



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2009

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2009-2011**

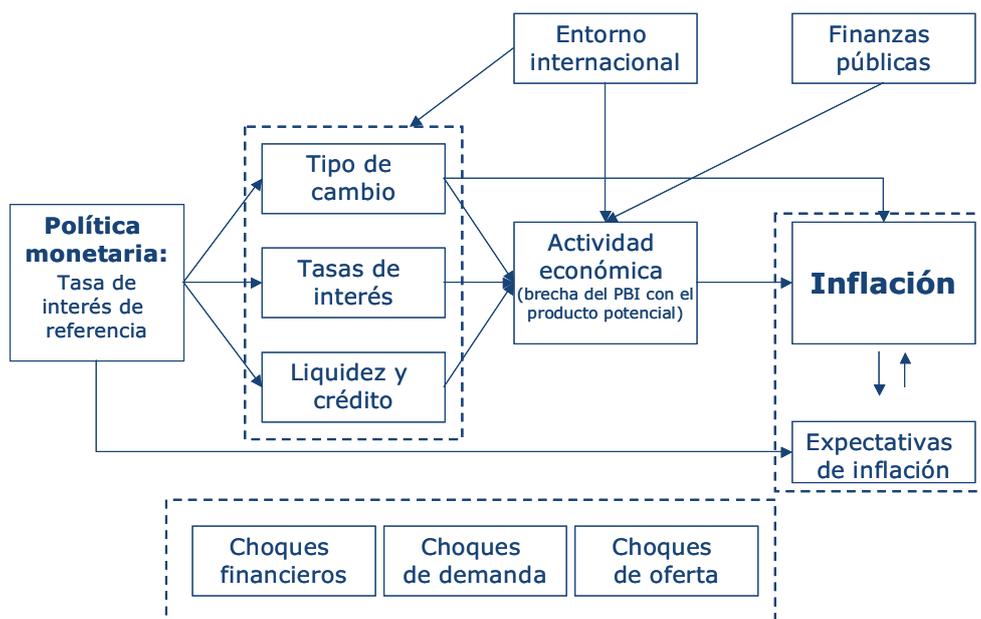


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2009-2011

Diciembre 2009



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 2009-2011

Diciembre 2009

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	10
II. Actividad económica	29
III. Balanza de pagos	45
IV. Finanzas públicas	55
V. Política monetaria	65
VI. Inflación	86
VII. Balance de riesgos	94

RECUADROS

1. Inicio del ciclo de elevación de tasas de interés en algunos países	24
2. Desbalance mundial	26
3. Comportamiento de la inversión privada durante los ciclos económicos ..	40
4. Contracción crediticia internacional y el crédito en el Perú	73
5. Las ventajas de la acumulación de reservas internacionales para economías emergentes	80
6. Experiencia internacional de los bonos cubiertos	82

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a octubre de 2009 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y las Operaciones del Sector Público No Financiero. Los datos de las cuentas monetarias, inflación, tipo de cambio y mercados financieros contienen información a noviembre.

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). La meta de inflación del Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y constituye un compromiso permanente del BCRP con la estabilidad monetaria.
- El BCRP evalúa el cumplimiento de la meta inflacionaria de manera continua, es decir, tomando en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo la correspondiente a la del mes de diciembre de cada año. Ante cualquier desviación inflacionaria, el Banco Central adopta las acciones necesarias para retornar a la meta, para lo cual toma en cuenta que la política monetaria afecta a la economía con un rezago y que existen choques de oferta sobre los precios que están fuera del control de la política monetaria.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, razón por la cual esta tasa se determina con base en estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público en este Reporte de Inflación con la finalidad de lograr la comprensión sobre 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.
- Este Reporte presenta la evolución de los principales hechos económicos durante los primeros diez meses de 2009 y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte que va desde el año 2009 hasta el año 2011.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en marzo de 2010.





