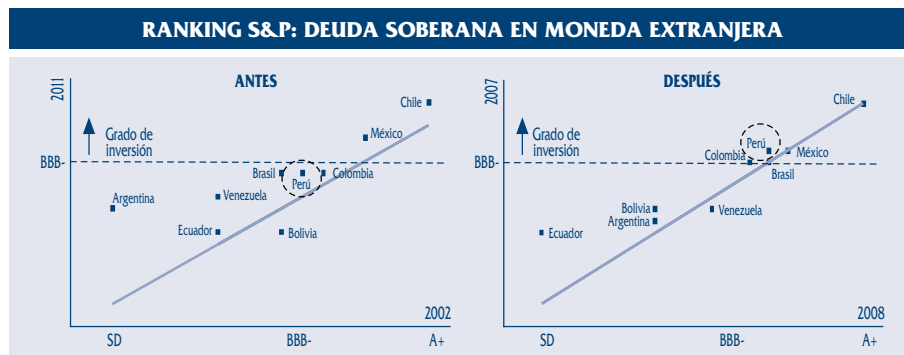
Como se aprecia en el gráfico, se espera que el fisco mantenga un resultado económico en superávit durante 2012 y 2013 en magnitudes suficientes para mantener el resultado estructural cercano a cero conseguido en 2011. Estos superávits fiscales generarán ahorros en la caja del gobierno los que se traducirían en un menor nivel de deuda pública neta, la cual se estima pasaría de 11,7 por ciento del PBI al cierre de 2010 a 4,1 por ciento a diciembre de 2013.

Este ahorro fiscal permitiría financiar programas contingentes de estímulo económico similares a los que el gobierno ha aprobado a la fecha y que ascienden a S/. 3 000 millones (alrededor de 0,6 por ciento del PBI), y permitiría atenuar de esta forma los efectos negativos de un posible recrudescimiento de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica nacional.

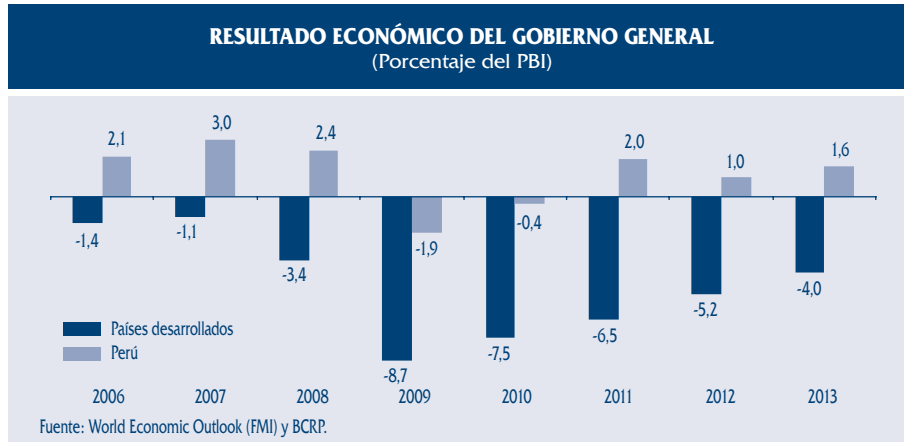
Mantener niveles de endeudamiento bajos y generar suficientes ahorros fiscales consolidan una mayor capacidad de respuesta de la autoridad fiscal para hacer frente a eventos externos que comprometan el desempeño de la economía local. Por un lado, reduce el costo financiero de contratar nueva deuda al disminuir la percepción de riesgo que el gobierno incumpla el pago de su deuda, y por otro lado, facilita el acceso a los mercados internacionales de deuda en los eventos en los que el gobierno tuviera que recurrir a financiamiento adicional para ejecutar programas de estabilización macroeconómica. Cabe indicar que la acumulación de ahorros es una medida de protección parcial ante las imperfecciones del mercado de capital internacional, que suele mostrar condiciones de acceso al crédito más estrictas en periodos de menor crecimiento, haciendo más difícil que se pueda mantener una senda de gasto (público y privado) estable que sirva para mitigar el ciclo económico.

La construcción de ahorro público ha permitido al Perú avanzar en adquirir un mejor ranking crediticio para la deuda soberana en moneda extranjera.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la calificación crediticia del Perú de acuerdo a la firma Standard and Poor's. Al lado izquierdo se muestra que entre 2002 y 2007 Perú mejoró su calificación crediticia (alcanzando un nivel similar al de Brasil o Colombia, por debajo de México y Chile). El cuadro derecho muestra que en 2008-2011, a pesar de la crisis internacional, la calificación de Perú mejoró, situándose en el nivel de Grado de Inversión con una calificación similar a la de México.

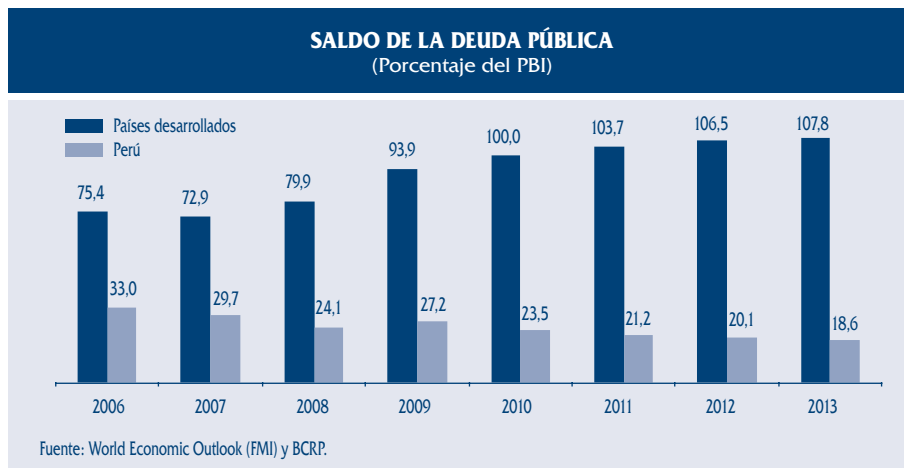


Esto refleja que la economía peruana, a diferencia de las economías desarrolladas, ha respondido adecuadamente a la primera fase de la crisis internacional debido, entre otros factores, al bajo nivel de deuda y al ahorro generado en los años previos a la crisis.



Durante los años previos a la crisis, las economías desarrolladas experimentaron déficits fiscales recurrentes al nivel del gobierno general (1,4 por ciento en 2006 y 1,1 por ciento en 2007), mientras que el gobierno general del Perú experimentó superávit (2,1 por ciento en 2006 y 3 por ciento en 2007). Con ello, el saldo de la deuda pública en 2007 representaba 72,9 por ciento del PBI para las economías desarrolladas y 29,7 por ciento para el Perú.

Cuando estalló la crisis, las economías desarrolladas tuvieron que expandir el gasto público en 2 por ciento del PBI y los ingresos fiscales se contrajeron en 0,4 por ciento del PBI, con lo que el déficit fiscal se incrementó de 1,1 por ciento en 2007 a 3,4 por ciento en 2008, y el saldo de la deuda se incrementó de 72,9 por ciento del PBI a 79,9 por ciento. Como consecuencia de la crisis, en 2009 los ingresos fiscales de las economías desarrolladas disminuyeron en 1,3 por ciento del PBI, y estas economías expandieron su gasto en 4 por ciento del PBI, con lo que el déficit se incrementó a 8,7 por ciento del PBI y el saldo de la deuda se incrementa a 93,9 por ciento del PBI.





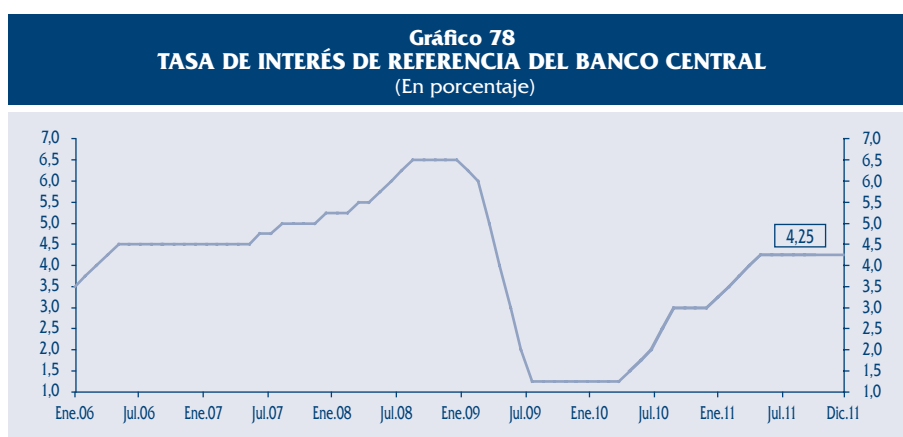
Durante 2010 y 2011, estas economías aplicaron políticas contracíclicas para atenuar los efectos negativos de la crisis financiera, pero cada vez a un menor ritmo debido a que se encuentran limitadas por el fuerte nivel de endeudamiento y al poco ahorro fiscal. Para 2012 y 2013 se estima que se reduzca el déficit fiscal a costa de una fuerte contracción del gasto público.

En el caso de Perú, durante 2009 y 2010 a pesar del impulso fiscal solo se incurrió en déficit del Sector Público moderado de 1,6 y 0,5 por ciento del PBI, respectivamente, debido a que se partió de una situación de superávit fiscal (2,3 por ciento del PBI en 2008). Para los siguientes años se espera generar mayores superávits fiscales (2,1; 1,0 y 1,5 por ciento del PBI para los años 2011, 2012 y 2013, respectivamente), con la intención de aumentar la capacidad de respuesta de la autoridad fiscal frente a los choques externos.

Estos superávits fiscales proyectados contemplan un crecimiento real de 5,7 por ciento de los ingresos del gobierno general en 2012-2013, debido principalmente a mejoras en la administración tributaria, al impacto del crecimiento económico y a la mayor carga tributaria aplicada al sector minero. Asimismo, el superávit fiscal es consistente con mantener una tasa de crecimiento real positiva del gasto público (se estima un crecimiento real en 2012-2013 de 7,1 por ciento en promedio para el gasto no financiero del gobierno general), lo que da marco para implementar los nuevos programas sociales (Cuna más, Pensión 65 y Beca 18, entre otros) y a la vez ampliar la cobertura de gasto sujeto a programas presupuestales orientados a resultados. Ello debe contribuir a la mejora en la calidad del gasto y por lo tanto del bienestar de las familias que reciben los servicios del Estado.

V. Política Monetaria

66. Durante los últimos 6 meses el Banco Central mantuvo su tasa de referencia en 4,25 por ciento, en un escenario de moderación del crecimiento de la actividad doméstica, acentuación de la crisis Europea y menores perspectivas de crecimiento de la economía global. En este contexto de elevada incertidumbre, la posición de política monetaria actual de pausa tiene un carácter preventivo y es consistente con la convergencia de la inflación al nivel meta en 2012.



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

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.

Octubre: 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 el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto y la producción, así como la acentuación de los riesgos financieros internacionales. De continuar estas tendencias, el Banco Central modificará su posición de política monetaria.

Noviembre: 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.



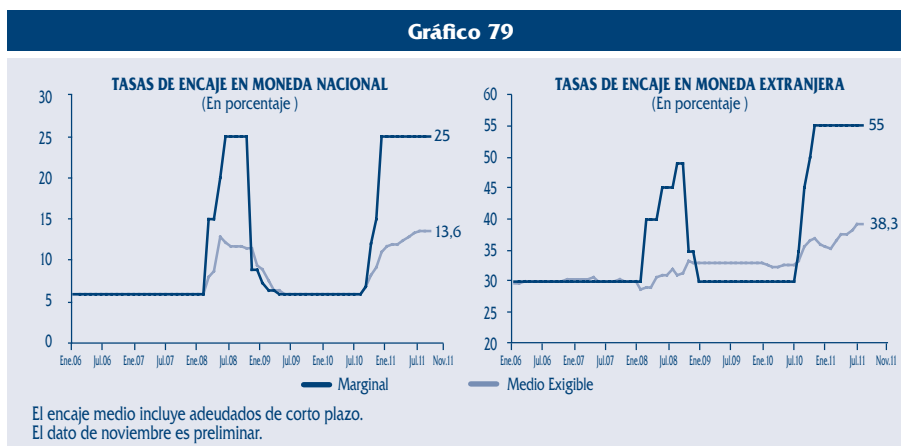


Esta decisión toma en cuenta el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto, así como la acentuación de los riesgos financieros internacionales. De continuar estas tendencias, el Banco Central modificará su posición de política monetaria.