Resumen

- i. Tal como se indicó en el Reporte de Inflación de setiembre diversos indicadores macroeconómicos y financieros señalaban que la economía mundial había empezado a mostrar algunas señales de recuperación. Estos resultados favorables han continuado observándose durante el cuarto trimestre del año con lo cual la fase de recuperación del ciclo económico ya habría empezado. Los mercados financieros empezaron a estabilizarse en la medida que la aversión al riesgo y la confianza de los inversionistas retornaba a los niveles pre-crisis, el volumen de comercio comenzó a dinamizarse nuevamente debido al incremento de la demanda mundial y a los mayores precios en el mercado de *commodities*. En este escenario, diversas economías en diferentes regiones del mundo mostraron tasas positivas de crecimiento durante el tercer trimestre aunque de manera moderada en los países desarrollados y en forma más intensa en los países emergentes.
- ii. En gran medida, el término del ciclo recesivo y el inicio de la recuperación reflejan el esfuerzo desarrollado por los gobiernos a través de los diversos planes de estímulo fiscal, de inyección de liquidez y de reducción de tasas de interés. Si bien se mantienen aún algunos riesgos asociados a la recuperación del empleo y del consumo privado en las economías desarrolladas, en adelante, la atención de los mercados estaría dirigida a la forma en que se empezarían a retirar el estímulo fiscal y monetario. La mayoría de bancos centrales han decidido no continuar con las reducciones en las tasas de interés de referencia e incluso algunos optaron por subir sus tasas en los últimos meses.
- iii. En este contexto, se prevé una caída del PBI mundial para este año de 1,0 por ciento y se proyecta una recuperación más rápida para los años 2010 y 2011 con tasas de crecimiento de 3,3 y 3,8 por ciento, respectivamente.
- iv. Si bien durante el tercer trimestre diversos indicadores de la actividad económica nacional empezaron a mostrar señales favorables de recuperación, el crecimiento de los primeros 9 meses del año estuvo marcado por el proceso de corrección de inventarios y por la evolución de la inversión privada que se vio afectada por el reperfilamiento en la ejecución de varios proyectos de inversión. Por su parte, la inversión pública crecería a una menor tasa que la proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre, mientras que las exportaciones, esencialmente las no tradicionales, continuaron afectadas por un comercio mundial que recién ha empezado a recuperarse con mayor fuerza en los últimos meses del año.

Considerando estos elementos se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI para 2009 de 1,8 a 1,0 por ciento. Para los años 2010 y 2011 se proyectan tasas de crecimiento de 5,5 por ciento, nivel consistente con el mantenimiento del

Plan de Estímulo Económico y una recuperación del gasto privado y del entorno internacional.

- v. Tal como señalamos en el Reporte de Inflación de setiembre la tasa de inflación de los últimos 12 meses continuaría por debajo del rango meta hasta los primeros meses de 2010 debido principalmente a la reversión de los factores transitorios de oferta, que afectaron la economía el año pasado. Así, al mes de noviembre la inflación acumulada en los últimos 12 meses llegó a 0,3 por ciento luego que en diciembre de 2008 ésta alcanzara una tasa acumulada de 6,7 por ciento.

Se prevé que la tasa de inflación iría incrementándose gradualmente en los próximos meses para retornar al rango meta hacia el segundo trimestre de 2010 y se mantendría alrededor del punto central de la meta durante el resto del horizonte de proyección. Esta proyección es consistente con la trayectoria de recuperación de la actividad económica con una brecha producto que se va cerrando en el horizonte de proyección; con expectativas de inflación en la meta de inflación, con ausencia de presiones inflacionarias externas significativas ante una recuperación gradual de la economía mundial y condiciones de oferta de alimentos normales con un Fenómeno El Niño “moderado”.

- vi. El Banco Central ha continuado con su posición flexible de política monetaria manteniendo la tasa de referencia en niveles mínimos históricos (1,25 por ciento) desde el mes de agosto y utilizando las operaciones de inyección de liquidez y reducción de plazo de sus títulos para reforzar el impulso expansivo de la política monetaria.