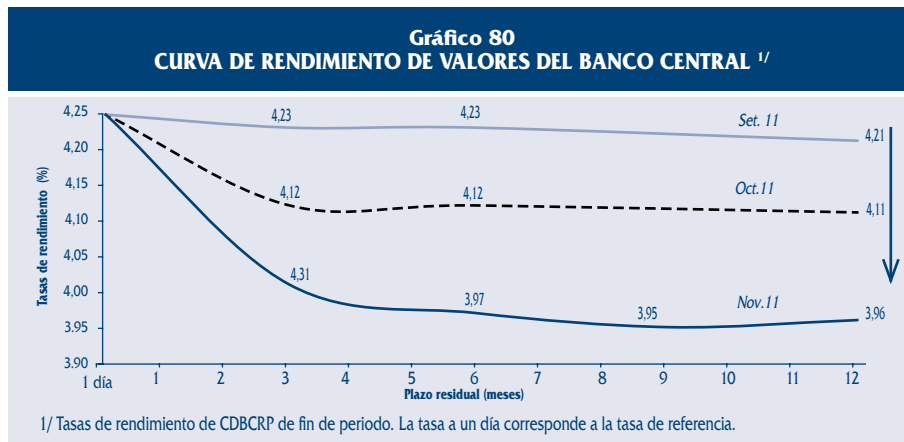
Diciembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto, los riesgos financieros internacionales y que el aumento de la inflación ha obedecido principalmente a factores temporales de oferta. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

67. El BCRP también ha mantenido sin modificación las tasas de encaje marginal desde mayo de 2011. Los niveles de encaje promedio vigentes en nuevos soles y en dólares (13,6 y 38,3 por ciento, respectivamente) reflejan niveles elevados de liquidez en el sistema financiero, que ante la eventualidad de una severa restricción de liquidez frente a un escenario de profundización de la crisis en Europa, pueden ser utilizados para aliviar su impacto en el sistema financiero nacional. El encaje promedio en moneda nacional se ha mantenido estable desde setiembre, mientras que la tasa de encaje media en moneda extranjera ha experimentado una ligera disminución debido a la sustitución de adeudados del exterior de corto plazo de la banca por otras formas de fondeo.



68. Las tasas de corto plazo de los Certificados del Banco Central de Reserva (CDBCRP) continuaron disminuyendo desde setiembre, reflejando expectativas de reducción en la tasa de interés de referencia del Banco Central para los próximos meses. Así, las tasas de interés de las colocaciones primarias vía subastas a 3, 6 y 12 meses se ubicaron desde setiembre por debajo de la tasa de referencia (curva de rendimiento invertida).



69. Del conjunto de tasas de interés del sistema financiero, aquellas de corto plazo y de menor riesgo crediticio, como la tasa preferencial corporativa y las tasas para créditos a empresas grandes y medianas, son las que responden con mayor intensidad a los cambios en la tasa de interés de referencia. Así, la tasa activa preferencial del sistema bancario a 90 días en moneda nacional también se redujo de 5,44 por ciento en octubre a 5,37 por ciento en noviembre, reflejando las expectativas de reducción en la tasa de referencia implícitas en la curva de rendimiento de CDBCRP.



70. Por su parte, las tasas de interés para empresas corporativas y grandes empresas se han reducido de 6,1 a 6,0 por ciento, en el primer caso y de 7,9 a 7,4 por ciento en el segundo. El resto de tasas del sistema financiero, en particular aquellas de segmentos de crédito con mayor riesgo crediticio o de mayor plazo, como las tasas de interés de crédito a microempresa se ven más influenciadas por la evolución del riesgo crediticio y la competencia en esos segmentos de mercado. En el periodo, estas tasas han mostrado una evolución mixta. La tasa de crédito a pequeñas empresas se ha reducido de 23,6 a 23,0 por ciento, mientras que la





tasa de crédito de consumo se ha incrementado de 36,1 por ciento en setiembre a 38,3 por ciento en noviembre. La tasa de interés para créditos hipotecarios se ha mantenido estable alrededor de 9,5 por ciento.

Cuadro 30
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
Set.11	6,1	7,9	10,9	23,6	32,9	36,1	9,6
Oct.11	6,0	7,8	10,8	23,2	32,8	37,2	9,6
Nov.11	6,0	7,4	11,1	23,0	32,9	38,3	9,5

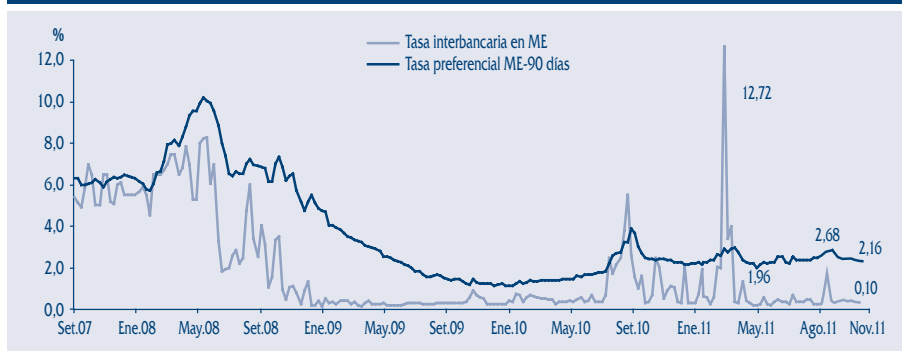
1/ Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

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.

71. En el caso de las tasas de interés en moneda extranjera, las tasas de corto plazo y menor riesgo de crédito reflejan principalmente la evolución de las tasas de interés internacionales y del riesgo soberano. Con la agudización de la crisis financiera en Europa y la exigencia de un menor apalancamiento a los bancos en esta zona, se ha observado una contracción de la oferta de créditos de bancos europeos hacia América Latina, que ha afectado el costo del financiamiento de corto plazo en dólares en países como Colombia, Chile y México, pero no en el Perú. Así, la tasa preferencial corporativa en moneda extranjera se redujo de 2,68 por ciento en setiembre a 2,16 por ciento en noviembre.

Gráfico 82
TASA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT EN MONEDA EXTRANJERA: SETIEMBRE 2007 - NOVIEMBRE 2011



72. Similar evolución han mostrado las tasas de interés para empresas corporativas, grandes empresas y medianas empresas que se han reducido de 3,3 a 3,1 por ciento, de 5,5 a 5,3 por ciento y de 8,8 a 8,6 por ciento, respectivamente. Por su parte, la tasa de crédito de consumo se ha incrementado de 21,2 por ciento en setiembre a 22,4 por ciento en noviembre. El menor impacto de la contracción en la oferta de créditos de corto plazo de bancos europeos en el Perú, reflejaría por un lado una mínima participación de adeudados con el exterior de corto plazo, los que representan a la fecha menos del 10 por ciento del total de adeudados con el exterior, así como una baja participación del crédito de bancos europeos en la oferta total de créditos externos de corto plazo hacia el Perú.

Cuadro 31
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
Set.11	3,3	5,5	8,8	15,4	19,5	21,2	8,3
Oct.11	3,0	5,3	8,4	15,1	19,0	21,7	8,2
Nov.11	3,1	5,3	8,6	15,4	17,4	22,4	8,2

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

2/ Las empresas reportan a la SBS información más segmentada de las tasas de interés promedio de los créditos destinados a financiar actividades productivas -corporativos, grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas y microempresas-, de acuerdo con las definiciones establecidas en la Resolución SBS 11356-2008 y normas complementarias. La información de tasas de interés de créditos corporativos, grandes, medianas y pequeñas empresas se reportan desde setiembre de 2010.

Fuente: SBS.

73. La evolución de las tasas pasivas en moneda nacional fue mixta. Para depósitos menores a 180 días hubo una reducción y para los depósitos mayores a 180 días ésta se incrementó; en parte debido a la mayor competencia en la banca para captar depósitos a plazo mayores. Las tasas de interés para depósitos hasta 30 días se redujeron de 4,1 a 4,0 por ciento, mientras que las tasas de interés para los depósitos de 31 a 180 días disminuyeron de 4,3 a 4,2 por ciento. En moneda extranjera, todas las tasas mostraron caídas reflejando una adecuada disponibilidad de liquidez en moneda extranjera.

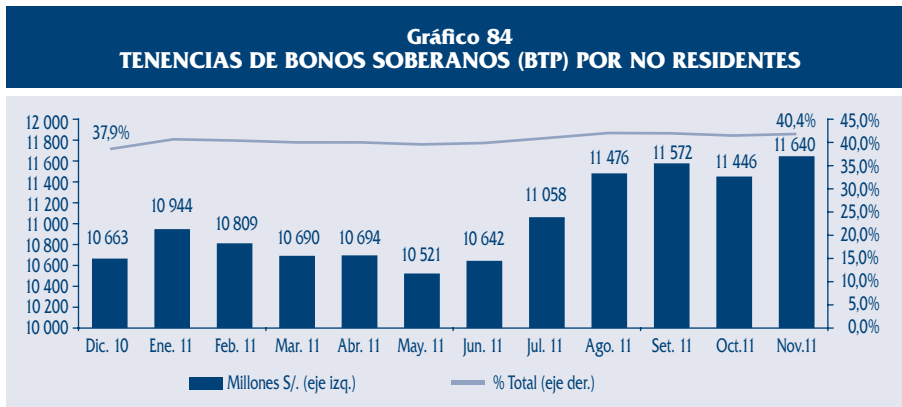
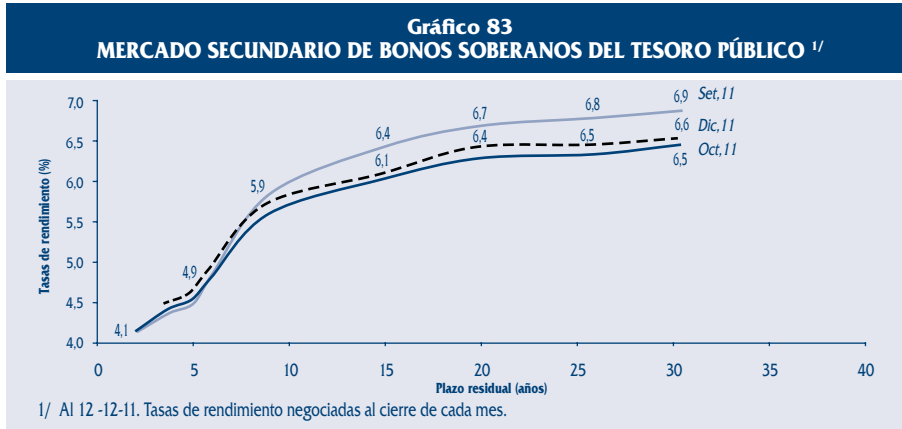




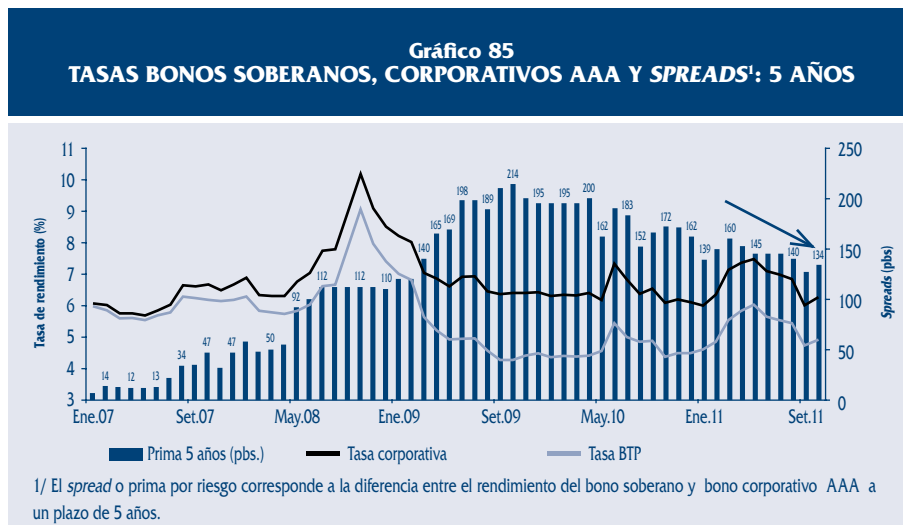
Cuadro 32

TASA DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES (En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Mar.11	3,1	3,0	4,0
Jun.11	4,3	3,6	4,3
Jul.11	4,2	3,9	4,5
Ago.11	4,1	4,2	4,6
Set.11	4,1	4,3	4,6
Oct.11	4,1	4,3	4,7
Nov.11	4,0	4,2	4,7
Diferencia (pbs) (Nov.11-Set.11)	-8,0	-11,5	6,9
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES (En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Mar.11	1,4	1,1	1,7
Jun.11	0,5	1,1	1,7
Jul.11	0,6	1,0	1,7
Ago.11	0,7	1,0	1,6
Set.11	0,8	1,0	1,6
Oct.11	0,6	1,0	1,6
Nov.11	0,6	1,0	1,6
Diferencia (pbs) (Nov.11-Set.11)	-26,7	-3,3	-1,2

74. La curva de rendimiento de bonos soberanos (BTP) reflejó dos aspectos: i) mantenimiento de bajas tasas de interés en el tramo corto de la estructura de plazos por expectativas de que las actuales tasas se reduzcan y ii) una disminución de los rendimientos en los tramos medio y largo de la curva, luego de la sobrerreacción al alza registrada en setiembre por la mayor incertidumbre asociada a la crisis de deuda en Europa. El flujo de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos no se vio afectado en el periodo, incluso aumentó lo que habría presionado los rendimientos a la baja. Cabe señalar, que en Chile y Colombia los rendimientos de los bonos soberanos aumentaron en el periodo. Así, el bono peruano a 10 años se redujo de 5,85 por ciento a fines de setiembre a 5,67 a fines de noviembre, mientras que el bono soberano de Colombia a 10 años aumentó de 6,88 en setiembre a 7,64 en noviembre y el de Chile pasó de 5,30 en setiembre a 5,50 por ciento en noviembre.