Estas acciones de política monetaria han permitido una reducción de las tasas de interés del sistema financiero, así como de las tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro y corporativos. Como consecuencia el crédito ha continuado creciendo de manera importante, especialmente, el de microempresas, el comercial y el hipotecario.

Tal como se señaló en el último Comunicado de Política Monetaria, salvo modificaciones importantes en las proyecciones de inflación y sus determinantes, no se prevé nuevos ajustes a la tasa de referencia.

- vii. Teniendo en cuenta los mayores precios de *commodities* de exportación y la caída de importaciones, el déficit de cuenta corriente de balanza de pagos para 2009 se ha reducido de manera significativa respecto a lo previsto en el Reporte de setiembre. En estas condiciones, las reservas internacionales se han elevado desde un saldo de US\$ 32 130 millones al cierre de agosto a uno de US\$ 33 428 millones en noviembre.

Considerando el resultado durante los primeros 9 meses del año se ha revisado hacia la baja la proyección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de





2,1 a 0,6 por ciento para el año 2009. De manera similar para los años 2010 y 2011 también se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente hacia la baja a 0,7 y 1,2 por ciento del producto, respectivamente.

viii. Para el año 2010 se asume que el sector público continuará desarrollando el plan de estímulo fiscal con el fin de continuar impulsando transitoriamente la demanda interna a través de una política activa de gasto. No obstante, la evolución del gasto de inversión pública en los últimos meses permite prever que no se logrará alcanzar el estimado previsto en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) publicado en agosto por lo que el impulso fiscal sería menor al contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre. Por ello, se ha revisado la proyección de déficit para este año de 2,0 a 1,5 por ciento y se mantienen los estimados para los dos próximos años (1,6 y 1,2 por ciento para 2010 y 2011, respectivamente).

ix. Dado el contexto macroeconómico, las proyecciones continúan sujetas a un nivel alto de incertidumbre, aunque ligeramente menor al del último reporte. Como principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto a su escenario central, se consideran los siguientes:

- **Deterioro de la economía mundial.** El escenario base considera el inicio de la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, existe la probabilidad de un crecimiento aún más lento o inclusive algún riesgo de retroceso en la recuperación (los principales riesgos están referidos a una evolución lenta del consumo en las economías desarrolladas, a la estrategia de retiro de los estímulos monetario y fiscal y a un dinamismo de China por debajo de lo esperado, entre otros factores). Este riesgo conllevaría a menores tasas de crecimiento económico e inflación que los contemplados en el escenario base.

Bajo este escenario de riesgo, la política monetaria mantendría por un mayor tiempo la posición de estímulo monetario.

- **Mayor impulso de demanda doméstica.** El escenario de proyección considera un entorno de recuperación de la actividad doméstica sostenida principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado y el gasto público se elevan significativamente, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
- **Restricciones en la oferta de electricidad:** durante el presente año, la desaceleración de la demanda eléctrica y la expansión de la oferta de generación eléctrica redujeron las presiones al alza de las tarifas de electricidad en el corto plazo. Sin embargo, dada la recuperación esperada del crecimiento y, en tanto se rezague el incremento efectivo de la oferta eléctrica, existe un ligero riesgo al alza en 2011, si se presentaran factores climáticos adversos (estiaje severo).

Cabe mencionar que este factor solo motivaría modificaciones de la política monetaria en caso afecte las expectativas de inflación.

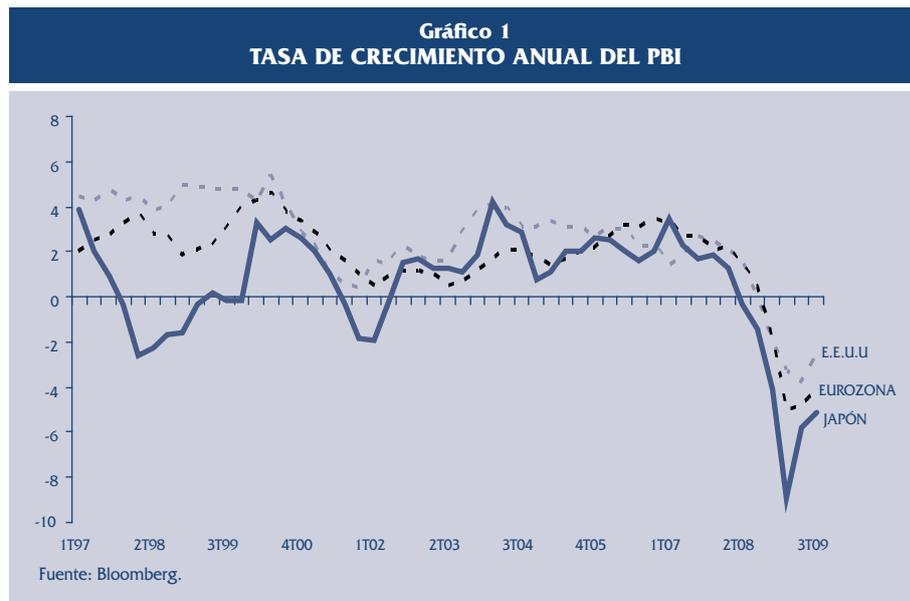
- x. Se pasa de un sesgo a la baja en proyección de inflación a un balance neutral.





I. Escenario Internacional

1. Los indicadores de actividad económica en las economías industrializadas correspondientes al tercer trimestre del año 2009 confirman la recuperación del crecimiento y la posibilidad de tasas de crecimiento positivas en el año 2010. Sin embargo, el ritmo de crecimiento productivo para el próximo año en estas economías se encuentra lejos del registrado en los años previos de la reciente crisis financiera. La razón de esta característica de la recuperación se asocia a la debilidad en la dinámica del crédito originada en la aún afectada posición del capital de las entidades financieras en países desarrollados, así como a un pobre comportamiento del mercado laboral que tendrá como consecuencia un menor ímpetu en el gasto de consumo.



Crecimiento Mundial

2. La proyección de crecimiento de la producción mundial para el año 2009 ha sido revisada al alza, de -1,3 a -1,0 por ciento por un mejor resultado esperado para las economías de EE.UU. (de -2,7 a -2,5 por ciento) y de las economías en desarrollo (de 1,6 a 1,8 por ciento), en particular de China.

Para los años 2010 y 2011 se mantendrían las perspectivas favorables de crecimiento mundial, con tasas revisadas también al alza: de 3,0 a 3,3 por ciento para el 2010 y de 3,7 a 3,8 por ciento para el año 2011.