75. Las menores tasas de interés de los BTP se vienen trasladando a menores tasas de emisiones corporativas en el mercado doméstico, observándose además una reducción en la prima pagada por estas emisiones lo que facilita el acceso de las empresas para financiar sus proyectos de inversión a un menor costo.



**Operaciones monetarias**

76. En el periodo las operaciones monetarias del BCRP estuvieron influenciadas por la evolución del entorno internacional. En un inicio, durante la segunda mitad de setiembre e inicios de octubre, frente a las presiones de depreciación de la moneda local, el BCRP vendió US\$ 613 millones, colocó CDR BCRP por US\$ 212 millones y dejó vencer sus CDBCRP para inyectar liquidez. A fines de octubre y durante el mes de noviembre se revirtieron las presiones depreciatorias, y el BCRP compró US\$ 594 millones y permitió vencer CDR BCRP por US\$ 212 millones. Ello se complementó con colocaciones de CD BCRP a plazos de 1, 3, 4, 5, 6 y 12 meses.

Estas operaciones se reflejaron en el balance del BCRP. Así, los depósitos del sector público pasaron de representar el 37,9 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en setiembre a 39,2 por ciento en noviembre. En el mismo periodo, el sector público realizó depósitos netos en el Banco Central por S/. 1 485 millones y los depósitos de encaje pasaron de representar el 27,6 a 28,0 por ciento en el mismo periodo. En este escenario, el Banco Central dejó vencer en neto instrumentos por S/. 1 110 millones: vencieron CDV BCRP por S/. 7 510 millones y CDR BCRP por S/. 590 millones y hubo una colocación neta de CD BCRP por S/. 3 620 millones y de Depósitos a Plazo por S/. 3 320 millones. Con ello, la importancia relativa del saldo de los instrumentos del Banco Central disminuyó de 12,8 a 12,0 por ciento.

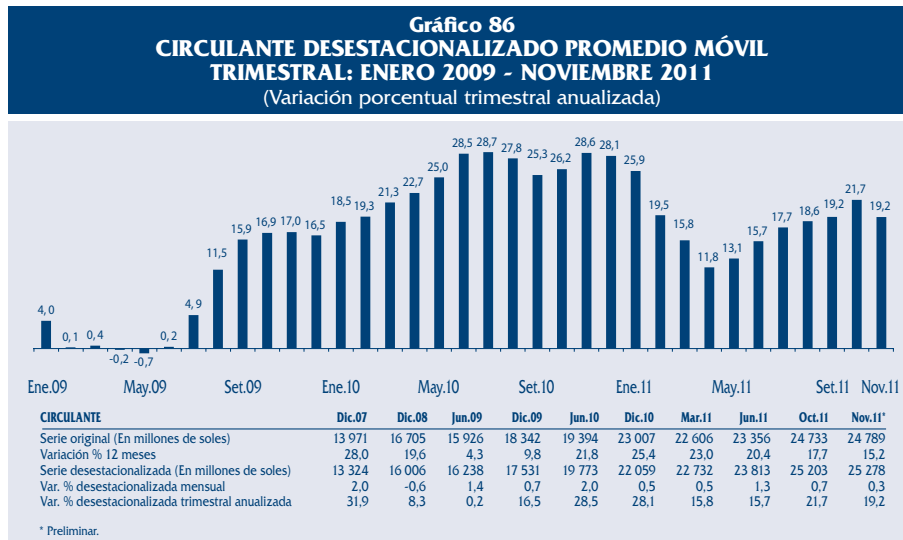
Cuadro 33
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

	Set. 11	Nov. 11
Activos netos		
I. Reservas Internacionales Netas	100% (US\$ 48 068 mills.)	100% (US\$ 49 050 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	37,9%	39,2%
En moneda nacional	23,6%	25,5%
En moneda extranjera	14,3%	13,8%
III. Depósitos totales por encaje	27,6%	28,0%
En moneda nacional	7,2%	7,7%
En moneda extranjera 1/	20,4%	20,3%
IV. Instrumentos del BCRP	12,8%	12,0%
CD BCRP	6,1%	8,8%
CDV BCRP	6,2%	0,6%
CDR BCRP	0,4%	0,0%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%
Depósito a Plazo	0,0%	2,5%
V. Circulante	18,6%	18,8%
VI. Otros	3,2%	1,9%

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

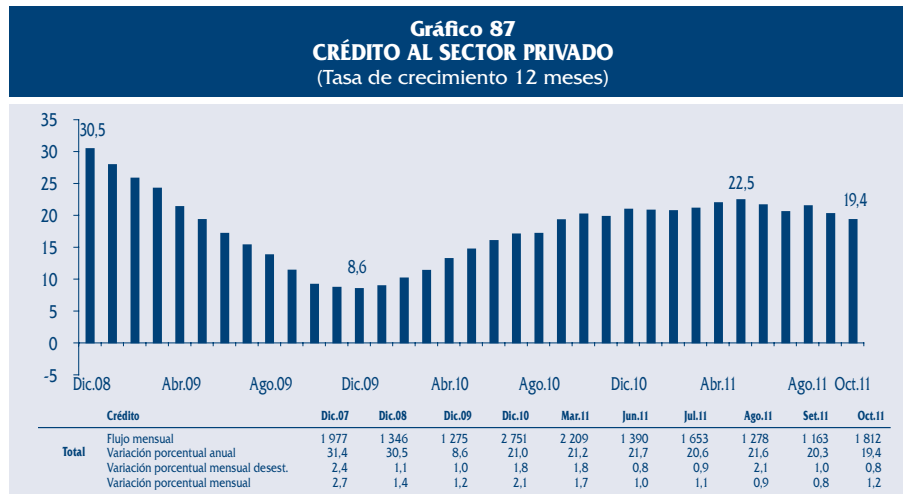
77. El circulante promedio desestacionalizado habría tenido en noviembre un crecimiento mensual de 0,3 por ciento versus 0,7 por ciento en octubre; y de 19,2 por ciento en los últimos 12 meses cifra menor al del mes anterior. En términos del promedio móvil trimestral, el circulante disminuye de un crecimiento últimos

12 meses de 21,7 por ciento en octubre a 19,2 por ciento en noviembre. Esta desaceleración del circulante está asociada a las menores tasas de crecimiento de la actividad económica en los últimos meses.



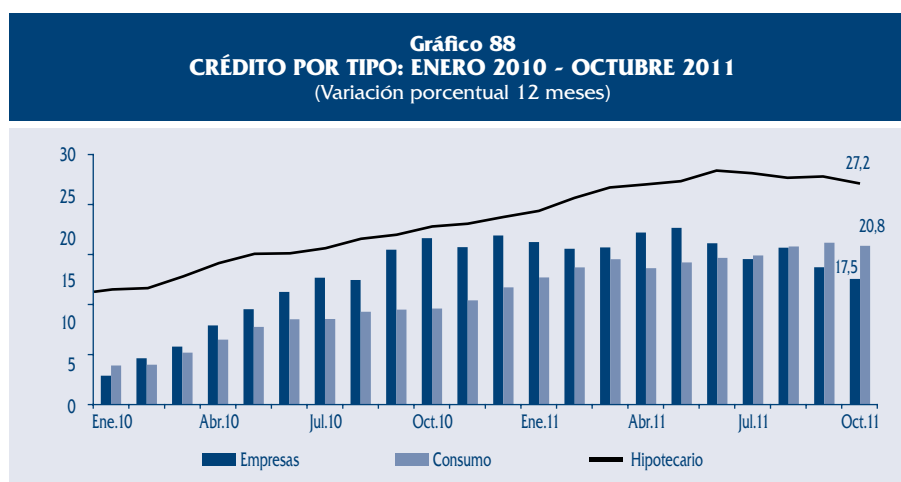
Crédito

78. En términos desestacionalizados, el crédito al sector privado creció 0,8 por ciento en octubre, tasa menor al crecimiento de 1,0 por ciento de setiembre y de 2,1 por ciento de agosto. Si se considera la variación de los últimos 12 meses, el crédito se desaceleró de una tasa de 21,6 por ciento en agosto a 19,4 por ciento en octubre. Este menor dinamismo se explica principalmente por una moderación de los créditos orientados a operaciones de comercio exterior, cuya tasa de crecimiento anual se redujo de 17,8 por ciento en julio a 5,1 por ciento en octubre. Por monedas, el crédito al sector privado en nuevos soles alcanzó un crecimiento anual de 20,9 por ciento; mientras que el crédito en dólares lo hizo en 17,7 por ciento.

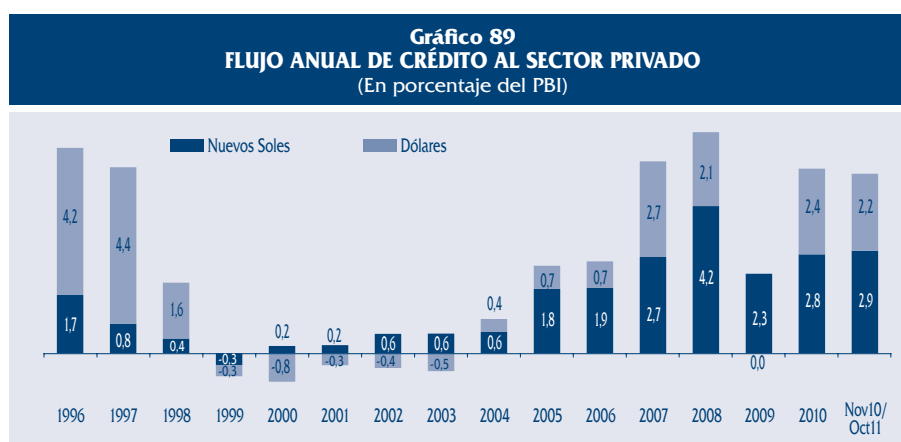




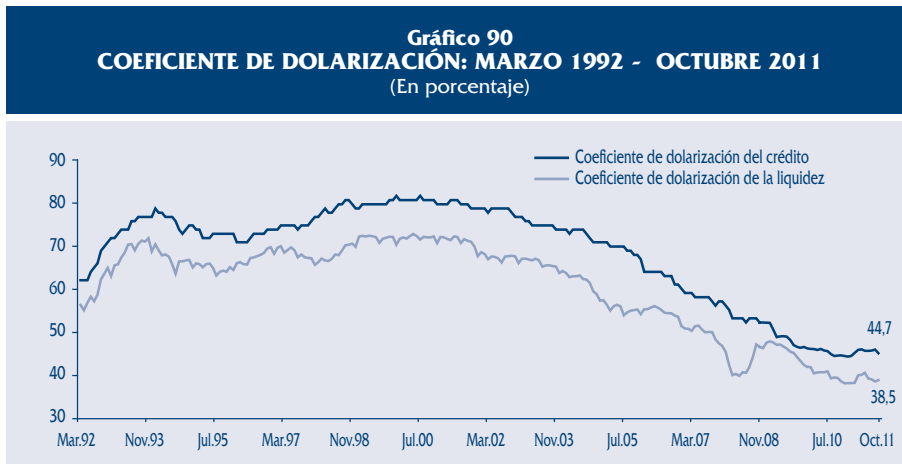
79. A nivel sectorial destaca el dinamismo de los créditos de consumo y de los créditos hipotecarios. El crédito hipotecario continúa mostrando un fuerte dinamismo creciendo 27,2 por ciento en octubre. No obstante, se ha venido observando una desaceleración gradual desde el mes de junio cuando creció 28,4 por ciento. Por el contrario, el crédito de consumo ha continuado creciendo a lo largo del año alcanzando en octubre un crecimiento de 20,8 por ciento en términos anuales.



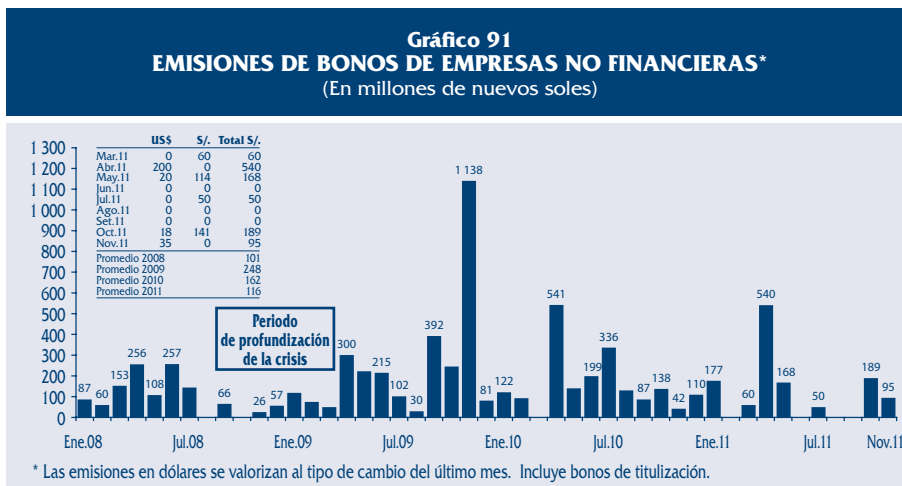
80. A octubre de 2011, el flujo acumulado de los últimos 12 meses del crédito al sector privado como porcentaje del PBI se ha mantenido por encima de 5,0 por ciento, similar al 2010. Por monedas, el flujo en nuevos soles se incrementó de 2,8 por ciento en 2010 a 2,9 por ciento a octubre de 2011, en tanto que en dólares se redujo de 2,4 a 2,2 por ciento. Esta evolución sugiere que las condiciones crediticias se han mantenido estables.



81. Los niveles de dolarización del crédito alcanzaron en octubre el 44,7 por ciento, en tanto que la dolarización de la liquidez se redujo entre julio y octubre en 0,4 puntos porcentuales, llegando a 38,5 por ciento.



82. En octubre se retomaron las emisiones de deuda corporativa de empresas no financieras en el mercado local, vinculada básicamente a servicios públicos y energía. Al igual que en el caso del crédito, las empresas mostraron preferencia por endeudarse en el mercado de bonos en moneda extranjera, incluso en el exterior. Así, el 18 de noviembre la Corporación Lindley colocó bonos corporativos por US\$ 320 millones a un plazo de 10 años, obteniendo una tasa de 6,75 por ciento (un *spread* sobre el bono del Tesoro USA de 482 pbs.).



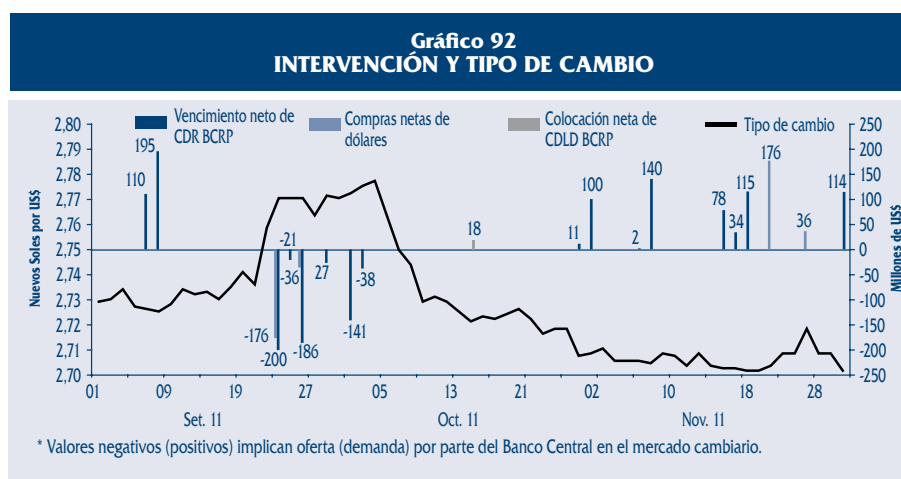
Tipo de cambio

83. Entre setiembre y noviembre, el tipo de cambio tuvo una evolución volátil. Así entre fines de agosto y el 4 de octubre, el tipo de cambio se depreció rápidamente, pasando de S/. 2,727 a S/. 2,778 por dólar, con un aumento de 1,9 por ciento,



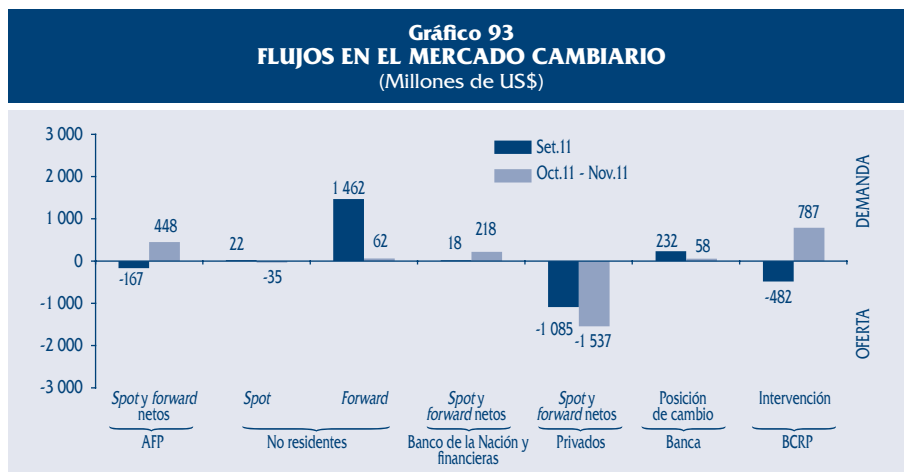


en un contexto de mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales. Posteriormente, el tipo de cambio revertió la tendencia alcista previa y retomó la tendencia apreciatoria observada en el tercer trimestre, apreciándose 2,8 por ciento, cerrando en S/. 2,701 por dólar; ello en un contexto de estabilización de los mercados financieros internacionales y una mayor preferencia por deuda de economías emergentes. De este modo, el tipo de cambio terminó apreciándose 0,3 por ciento a fines de noviembre.

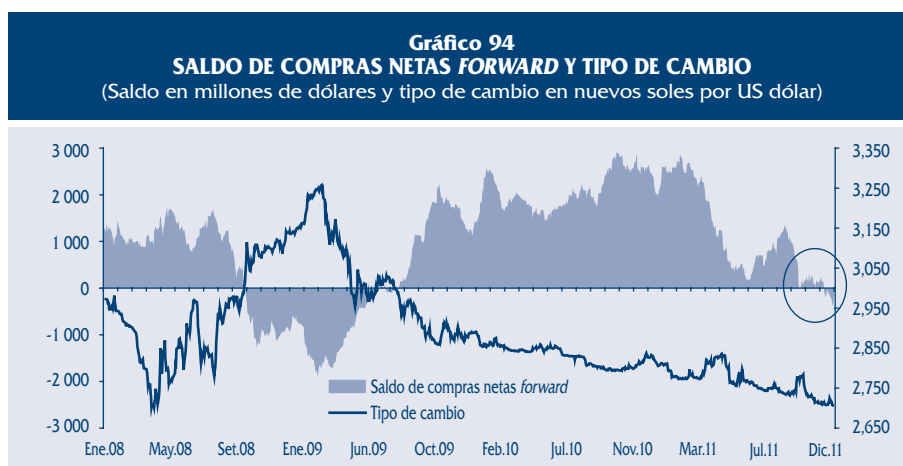


Durante setiembre la mayor demanda de dólares en el mercado cambiario presionó el tipo de cambio al alza, llegando éste a depreciarse 1,9 por ciento. Esta mayor demanda de dólares se originó en el mercado *forward*, principalmente por inversionistas no residentes quienes realizaron operaciones *forward* netas por US\$ 1 462 millones. Por su parte, la banca aumentó su posición de cambio generando una demanda adicional de dólares por US\$ 232 millones. Por otro lado, los agentes económicos privados ofrecieron US\$ 1 085 millones, principalmente en el mercado spot. En este contexto, el BCRP intervino vendiendo dólares por US\$ 270 millones y emitiendo CDR BCRP por US\$ 212 millones.

Entre octubre y noviembre, la principal oferta de dólares en el mercado cambiario provino de agentes privados por US\$ 1 537 millones. Ello fue compensado por la demanda de dólares de los fondos de pensiones por US\$ 448 millones, empresas financieras y del Banco de la Nación por US\$ 218 millones y el aumento de posición de cambio global de la banca por US\$ 58 millones. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario mediante la compra de US\$ 556 millones, la colocación de US\$ 18 millones de CDLD BCRP y el vencimiento de US\$ 212 millones de CDR BCRP.



84. Las compras netas *forward* tuvieron una evolución errática durante el periodo afectadas por el comportamiento volátil observado en el tipo de cambio. Así, en setiembre, el saldo de compras netas *forward* se redujo en US\$ 1 097 millones, pasando de US\$ 1 191 millones a US\$ 94 millones, reflejando la mayor demanda de dólares que presionaba el tipo de cambio al alza. Por otro lado, entre octubre y noviembre, el saldo de compras netas *forward* continuó disminuyendo, a pesar de que el tipo de cambio revirtió la tendencia alcista observada en setiembre, pasando de US\$ 94 millones a un saldo negativo de US\$ 163 millones.



85. La encuesta de expectativas para el periodo 2011-2013 indica que los niveles esperados de tipo de cambio por el sistema financiero, los analistas económicos y empresas no financieras han venido decreciendo.



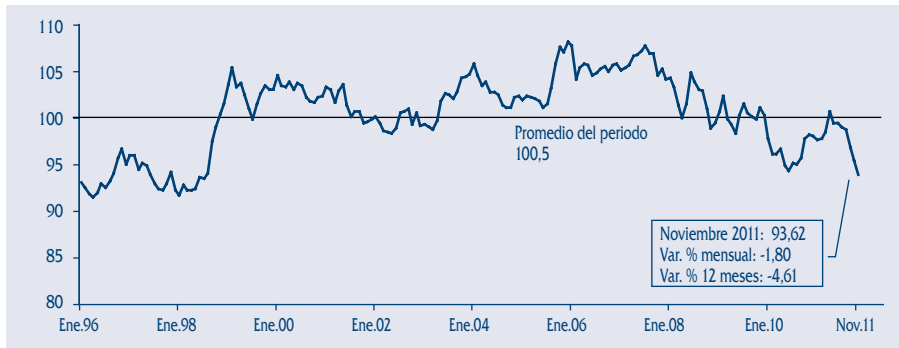


Cuadro 34
ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos Soles por US\$)

	Encuesta realizada al:			
	Mar. 11	Jun. 11	Set.11	Nov.11
Sistema Financiero				
2011	2,75	2,75	2,74	2,70
2012	2,75	2,76	2,72	2,70
2013	2,72	2,77	2,70	2,70
Analistas Económicos				
2011	2,74	2,79	2,71	2,70
2012	2,70	2,75	2,70	2,70
2013	2,70	2,75	2,70	2,67
Empresas no Financieras				
2011	2,80	2,80	2,75	2,70
2012	2,80	2,80	2,76	2,75
2013	2,81	2,85	2,80	2,78
Promedio				
2011	2,76	2,78	2,73	2,70
2012	2,75	2,77	2,73	2,72
2013	2,74	2,79	2,73	2,72

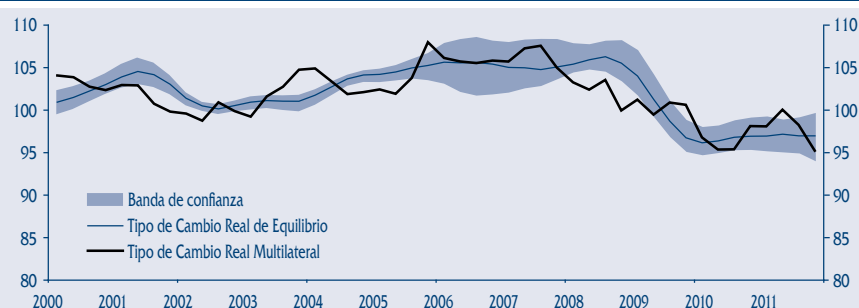
86. Con respecto a noviembre de 2010, el tipo de cambio real multilateral disminuyó 4,6 por ciento, debido a que la apreciación nominal del Nuevo Sol con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales (4,3 por ciento) junto a la inflación doméstica (4,6 por ciento) no pudo ser compensada por la mayor inflación externa (4,3 por ciento).

Gráfico 95
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(Base Diciembre 2001 = 100)



87. La dinámica reciente del tipo de cambio real multilateral es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. Estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio revelan que no existen desalineamientos (es decir, la diferencia entre los valores observados y de equilibrio del tipo de cambio real) significativos.

Gráfico 96
TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO:
2000 - 2011



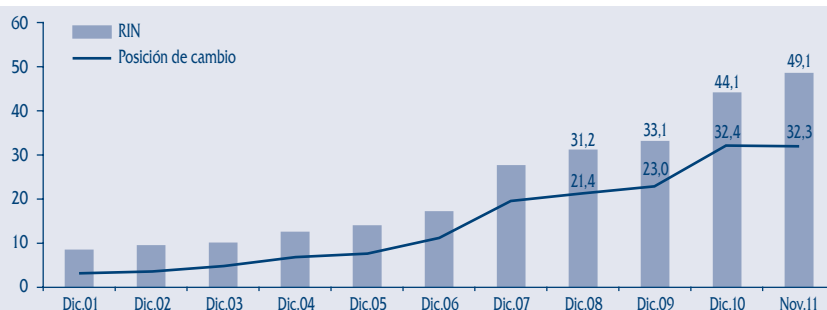
Nota: El tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) no es una variable observable y precisa ser estimada. El TCRE se define como el nivel de tipo de cambio real cuyas fluctuaciones se deben exclusivamente a movimientos de las siguientes variables fundamentales: pasivos externos netos, términos de intercambio, apertura comercial, productividad (medida como el PBI per cápita) del Perú relativa a la productividad de nuestros socios comerciales y gasto público como porcentaje del PBI.