CUADRO 1
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

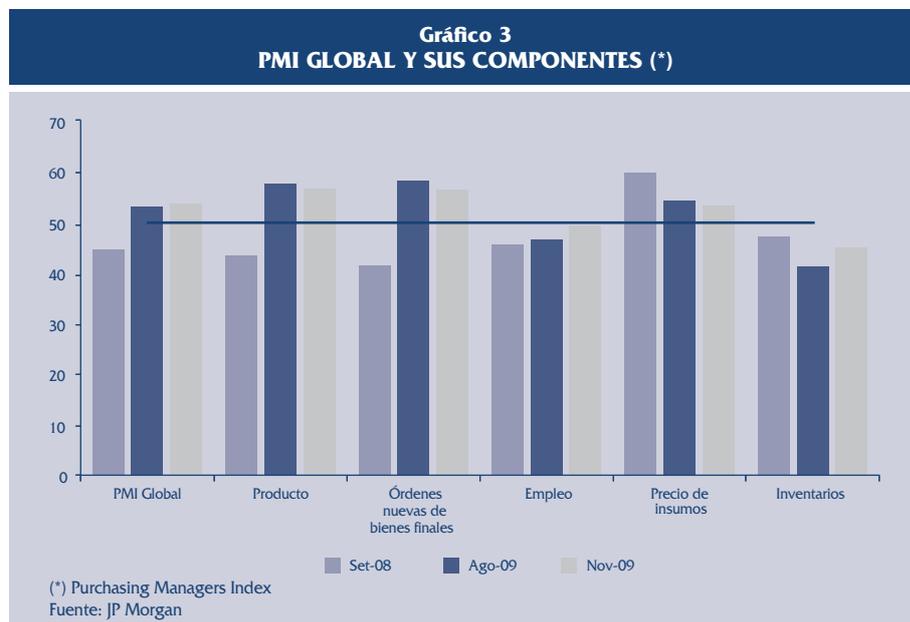
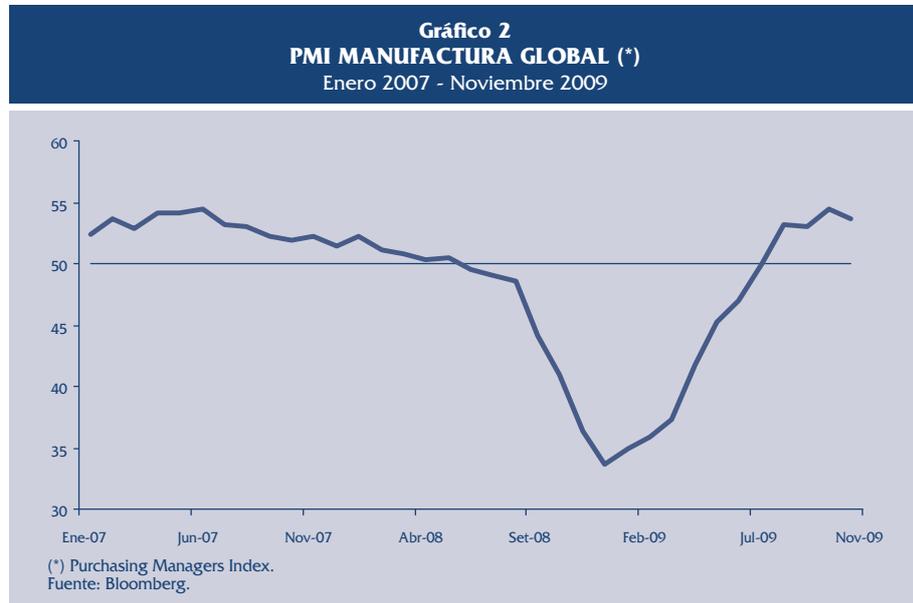
	2006	2007	2008	2009		2010		2011	
				Ri.Set.09	Ri.Dic.09	Ri.Set.09	Ri.Dic.09	Ri.Set.09	Ri.Dic.09
Economías desarrolladas	3,0	2,7	0,5	-3,4	-3,3	1,7	1,9	2,3	2,4
1. EE.UU.	2,7	2,1	0,4	-2,7	-2,5	2,2	2,6	2,9	2,9
2. Eurozona	3,1	2,8	0,7	-3,9	-4,0	0,9	0,9	1,5	1,5
3. Japón	2,0	2,3	-0,7	-5,5	-5,7	1,5	1,5	1,6	1,6
4. Reino Unido	2,9	2,6	0,7	-4,4	-4,5	1,2	1,2	1,9	1,9
5. Canadá	2,9	2,5	0,4	-2,3	-2,3	2,1	2,1	3,3	3,3
6. Otras economías desarrolladas	4,6	4,7	1,6	-2,5	-1,9	2,3	2,9	3,0	3,5
Economías en desarrollo	7,9	8,3	6,0	1,6	1,8	4,7	5,1	5,5	5,6
1. África	6,1	6,3	5,2	1,6	1,7	4,1	4,0	5,2	5,2
2. Europa Central y del Este	6,6	5,5	3,1	-4,2	-4,5	1,7	1,7	3,8	3,8
3. Comunidad de Estados Independientes	8,4	8,6	5,5	-6,4	-6,3	2,1	2,4	3,9	3,9
Rusia	7,7	8,1	5,6	-7,2	-7,0	1,5	1,8	3,5	3,4
4. Asia en desarrollo	9,8	10,6	7,6	5,9	6,2	6,9	7,3	7,3	7,3
China	11,6	13,0	9,0	8,0	8,3	8,5	9,0	9,0	9,0
India	9,8	9,4	7,5	5,8	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0
5. Medio Este	5,8	6,2	5,4	2,2	2,0	3,7	4,2	4,1	4,6
6. América Latina y Caribe	5,7	5,7	4,2	-2,5	-2,2	2,7	3,3	3,5	3,7
Brasil	4,0	5,7	5,1	-0,9	0,0	3,4	4,5	3,0	3,5
Economía Mundial	5,1	5,2	3,0	-1,3	-1,0	3,0	3,3	3,7	3,8
Nota:									
BRICs	9,6	10,5	7,7	4,1	4,4	6,2	6,7	6,7	6,8
Socios	4,7	4,7	2,6	-1,7	-1,4	2,7	3,0	3,4	3,5