Existe incertidumbre sobre cómo se relacionan las variables fundamentales con el TCRE. Por ello, se procede a estimar un gran número de regresiones lineales donde el tipo de cambio real observado es explicado por distintas combinaciones de los fundamentos arriba mencionados, y luego se presentan estadísticas descriptivas de estas predicciones. La senda presentada en el gráfico corresponde a la mediana de los estimados del TCRE, y las bandas comprenden los percentiles 20 al 80 del total de estimaciones.

Fuente: Rodríguez, D. y D. Winkelried (2011), "¿Qué explica la evolución del tipo de cambio real de equilibrio en el Perú? 1992-2009", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Moneda, No. 147, pp. 9 - 14.

88. Entre setiembre y noviembre las Reservas Internacionales Netas (RIN) del Banco Central aumentaron US\$ 982 millones alcanzando un saldo de US\$ 49 050 millones al 30 de noviembre 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 financieros internacionales. Por fuentes, este mayor flujo de RIN corresponde principalmente a las compras de moneda extranjera en la Mesa de Negociación. Por composición, se observa que al cierre de noviembre la posición de cambio del BCRP corresponde al 65 por ciento de las RIN, mientras que los depósitos de las instituciones financieras y del sector público corresponden al 21 por ciento y 14 por ciento de las RIN, respectivamente.

Gráfico 97
RESERVAS INTERNACIONALES: 2001-2011
(Miles de millones de US\$)





RECUADRO 3 FORTALEZAS DE LA ECONOMÍA PERUANA ANTE EVENTUAL PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS DE DEUDA DE LA EUROZONA

Los fundamentos macroeconómicos y macro-financieros sólidos de la economía peruana han permitido absorber los efectos de la crisis financiera global que se agudizó en setiembre de 2008 con la quiebra de *Lehman-Brothers*. Ante la aguda restricción de liquidez financiera internacional que se produjo, el Banco Central activó el conjunto de sus procedimientos operativos que le permitieron proveer de la liquidez necesaria al sistema financiero doméstico con lo que logró preservar el funcionamiento del sistema de pagos y el flujo normal del crédito, evitando así el *crunch* crediticio. De esta manera, luego de observar un crecimiento económico ligeramente positivo en 2009, el dinamismo de los mercados de dinero y crediticio permitieron una rápida recuperación de la actividad económica en 2010 y 2011.

La fortaleza de la economía peruana tiene como base una estabilidad macroeconómica sostenida basada en la estabilidad de precios con una inflación promedio de 2,3 por ciento durante los últimos 10 años, un crecimiento económico que se va generalizando en todas las regiones, una adecuada disponibilidad de reservas internacionales, una posición fiscal sólida, un sistema financiero líquido y bien capitalizado.

Haciendo una evaluación comparativa de los indicadores de solidez actual de la economía peruana con lo que se tenía antes de la crisis *sub prime* de 2008, se observa que éstos incluso han mejorado. La posición de liquidez internacional del país ha aumentado significativamente debido al aumento de las reservas internacionales, cuyo nivel ha pasado de representar el 25,8 por ciento del PBI en diciembre de 2007 al 28,6 por ciento en noviembre de 2011. Asimismo, el ratio de las RIN con relación a las obligaciones externas de corto plazo más las obligaciones del sistema financiero con el público pasó de 1,2 veces a 1,6 veces en similar periodo. La mayor liquidez internacional permitirá al Banco Central actuar de manera oportuna y en las proporciones necesarias, para hacer frente a un eventual empeoramiento de las condiciones financieras internacionales asociada a la crisis de la Eurozona.

INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2007	2008				Año	2009	2010	2011			
		1T	2T	3T	4T				1T	2T	3T	
Cta. Cte. Bza. Pagos/PBI	%	1,4	-3,2	-5,3	-4,5	-3,6	-4,2	0,2	-1,5	-2,0	-2,5	0,3
RIN / OECP	No. de veces	2,9	2,8	3,0	2,9	3,4	3,4	2,9	5,7	6,0	5,7	6,1
RIN / (OECP+LQME)	No. de veces	1,2	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,6	1,6	1,5	1,6
RIN / PBI	%	25,8	29,5	29,3	27,4	24,5	24,5	26,0	28,7	28,9	28,5	28,1
Deuda Pública Total / PBI	%	29,7	27,6	25,3	23,9	24,1	24,1	27,1	23,4	22,4	21,7	20,9
Deuda Pública Neta Total / PBI	%	17,8	16,4	13,2	11,8	12,5	12,5	14,2	11,5	9,7	7,7	7,1
Resultado económico ¹ /PBI	%	3,0	3,0	2,5	2,3	2,3	2,3	-1,6	-0,5	0,3	1,3	1,8
Dolarización del crédito	%	57	53	53	53	52	52	46	44	45	45	46
Provisiones / Cartera atrasada	%	278	258	268	264	259	259	242	246	243	242	241
Ratio Capital Global	%	11,7	12,9	12,2	11,9	11,8	11,8	13,5	13,6	13,5	13,6	13,4
Encaje medio en nuevos soles	%	6,0	8,8	11,7	11,4	8,9	8,9	6,0	11,8	12,9	13,4	13,7
Encaje medio en dólares	%	30,0	29,0	31,1	31,4	32,8	32,8	32,9	35,7	37,4	39,1	38,9

OECP: Obligaciones Externas de Corto Plazo.

LQME: Liquidez en Moneda Extranjera del sistema bancario.

LQT: Liquidez Total de empresas bancarias (soles y dólares).

1/ Resultado Económico del Sector Público de los últimos cuatro trimestres para evitar estacionalidad.

La solvencia del sistema financiero ha mejorado, con una mayor fortaleza patrimonial reflejado en un ratio de capital que pasó de 11,7 a 13,4 por ciento, entre diciembre de 2007 y setiembre de 2011. La posición de liquidez de los bancos se ha reflejado en niveles de encaje promedio que en nuevos soles ha pasado de 11,6 por ciento en agosto de 2008 a 13,7 por ciento en octubre de 2011, y en dólares de 31,1 a 38,3 por ciento en el mismo periodo, esto en un contexto de alto dinamismo de la liquidez y el crédito.

La posición fiscal se ha fortalecido, con una deuda pública externa de largo plazo que disminuyó de 18,7 a 11,8 por ciento del PBI, entre diciembre de 2007 y setiembre de 2011; y una deuda pública total (externa e interna) que pasó de 29,7 a 20,9 por ciento en el mismo periodo. El fisco tiene depósitos en el sistema bancario por el equivalente a 11 por ciento del PBI, con lo que la deuda pública neta representa sólo 9 por ciento del PBI. Esta disciplina fiscal garantiza una adecuada disponibilidad de recursos públicos para actuar de manera oportuna ante señales de debilitamiento de la actividad económica, ello en un entorno de menor carga de la deuda externa habiendo recibido incluso mejoras en su calificación de crédito por las agencias calificadoras de riesgo.

Asimismo, el fortalecimiento de la posición financiera de los agentes económicos se viene reflejando en la reducción en los niveles de dolarización de la economía que han pasado del 57 al 46 por ciento entre 2007 y octubre de 2011, reduciéndose así el posible impacto de la crisis, a través de la volatilidad cambiaria, sobre esta posición financiera. Por otro lado, los niveles de encaje medio tanto en moneda nacional como en moneda extranjera son mayores a los alcanzados en setiembre de 2008 por lo que se estaría en mejores condiciones para proveer liquidez en caso se agudice la crisis global.

RECUADRO 4 INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES CÍCLICOS

La reciente crisis financiera global ha reactivado, con mayor fuerza esta vez, la necesidad de implementar políticas macro-financieras preventivas orientadas a preservar la estabilidad financiera para garantizar los beneficios de la estabilidad monetaria y el crecimiento económico. Para ello, se requiere un nuevo conjunto de instrumentos de regulación macroprudencial que complementen tanto el instrumento convencional de tasa de interés de política monetaria como los requerimientos microprudenciales, orientados estos últimos a garantizar la solvencia individual de las entidades del sistema financiero. La Superintendencia de Banca y Seguros y AFP (SBS) con el fin de promover la estabilidad financiera y garantizar la salud de las empresas del sistema financiero cuenta con instrumentos prudenciales, en particular con el **requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico**.

La regla de activación y desactivación del requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico es la misma que activa y desactiva el componente procíclico de las provisiones. Para el cálculo del requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico las empresas





calcularán los activos ponderados por riesgo de crédito (APRC) de estrés, considerando el método de evaluación de riesgo que están utilizando. En particular para aquellas empresas que estén utilizando el método estándar, el requerimiento de patrimonio efectivo tiene dos componentes, el primero es equivalente a los activos ponderados por riesgo de crédito (APRC) en situaciones de estrés menos los APRC base, el requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico en este caso sería igual a la multiplicación del límite global establecido por la Ley General por el aumento en el APRC producto de los ponderadores de estrés. El otro componente son las exposiciones contingentes que mantiene la empresa.

Cuando la regla se encuentre activada, la empresa deberá mantener patrimonio efectivo superior al mínimo establecido por el límite global, por el monto obtenido al aplicar la metodología de requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico que le corresponda. Sin embargo, la empresa podrá acceder al beneficio de sólo tener que cumplir con el 75 por ciento del requerimiento de patrimonio efectivo por el ciclo económico, siempre que se comprometa a capitalizar, como mínimo, el 50 por ciento de las utilidades generadas en el ejercicio.

Adicionalmente la SBS ha emitido las siguientes regulaciones:

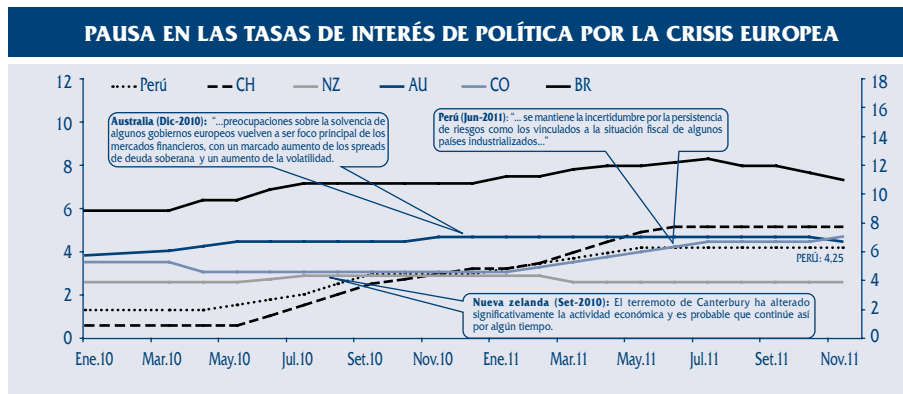
- Requerimiento de capital para riesgos de concentración en tres niveles: individual, sectorial y regional.
- Requerimiento de capital para riesgo de tasas de interés.
- Requerimiento de capital para la exposición en moneda extranjera. En julio de 2010, se implementó el requerimiento de capital adicional sobre las exposiciones en moneda extranjera (2,5 por ciento de su exposición por Riesgo Cambiario Crediticio) para ayudar a las entidades financieras a internalizar los riesgos de créditos en moneda extranjera por préstamos a clientes sin cobertura. Dado el nivel de dolarización de nuestra economía, la exposición por riesgo de crédito en moneda extranjera es muy importante, en particular para empresas y familias con descalce de monedas, y podría generar riesgo sistémico por lo que se sugiere monitorear continuamente el impacto de esta medida para determinar su efectividad y de ser necesario recalibrar el ajuste de 2,5 por ciento.

RECUADRO 5 POLÍTICA MONETARIA EN ESCENARIOS DE INCERTIDUMBRE

En el actual contexto de interconexión financiera y económica a nivel mundial, con la persistencia de desbalances globales y fases divergentes en los ciclos económicos de los países industrializados con aquellos de los países emergentes, los eventos de alta incertidumbre global asociada a crisis de deuda y/o financiera en los países industrializados pueden rápidamente trasladarse al resto del mundo. Por ello, las economías emergentes, actualmente con alto dinamismo del nivel de actividad económica, necesitan efectuar una evaluación de coyuntura profunda desde una perspectiva de balance de riesgos para poder diseñar una política económica apropiada minimizando los efectos en el bienestar económico de su población.

La coyuntura actual sugiere que la economía global continuará creciendo pero a un ritmo más lento en un escenario de alta volatilidad en los mercados financieros y de *commodities*. En particular, las perspectivas son de bajo crecimiento en los EUA mientras que Europa entraría en recesión. Asimismo, hay una alta incertidumbre con respecto a una solución viable y creíble de la crisis de deuda de la Eurozona. Entretanto, la acción coordinada de los bancos centrales (Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Canadá, y el Banco Nacional Suizo) con la finalidad de controlar las presiones en los mercados de dinero globales mediante la extensión de una línea de crédito *swap* en dólares, busca prevenir los riesgos de restricción de la liquidez financiera internacional, con una innovación adicional bajo la forma de líneas *swap* bilaterales en la moneda que acuerden las contrapartes, que también controla restricciones extremas de liquidez específica a una región o país y reduce los riesgos cambiarios asociados.

Este contexto complica el diseño de la política monetaria en las economías emergentes, donde los bancos centrales vienen adoptando un enfoque de administración de riesgos para la combinación de las políticas monetaria y macro-financiera; principalmente en el proceso de medición de los riesgos que enfrenta la economías con la finalidad de elegir los instrumentos más apropiados y la dosis necesaria de las acciones de política monetaria y macro-prudencial.



Por ello, varios bancos centrales de países emergentes optaron por hacer una pausa en los ajustes de política monetaria que venían implementando luego de observar que la fase previa de estímulo monetario se tradujera en una recuperación rápida del nivel de actividad económica. Mientras tanto, se intenta cuantificar los riesgos asociados a una posible profundización de la crisis de deuda de la Eurozona en términos de restricción de liquidez internacional primero, y, si los hubiera, en términos de los efectos reales posteriores en el nivel de actividad económica. Australia inició la pausa en diciembre de 2010 argumentando preocupación por la solvencia de una serie de gobiernos europeos y un marcado aumento de los diferenciales de deuda soberana de algunos países de la zona euro. En América Latina, el dinamismo de la actividad económica y las expectativas de inflación indujeron a los bancos centrales a continuar con sus ajustes hasta mediados de 2011. Perú inicia la pausa en junio de 2011, Chile lo hace desde julio y Colombia desde agosto, aunque recientemente aumentó su tasa de política en 25 pbs.





RECUADRO 6
REFORZANDO EL POTENCIAL DE INCLUSIÓN FINANCIERA:
EL CASO DE LOS PAGOS MÓVILES

Durante el periodo parlamentario anterior se presentó el **Proyecto de Ley 4168/2009-PE de dinero electrónico, con el objetivo de facilitar la inclusión financiera de las zonas rurales**. Dicho proyecto permite la creación en el sistema financiero nacional de las Empresas Emisoras de Dinero Electrónico, las cuales son proveedoras de servicios de pago, pero no conceden crédito con cargo a los fondos recibidos. El dinero electrónico se origina con un abono de dinero en efectivo hecho por el usuario en agentes autorizados por la empresa emisora. Luego, si el usuario desea utilizar estos fondos, para realizar transferencias a otras personas o empresas, sólo tiene que enviar órdenes de pago a la empresa emisora desde su teléfono móvil. De este modo, el envío de remesas, y el pago de bienes y servicios, entre otros, se podrán realizar sin necesidad de desplazarse físicamente. Asimismo, si se requiere dinero en efectivo, sólo se tendrá que acercarse al agente autorizado y retirar la suma requerida.

La provisión de servicios financieros básicos (intercambio de monedas, almacenamiento, transferencias) es beneficiosa para las personas pobres (BIS 2011), y el uso del celular como canal de acceso a dichos servicios reduce su costo: disminuye el costo de enviar o recibir dinero, realizar pagos de bienes y servicios, etc. En un país cuya población está dispersa geográficamente, esta facilidad libera tiempo para llevar a cabo actividades productivas. Además, en tanto el dinero electrónico está almacenado y las transacciones se hacen por medio virtual con las debidas medidas de seguridad, se reduce la necesidad de manejar efectivo y por tanto la exposición a los riesgos involucrados. Finalmente, a partir de la familiarización con operaciones sencillas de pagos y traspasos realizados a través de medios electrónicos provistos por instituciones supervisadas, los ciudadanos serán más proclives a demandar otros servicios financieros tales como depósitos, créditos y seguros, mejorando de esta manera los niveles de inclusión financiera.

El desarrollo de la tecnología de comunicaciones e información ha hecho rentable la provisión de estos servicios de manera descentralizada y ha facilitado el acceso a la mayoría de la población. Internacionalmente, el caso más exitoso es el sistema M-PESA, en Kenia, sistema originado en Vodafone (empresa de comunicaciones) con el apoyo del Departamento para el Desarrollo Internacional del Reino Unido, y que en 4 años ha permitido incluir al 50 por ciento de la población adulta del país, que anteriormente sólo usaba dinero en efectivo, en un sistema de pagos (transferencias) de menor cuantía basado en el teléfono celular.

En el Perú existe una oportunidad clara si consideramos la intensidad y difusión de la tecnología móvil, que alcanza alrededor de 25 millones de líneas en servicio, lo que contrasta con el número de canales de atención del sistema financiero, los cuales se concentran todavía en las principales ciudades.

Actualmente el proyecto de Ley se viene perfeccionando para ser enviado nuevamente al Congreso durante la presente legislatura.

VI. Inflación

89. Entre diciembre de 2010 y noviembre de 2011 la inflación anual se elevó de 2,08 a 4,64 por ciento, ubicándose 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 *commodities* desde los últimos meses de 2010, así como por factores climatológicos internos que afectaron la oferta de algunos alimentos perecibles, principalmente entre los meses de agosto y noviembre.

Como se mencionó anteriormente, los precios de los alimentos en los mercados mundiales presentaron una alta volatilidad por la incertidumbre en la recuperación de la economía de Estados Unidos, la crisis en algunos países europeos y la desaceleración de la economía de China. La oferta de *commodities* como trigo y maíz también estuvo afectada por problemas climatológicos en Estados Unidos, Argentina y Brasil. En los meses de setiembre y octubre se dieron expectativas de mayor oferta lo que permitió la corrección de precios a la baja, tendencia que se revirtió en noviembre.

Al igual que en el caso de los alimentos, el precio del petróleo ha aumentado en 2011 por la mayor demanda de Estados Unidos y China, tendencia que se acentuó por los conflictos en los países árabes. Esta evolución influyó en la evolución de los precios de los combustibles y en las tarifas eléctricas.



90. La inflación no subyacente, que recoge las variaciones de corto plazo que escapan del control de la política monetaria, registró un crecimiento acelerado desde inicios de año, pasando de una tasa anual de 2,0 por ciento en diciembre de 2010 a 6,4 por ciento en noviembre de 2011, impulsada principalmente por efecto del incremento de los precios de alimentos (de 1,2 a 10,4 por ciento), como carne de pollo, pan y aceite, por los mayores precios de los insumos importados.





Asimismo, influyó el incremento de los precios de los combustibles (7,9 por ciento) y la electricidad (4,5 por ciento). Excluyendo estos efectos, la tasa anual de inflación subyacente pasó de 2,1 por ciento en diciembre a 3,7 por ciento en noviembre.

La inflación acumulada entre enero y noviembre fue de 4,46 por ciento, habiendo influido principalmente el alza de precios de los alimentos no subyacentes (11,6 por ciento) y combustibles (7,6 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y noviembre fue de 3,5 por ciento, destacando los incrementos en alimentos y bebidas subyacentes dentro del hogar (4,5 por ciento) y comidas fuera del hogar (6,4 por ciento).

Cuadro 35								
INFLACIÓN								
(Variación porcentual)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Ene.-Nov. 12 meses	
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,46	4,64
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	3,50	3,73
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,06	3,28
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	3,94	4,19
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	6,26	6,35
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,61	10,39
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,63	7,91
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	1,34	3,49
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,47	1,46
Nota: IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	2,00	2,48

Cuadro 36								
INFLACIÓN								
(Contribución ponderada)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011 Ene.-Nov. 12 meses	
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,46	4,64
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	2,29	2,44
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	1,00	1,07
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	1,28	1,36
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	2,17	2,21
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,70	1,54
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,24	0,24
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	0,12	0,31
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,12	0,12
Nota: IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	1,12	1,39

91. La inflación sin alimentos y energía en el mismo periodo fue de 2,0 por ciento. Los alimentos contribuyeron con 2,97 puntos porcentuales a la inflación en tanto que los combustibles lo hicieron en 0,43 puntos porcentuales.

Cuadro 37 CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN DICIEMBRE 2010 - NOVIEMBRE 2011			
Rubro	Peso	Var. %	Contribución ponderada
INFLACIÓN	100.0	4.64	4.64
Alimentos	37.8	7.6	2.88
Efecto de precios internacionales	10.0	10.6	1.03
Carne de pollo	3.0	13.9	0,38
Pan	1.9	7.7	0,15
Arroz	1.9	12.6	0,22
Azúcar	0.5	6.2	0,05
Fideos	0.5	4.6	0,02
Aceites	0.5	23.8	0,11
Leche en conserva	1.6	6.6	0,10
Choques de oferta interna	4.9	11.3	0.57
<i>Del cual:</i>			
Papaya	0.2	89.2	0,13
Huevos	0.6	23.1	0,11
Zanahoria	0.1	87.3	0,09
Cebolla	0.4	23.7	0,06
Legumbres frescas	0.2	27.7	0,06
Tomate	0.2	31.3	0,06
Zapallo	0.1	67.1	0,05
Otras frutas frescas	0.4	12.6	0,05
Choclo	0.1	32.8	0,04
Comidas fuera del hogar	11.7	6.8	0.82
Resto de alimentos	11.1	4.1	0.47
Combustibles y pasaje urbano	11.3	4.7	0.54
Resto	50.9	2.4	1.22

92. Desde mediados de 2010 los precios de los insumos alimenticios vienen aumentando como consecuencia de una menor producción debido a problemas climatológicos en los principales países productores: sequía en Rusia y presencia de La Niña en Argentina, Australia y Canadá. A este efecto se ha aunado el crecimiento de China e India con la consecuente mayor demanda de alimentos. La tendencia al alza de estos precios empezó a revertirse en el segundo trimestre del presente año por efecto de la desaceleración de la demanda mundial y de la mejora de la producción de los principales países exportadores.

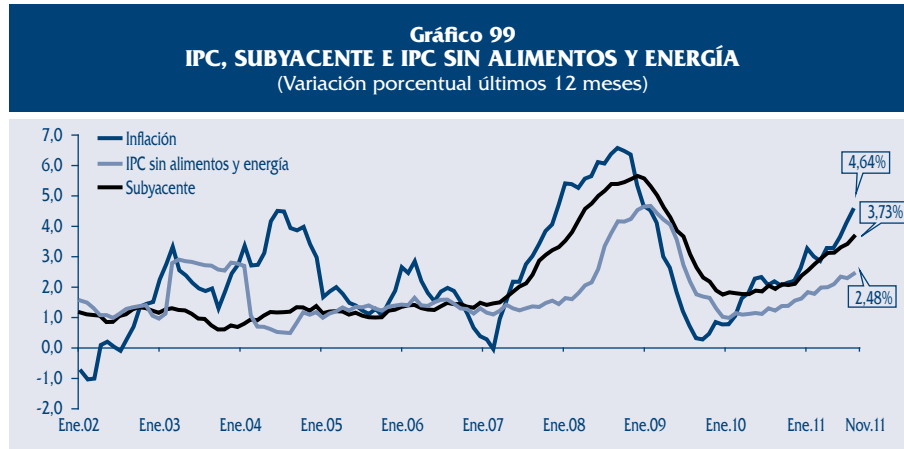




Esta evolución tuvo un impacto en el precio de alimentos de peso relevante en la canasta de consumo como pollo, pan, aceite y arroz, los que registraron los mayores incrementos en el periodo enero – setiembre.

Adicionalmente, los precios de los alimentos perecibles se vieron afectados por menores siembras como resultado de precios bajos y mayores costos de fertilizantes así como por problemas climatológicos que redujeron las cosechas, principalmente de los productos procedentes de la costa central. El grupo resto de alimentos, que incluye alimentos perecibles, alcanzó la mayor variación desde el año 2002.

Dentro del resto de alimentos destacan productos como papaya, zapallo y zanahoria que registraron aumentos mayores al 70 por ciento, dándose las mayores alzas en el periodo agosto – noviembre, meses en que generalmente estos alimentos registran caídas de precios por estacionalidad.



93. A noviembre de 2011, la inflación importada registró una variación anual de 5,3 por ciento destacando el incremento en el precio de los alimentos que crecieron a una tasa de 9,8 por ciento, la segunda tasa más alta desde el año 2005.