Fuente: FMI, Consensus Forecast y bancos de inversión.

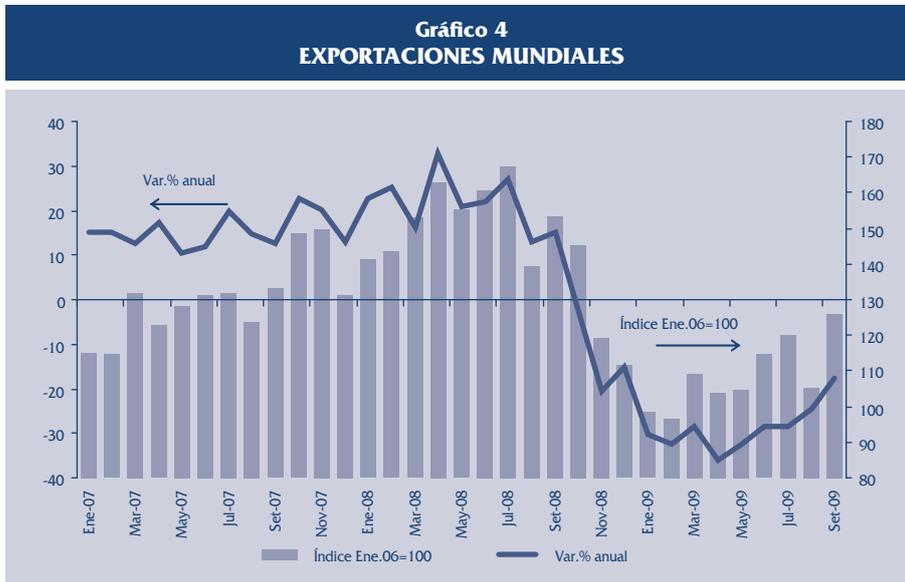
3. Entre los indicadores de recuperación económica internacional están:

- a. El indicador líder de la actividad manufacturera internacional *Purchasing Managers Index* (PMI), elaborado por JPMorgan, ha seguido la tendencia ascendente iniciada desde su punto más bajo en diciembre 2008 (33,7 puntos, en una escala donde un índice menor de 50 señala caída de actividad). El PMI de manufactura internacional llegó a 54,4 en octubre, ubicándose en el tramo de crecimiento desde el mes de agosto. Los componentes del PMI internacional que registran la mayor recuperación son los asociados a nivel de producto y órdenes nuevas, los que han sobrepasado los niveles anteriores a la profundización de la crisis en setiembre de 2008.