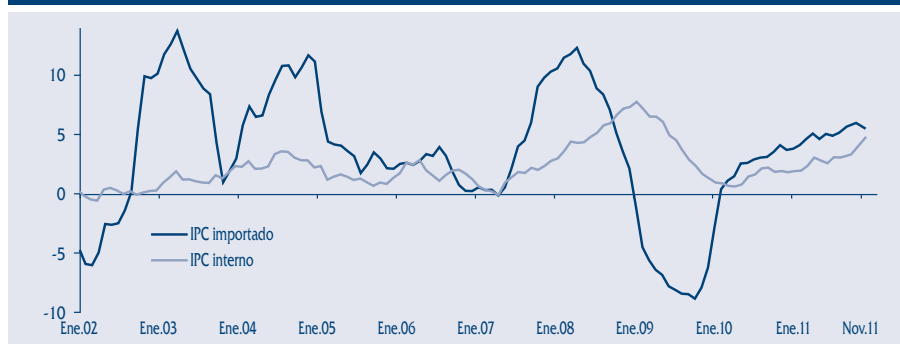
Entre enero y noviembre la inflación importada fue de 5,0 por ciento, reflejando la evolución de los componentes alimentos (9,5 por ciento) y combustibles (7,6 por ciento).

La evolución del tipo de cambio, que tuvo en noviembre una apreciación nominal de 3,6 por ciento en los últimos doce meses, contribuyó en alguna medida a aminorar el impacto del alza en la cotización internacional de estos productos en el mercado interno. Así, los aparatos electrodomésticos cayeron 1,10 por ciento en los últimos 12 meses.

Cuadro 38
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2011
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-Nov.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	4,98	5,28
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	9,45	9,82
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,63	7,91
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-1,02	-1,10
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	1,14	1,55
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	4,39	4,56
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,46	4,64
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-3,93	-3,58

Gráfico 100
INFLACIÓN: COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Entre enero y noviembre los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron comidas fuera del hogar, carne de pollo, matrícula y pensión de enseñanza, gasolina y arroz. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron teléfonos, transporte nacional, artículos de limpieza, olluco y alquiler de vivienda.

Cuadro 39
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
DICIEMBRE 2010 - NOVIEMBRE 2011

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	6,8	0,82	Teléfonos	2,9	-3,6	-0,10
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,3	0,39	Aji	0,1	-37,0	-0,05
Carne de pollo	3,0	13,9	0,38	Papa	0,9	-3,2	-0,03
Pasaje urbano	8,5	3,5	0,29	Artículos de limpieza	0,9	-2,8	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	14,6	0,22	Pescado fresco y congelado	0,7	-2,4	-0,02
Arroz	1,9	12,6	0,22	Especias y sazonadores	0,5	-2,6	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	3,7	0,18	Ajos	0,1	-16,3	-0,01
Pan	1,9	7,7	0,15	Palta	0,1	-6,5	-0,01
Ropa para hombres				Alquiler de vivienda	2,4	-0,4	-0,01
y niños mayores de 12 años	1,5	9,1	0,14	Aparatos de televisión	0,5	-2,1	-0,01
Papaya	0,2	89,2	0,13				
Total			2,92	Total			-0,28





Comidas fuera del hogar

Al igual que en el año 2010, este rubro continuó creciendo, alcanzando al mes de noviembre de 2011 un crecimiento anual de 6,8 por ciento resultado principalmente del aumento del precio de los alimentos.

Un factor adicional que habría influido en el alza de comidas fuera del hogar es el incremento de la remuneración mínima vital, de acuerdo con los resultados de la encuesta realizada a restaurantes y establecimientos de comida rápida.

Cuadro 40						
Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Comidas fuera del hogar	11,7	3,9	8,3	3,3	3,9	6,8

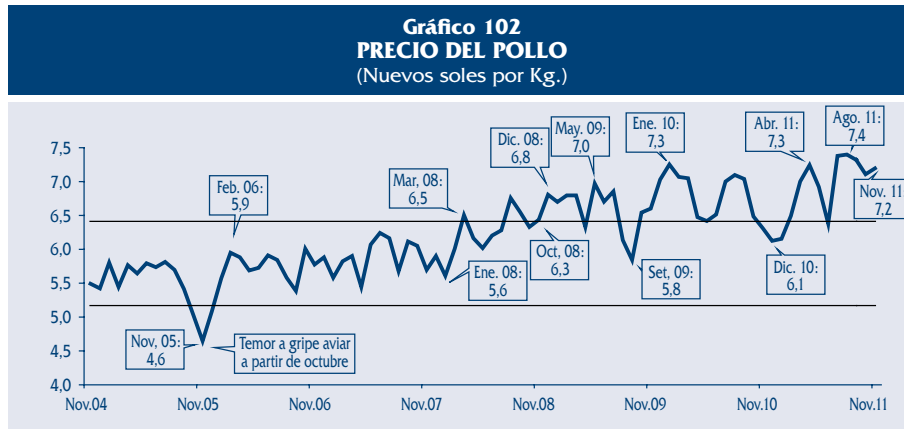


Carne de pollo

En el periodo enero – noviembre el precio del pollo aumentó 17,4 por ciento debido a mayores costos. En lo que va del año, la cotización del maíz pasó de US\$ 221 dólares por TM en diciembre 2010 a US\$ 252 dólares por TM en noviembre 2011 (aumento de 14 por ciento).

Las fluctuaciones en el precio del pollo estuvieron asociadas a la mayor o menor disponibilidad de pescado. Por el lado de la oferta, las colocaciones correspondientes a la oferta del período enero-noviembre fueron mayores aproximadamente en 6 por ciento a las del mismo período del año anterior.

Cuadro 41						
Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Carne de pollo	3,0	1,2	15,6	3,1	-14,2	13,9
Cotización del maíz (US\$/TM)		14,4	-17,8	8,1	57,3	21,2



Pasaje urbano

A noviembre, el pasaje urbano acumuló un alza de 2,2 por ciento principalmente por el aumento de setiembre de 1,38 por ciento, con aumentos de 1,5 por ciento en la tarifa de taxi y de 1,4 por ciento en el pasaje de ómnibus y microbús (1,4 por ciento).

Cuadro 42

Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Pasaje urbano	8,5	0,5	6,1	0,2	1,8	3,5
Diesel		6,4	0,4	-20,3	21,0	22,3
Gasolina	1,3	10,7	-6,1	-15,8	16,4	14,6

Matrícula y pensión de enseñanza

El rubro de matrícula y pensión de enseñanza aumentó 4,3 por ciento en el período enero - noviembre. Además del alza de marzo (2,2 por ciento) por el inicio del año escolar, se registraron alzas adicionales de 0,4 por ciento en los meses de junio, agosto y setiembre por el incremento de las pensiones en las universidades e institutos superiores.

Cuadro 43

Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,6	3,9	4,6	3,5	4,3

Combustibles

Como resultado de la actualización de las bandas de precios del Fondo de Estabilización de los Combustibles, este rubro aumentó en promedio 7,9 por ciento en el periodo enero - noviembre, registrándose un alza de 14,6 por ciento en el precio de la gasolina. En este mismo periodo, el precio del petróleo no sólo tuvo un precio promedio de US\$ 94,6 por barril, mayor al registrado en los dos





años anteriores (US\$ 61,7 en 2009 y US\$ 79,4 en 2010), sino que también se experimentaron mayores tasas de incremento respecto a años anteriores. Como se observa en el cuadro siguiente, durante el año 2010, la cotización del WTI subió 79,4 por ciento en tanto que durante 2011 la subida fue de 94,6 por ciento.

Cuadro 44 PRECIOS DE COMBUSTIBLES (Variación porcentual)					
	2008	2009	2010	2011	
				Ene.-Nov.	12 meses
Combustibles	0,0	-12,7	12,2	7,6	7,9
Gasolina	-6,1	-15,8	16,4	14,5	14,6
Gas	2,7	-4,6	8,8	1,0	1,5
WTI (US\$ por barril) 1/	99,6	61,7	79,4	94,6	94,2

1/ Precio promedio del periodo. Fuente: INEI.

Arroz

En el periodo enero – noviembre, el precio del arroz aumentó 11,7 por ciento, principalmente por la menor producción en la zona norte del país afectada por la sequía. Las siembras de la campaña agosto - julio con respecto a la campaña anterior indican una caída de 7 por ciento a nivel nacional y de 26 por ciento en Lambayeque, principal zona abastecedora de Lima. Como resultado, la producción de arroz cáscara a nivel nacional en el período enero - octubre registró una caída de 6 por ciento con respecto al mismo período del año anterior. Si bien se habría contado con stocks suficientes para abastecer la demanda de Lima, la perspectiva de menor producción dio lugar a desfases en la comercialización, lo que se contrarrestó en parte con un aumento de las importaciones que pasaron de una participación de 7 por ciento en noviembre de 2010 a 19 por ciento en noviembre de 2011.

Cuadro 45						
Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Arroz	1,9	7,5	12,8	-16,6	1,7	12,6
Cotización del arroz (US\$/TM)		18,7	40,1	19,0	-12,5	18,7

Artículos de cuidado personal

A noviembre, este rubro acumula una variación de 3,58 por ciento por los mayores costos de los insumos ligados a la evolución del precio del petróleo. Los productos de mayor ponderación son el champú, jabón de tocador y pañales desechables.

Cuadro 46						
Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Artículos de cuidado personal	4,9	0,7	3,8	3,0	0,6	3,7

Pan

El precio del pan aumentó 7,7 por ciento por el incremento en el precio de la harina de trigo hasta agosto y los efectos del aumento de la remuneración mínima vital a partir de setiembre.

La harina de trigo aumentó 10 por ciento entre diciembre 2010 y agosto 2011 para retroceder entre setiembre y noviembre. La cotización del trigo aumentó hasta el mes de mayo (12,2 por ciento respecto a diciembre) mes en que empezó a disminuir acumulando a noviembre una caída de 8 por ciento (US\$ 254 por TM en noviembre).

Cuadro 47

Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Pan	1,9	19,2	1,6	-1,1	1,1	7,7
Cotización del trigo (US\$/TM)		89,0	-44,2	-9,8	60,6	5,0

Huevos

Este rubro registró un aumento de 28,2 por ciento, reflejando principalmente las alzas en los primeros cuatro meses del año (18,0 por ciento) por efecto de la mayor demanda estacional a lo que se sumó el incremento de los costos de producción, por efecto de la mayor cotización internacional del maíz amarillo duro, principal insumo en la alimentación de las aves.

Cuadro 48

Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Huevos	0,6	33,1	21,7	-18,1	-6,4	23,1

Ropa de hombre y niños

Los mayores incrementos se registraron en productos como pantalones, camisas y polos de vestir, reflejando principalmente un incremento de los costos de producción. La cotización internacional del algodón (fibra corta) pasó de US\$ 85 dólares en el período enero - agosto 2010 a US\$ 184 en el mismo período de 2011.

Cuadro 49

Variación porcentual últimos 12 meses						
	Peso	2007	2008	2009	2010	Nov.11
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	3,8	4,0	1,8	4,5	9,1
Precio CIF del algodón (US\$/TM)		19,5	9,7	-1,3	27,5	82,2





Pronóstico de Inflación

94. Se espera que la inflación converja paulatinamente al rango meta hacia mediados de 2012, toda vez que se disipen las presiones de costos generadas por los incrementos significativos en los precios de *commodities*.

De hecho, para el caso de la inflación no subyacente se proyecta una tasa cercana al 6,4 por ciento en el año 2011, y se espera que durante el año 2012 se ubique en el rango meta conforme se reviertan los choques de oferta en alimentos.

95. La presencia de alteraciones climatológicas podría dificultar una reversión rápida de los precios de los alimentos perecibles en la primera parte del año.

La menor disponibilidad de agua en la costa norte estaría afectando el avance de las siembras de productos como el arroz, con el riesgo de no completarse toda la campaña. Con relación a los productos provenientes de la sierra, algunas legumbres y tubérculos, el desarrollo de los cultivos podría verse afectado por el retraso de las lluvias o heladas que se observa hasta ahora, incidiendo en menores rendimientos.

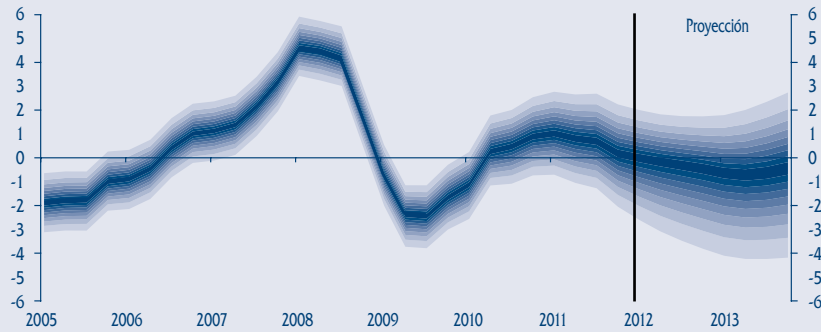
Adicionalmente, la temperatura del mar está más fría que lo normal, situación que podría prolongarse hasta el primer trimestre de 2012, afectando la maduración de algunos frutos.

96. Otro factor que contribuirá a un menor ritmo de inflación en el horizonte de proyección es una brecha producto ligeramente negativa durante los años 2012 y 2013. Esta evolución de la brecha es consistente con el menor crecimiento esperado, menores términos de intercambio y una política fiscal ligeramente expansiva. 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 converjan de sus niveles actuales de entre 2,5 a 3,0 por ciento al nivel de 2,0 por ciento, manteniéndose así ancladas en el rango meta de inflación.