- b. Este mejor escenario global también se refleja en la recuperación del comercio mundial, luego de la significativa contracción del último cuatrimestre de 2008. La caída en el comercio, respecto al mismo mes del año anterior, se ha reducido de 33 por ciento en febrero 2009 a 18 por ciento en setiembre 2009. De manera similar, los precios de la mayoría de *commodities* continuaron con su tendencia al alza.



- c. El compromiso de mantener estímulos significativos en las políticas fiscal y monetaria y actuar de manera coordinada cuando sea necesario revertirlos ha favorecido la reducción de la aversión al riesgo en los mercados y la formación de expectativas más favorables sobre la recuperación de la actividad.
4. Las economías desarrolladas se han visto favorecidas por la reversión del ciclo de inventarios, cierta estabilización en el consumo y mejores condiciones financieras asociadas a una alta liquidez. En **Estados Unidos**, la actividad económica se expandió a una tasa anualizada de 2,8 por ciento en el tercer trimestre (ó -2,5 por ciento respecto al tercer trimestre 2008), lo que constituyó la primera tasa positiva en seis trimestres. El consumo privado, que representa el 70 por ciento del PBI, fue el componente más dinámico, aunque parte de este resultado se explica por el programa de incentivos para la compra de autos, cuyo impacto se estima en 1 punto porcentual.

Sin embargo, estos resultados positivos se han visto limitados por el mantenimiento de las condiciones desfavorables en el mercado laboral y por una lenta normalización del mercado de crédito bancario. La tasa de desempleo ha seguido aumentando hasta alcanzar el 10,0 por ciento (la mayor en 26 años) y la pérdida de empleos acumula 7,2 millones desde enero de 2008 a noviembre de este año.

De acuerdo con esta evolución, se prevé que, luego de una contracción de 2,5 por ciento en el 2009, la economía norteamericana crecería 2,6 por ciento en 2010 y 2,9 por ciento en 2011.





Gráfico 5
CONTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE INVENTARIOS AL CRECIMIENTO DEL PBI
(En porcentajes)

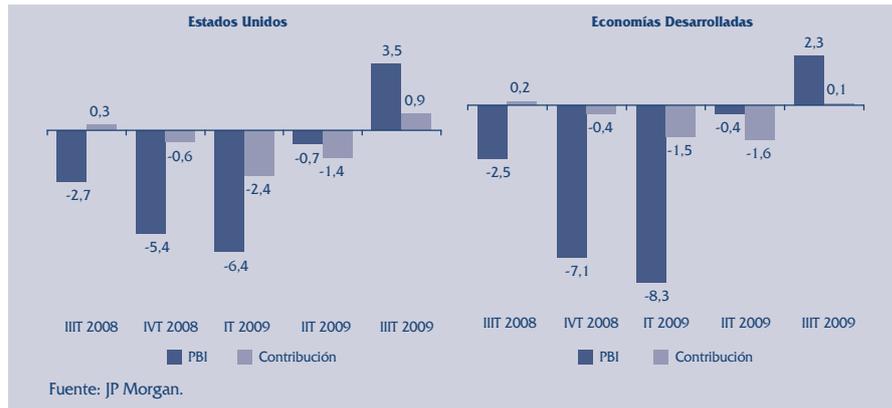


Gráfico 6
EE.UU.: EMPLEO (VARIACIÓN EN MILES)
Y TASA DE DESEMPLEO (%)