97. El escenario base de proyección contempla que la posición de la política monetaria no será sustancialmente distinta a la actual en el corto plazo. 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. Por ello, el Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial y doméstica para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.

Gráfico 103
BRECHA DEL PRODUCTO, 2005 - 2013
(Porcentaje del PBI potencial)

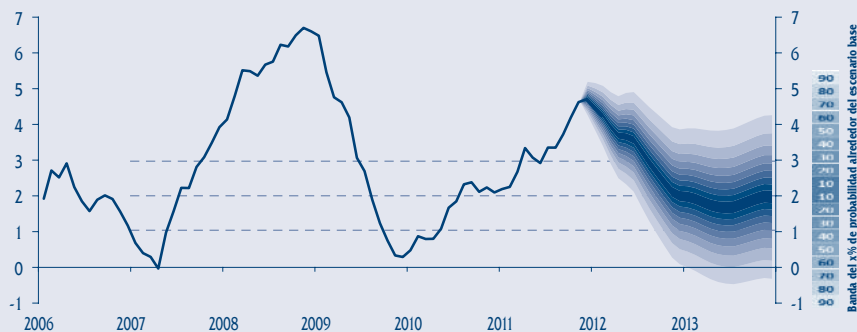


Nota: La brecha del producto no es una variable observable y precisa ser estimada. Por ello, el gráfico muestra incertidumbre sobre su valor, incluso para periodos en donde se cuenta con información del PBI (hasta el tercer trimestre de 2011). Al igual que el Gráfico 104, cada banda concentra 5% de probabilidad y el total de bandas abarcan el 90% de probabilidad.

La estimación de la brecha del producto se realiza con métodos estadísticos de extracción de señales. Se especifican una serie de ecuaciones que relacionan variables no observables con datos observados, donde destacan dos: la primera es la identidad que iguala al (logaritmo) del PBI observado con la suma del (logaritmo del) PBI potencial más la brecha del producto; la segunda es una ecuación de oferta agregada (conocida como Curva de Phillips) que describe a la inflación como una función de varios determinantes, entre ellos la brecha del producto. Es por ello que la brecha del producto se interpreta como el componente transitorio del PBI de mayor relación con la inflación a lo largo del ciclo económico.

Los escenarios de riesgo para la proyección de la brecha del producto se describen en el capítulo Balance de Riesgos y son los utilizados para la proyección de inflación del Gráfico 104.

Gráfico 104
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN, 2011 - 2013
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota: El gráfico muestra la probabilidad de ocurrencia de valores de la inflación en el futuro, de acuerdo con la combinación del análisis estadístico y de la percepción subjetiva del BCRP.

El gráfico consiste de 18 bandas y cada banda concentra el 5% de probabilidad. En cada periodo del horizonte de proyección, cada par de bandas con el mismo tono de color concentra 10% de probabilidad. Ello puede interpretarse como que de cada 100 posibles valores futuros de la inflación, se espera que 10 se encuentren dentro de las bandas más oscura (ubicadas hacia el centro), 10 se encuentren en las bandas de tono más claro adyacentes a la banda más oscura, otros 10 se encuentren en las bandas de tono aún más claro por encima y por debajo del segundo grupo de bandas, y así sucesivamente hasta distribuir 90 de los 100 valores en todo el gráfico. Los 10 valores restantes se ubicarían fuera las bandas.

Las bandas más oscuras contienen la trayectoria del escenario base, descrito en el texto. Los escenarios de riesgo detrás del gráfico se describen en el capítulo Balance de Riesgos. El balance de riesgos para la inflación hacia fines del año 2012 es ligeramente a la baja: se contempla que la probabilidad de que ésta se encuentre por debajo de la proyección del escenario base es ligeramente mayor a la probabilidad de que se encuentre por encima.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2010	2011 1/		2012 1/		2013 1/	
		RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11	RI Set.11	RI Dic.11
Var. % real							
1. Producto bruto interno	8,8	6,3	6,8	5,7	5,5	6,3	6,3
2. Demanda interna	12,8	7,5	7,5	5,6	5,6	6,0	6,1
a. Consumo privado	6,0	6,0	6,3	5,6	5,6	5,8	5,8
b. Consumo público	10,6	5,7	4,4	4,4	5,3	4,9	4,9
c. Inversión privada fija	22,1	10,7	12,0	9,0	7,0	8,3	8,3
d. Inversión pública	27,3	-2,9	-19,7	11,4	33,1	10,0	7,3
3. Exportaciones de bienes y servicios	2,5	6,0	7,3	7,5	6,0	9,0	7,7
4. Importaciones de bienes y servicios	23,8	11,7	10,5	6,7	6,5	7,2	6,6
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,5	3,2	3,2	3,2	2,7	3,3	3,1
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	0,0	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; 0,5	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var. %							
6. Inflación proyectada	2,1	3,5-4,0	4,5-5,0	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	28,7	19,0	19,8	-4,3	5,2	2,2	0,0
8. Tipo de cambio nominal 3/	-2,1	-3,1	-3,5	-0,4	0,0	-0,4	0,4
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-2,1	1,1	-3,0	-1,0	1,0	0,4	0,4
10. Términos de intercambio	17,9	3,9	5,4	-3,2	-5,8	0,4	0,6
a. Índice de precios de exportación	29,9	17,2	19,2	-2,0	-6,1	0,1	1,2
b. Índice de precios de importación	10,1	12,8	13,1	1,3	-0,3	-0,3	0,6
Var. % nominal							
11. Circulante	25,4	17,5	16,0	15,5	14,5	12,5	11,5
12. Crédito al sector privado 4/	21,0	16,5	17,0	14,5	13,5	11,5	11,5
% PBI							
13. Tasa de inversión bruta fija	25,1	25,0	24,1	26,2	25,6	26,7	26,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,5	-2,8	-1,5	-2,6	-2,2	-2,3	-2,1
15. Balanza comercial	4,4	4,4	5,0	3,8	3,6	4,3	3,9
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,8	6,1	6,1	5,6	4,6	5,6	5,3
17. Ingresos corrientes del gobierno general	19,8	20,7	20,8	20,9	21,0	20,9	21,0
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,2	18,6	17,7	18,6	18,9	18,4	18,4
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,5	1,0	2,1	1,2	1,0	1,4	1,5
20. Saldo de deuda pública total	23,5	21,4	21,2	20,2	20,1	18,6	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

98. El escenario base para la proyección de inflación incorpora información relevante de variables macroeconómicas y financieras, del entorno doméstico e internacional y complementada con información cualitativa no contemplada en las estadísticas.

El proceso de proyección no está exento de incertidumbre sobre los desenvolvimientos futuros de la economía doméstica y global. Por ello, en adición al escenario base se considera y evalúa, a través de un balance de riesgos, escenarios alternativos que consideran choques que podrían desviar la trayectoria de inflación.

El balance de riesgos resulta de la evaluación del impacto esperado o importancia relativa que tiene cada uno de los factores de riesgo en la proyección de la inflación. El impacto esperado que tendría un factor de riesgo sobre la inflación depende de dos componentes. Primero, la magnitud del desvío de la proyección de inflación en el escenario de riesgo respecto a la proyección en el escenario base; segundo, la probabilidad de ocurrencia que se le asigna al escenario de riesgo. Estos factores determinan en conjunto el sesgo del balance de riesgos de la proyección de inflación.

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, el impacto de los precios de *commodities* y de las expectativas de inflación.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo vinculado con un desencadenamiento de una crisis financiera internacional; y de origen interno, en un contexto de menor crecimiento de la demanda por el aplazamiento de ciertos proyectos de inversión.

- a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial:** Si bien es cierto que el escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de Inflación de setiembre, dada la incertidumbre en los mercados internacionales como secuela de problemas de la deuda soberana y restricciones fiscales en economías de la Eurozona, esta tasa de crecimiento podría ser menor. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de los canales financiero y comercial. Parte de estos efectos han sido observados desde la publicación del RI de setiembre (por ejemplo, una reducción en los términos de intercambio), y han sido incorporados en el escenario base.





Este escenario describe en esencia un evento similar al de finales de 2008 con fuerte caída de la actividad económica mundial, reducción de los términos de intercambio y salida de capitales de emergentes. El incremento de la incertidumbre puede generar pánico entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales (*sudden stop*) con una depreciación abrupta del tipo de cambio y un incremento del riesgo país.

El menor dinamismo de los mercados financieros globales conllevaría a una recesión global, reflejada en el menor crecimiento de nuestros socios comerciales y una menor inflación externa. Al mismo tiempo, la caída en los términos de intercambio, como resultado de una caída de los precios de los *commodities*, generaría un mayor debilitamiento del crecimiento doméstico. En este contexto, se espera que las tasas de interés internacionales permanezcan bajas por más tiempo que el contemplado en el escenario base.

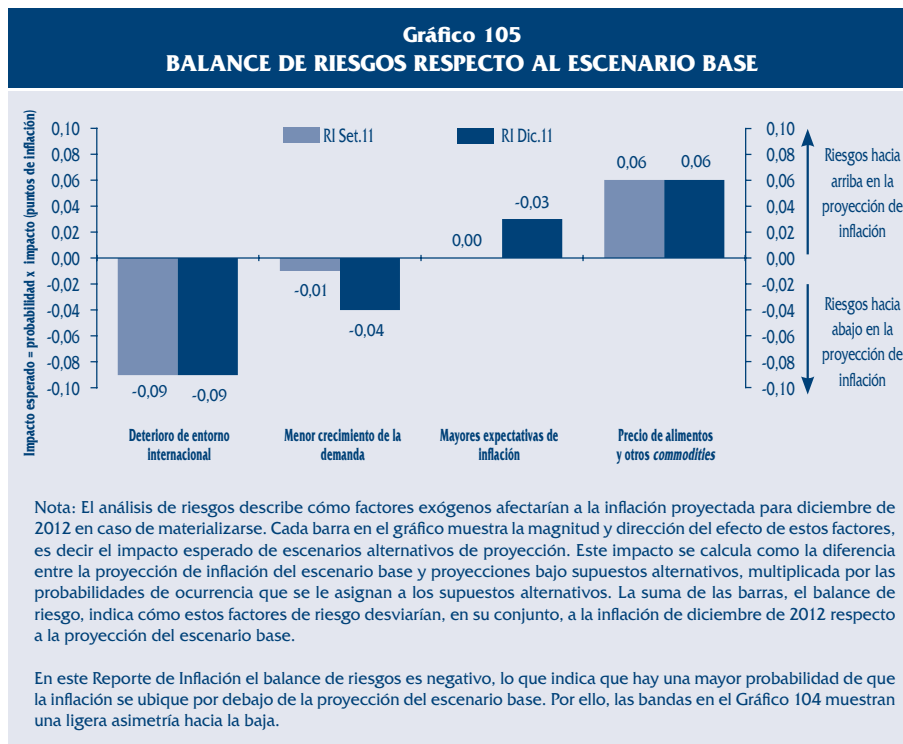
De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará su alta disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección para proveer liquidez al sistema financiero tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y con ello aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas y si fuera necesario flexibilizaría las condiciones monetarias.

- 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 o condiciones climáticas adversas:** A pesar de que el ritmo de incremento en los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles se ha estabilizado, existe el riesgo que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo los diseñadores de política van a resolver los retos y las preocupaciones acerca del panorama económico futuro tienen un efecto marcado sobre el nivel de actividad económica global. Una política económica más decisiva y creíble en la mayor parte de las economías avanzadas pueden elevar la confianza más rápidamente de lo que actualmente se proyecta, e inducir a un mayor impulso de la economía global. 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. Adicionalmente, el escenario base contempla condiciones climáticas que se normalizan a lo largo del año. Sin embargo, hay el riesgo de condiciones climáticas adversas, tales como un Fenómeno de La Niña de mayor intensidad que afecte la disponibilidad hídrica. En estos escenarios, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos eventos se trasladan a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

- d. Mayores expectativas de inflación:** En este escenario se contempla la posibilidad de que una reversión más lenta de la inflación exacerbe el riesgo de que las expectativas de inflación de las familias y empresas se mantenga persistentemente por encima de la meta, el cual podría reflejarse en la inflación a través de mayores costos y precios esperados por parte de las firmas. En este caso, el Banco Central ajustaría su posición de política monetaria con la finalidad de que las expectativas de los agentes privados se alineen a la meta de inflación.

En resumen, el **balance de estos riesgos indica un sesgo a la baja** en la proyección de la inflación para fines de 2012.





CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la brecha producto y de las expectativas de inflación indican que los riesgos de presiones de demanda se vienen disipando. Por otro lado, se espera que en el corto plazo se atenúen las presiones de costos generados por los incrementos en los precios de algunos *commodities* y de algunos alimentos domésticos que dependen de condiciones climáticas locales. Así, la trayectoria de inflación revertiría de su nivel actual, por encima del rango meta, para converger hacia el rango meta a mediados de 2012.

El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de la economía mundial y doméstica, así como a las expectativas de inflación para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.