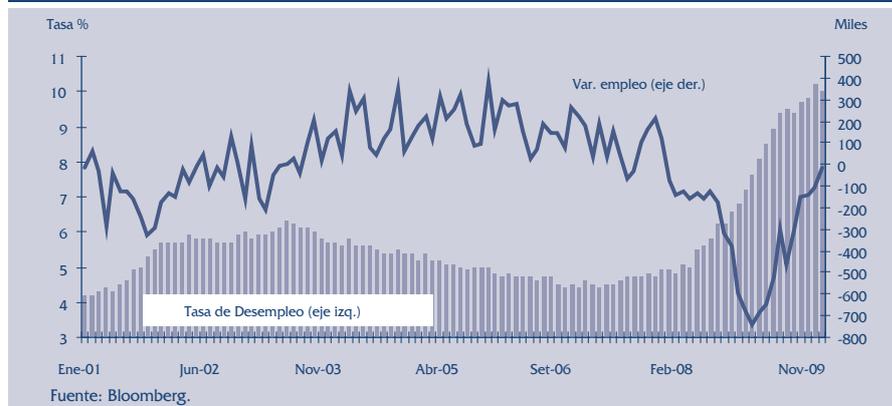


Gráfico 7
EE.UU.: MERCADO INMOBILIARIO, PRECIOS E INVENTARIOS



La **Eurozona** también mostró una evolución favorable desde el tercer trimestre cuando el producto creció a una tasa anualizada de 1,6 por ciento (ó -4,1 por ciento respecto al tercer trimestre 2008) y las economías más grandes se favorecieron de la recuperación del sector exportador (en particular Alemania que creció 2,8 por ciento), y de cierta mejora en el consumo (explicado en parte por el programa de compra de autos y reducción de impuestos); por el lado sectorial la mejora se refleja en el incremento de la producción industrial. Sin embargo, otras economías de la Eurozona, en particular España, se mantienen afectadas por las altas tasas de desempleo y por la crisis inmobiliaria.

Dados los desarrollos recientes, la proyección de crecimiento de la Eurozona se ha revisado de -3,9 a -4,0 por ciento, respecto al anterior Reporte de Inflación (revisión que incorpora una ejecución del primer semestre peor a la esperada). Para 2010 y 2011 se esperan recuperaciones de 0,9 y 1,5 por ciento, respectivamente.

Japón tuvo un crecimiento anualizado de 1,3 por ciento (ó -5,1 por ciento respecto al tercer trimestre 2008) y se prevé mantenga esta evolución (aunque a tasas menores) en los próximos trimestres. Se espera que la reversión del proceso de reducción de inventarios y la recuperación del consumo (favorecido por las bajas tasas de desempleo en comparación con el resto de economías desarrolladas) continúe contribuyendo positivamente al crecimiento, al igual que la recuperación del sector exportador (gracias al impulso de las otras economías de Asia) y de la inversión fija privada, aunque esta última con una recuperación más lenta.

CUADRO 2				
PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL				
(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)				
	2008	2009		
	IV	I	II	III
Estados Unidos	-1,9	-3,3	-3,8	-2,5
Eurozona	-1,8	-5,0	-4,8	-4,1
Alemania	-1,8	-6,7	-5,8	-4,8
Francia	-1,7	-3,5	-2,9	-2,4
Reino Unido	-2,0	-5,0	-5,5	-5,1
Japón	-4,1	-8,9	-5,8	-5,1

Fuente: Bloomberg.

- Las **economías emergentes** también muestran mejores perspectivas. Destaca dentro de éstas la evolución de China cuyas proyecciones han sido revisadas progresivamente al alza en línea con los datos ejecutados; en el tercer trimestre el PBI creció 8,9 por ciento, similar a la tasa promedio alcanzada en la última década. El paquete de estímulo fiscal, en particular el gasto en infraestructura y la recuperación del sector exportador sustentan este crecimiento. La economía china crecería 8,3 por ciento en 2009 y 9 por ciento en los próximos dos años.





La evolución de las economías desarrolladas y de China ha tenido un impacto positivo sobre otras economías emergentes, en particular de Asia y América Latina. En el caso de **Asia emergente**, la mayor parte de las economías se vienen recuperando de la drástica contracción del cuarto trimestre, destacando aquellas economías de mayor desarrollo relativo que son intensivas en exportaciones de manufacturas. Así, las economías más desarrolladas y abiertas del este de Asia -Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwán- vienen registrando altas tasas de crecimiento favorecidas además por la aplicación de programas de estímulo fiscal.

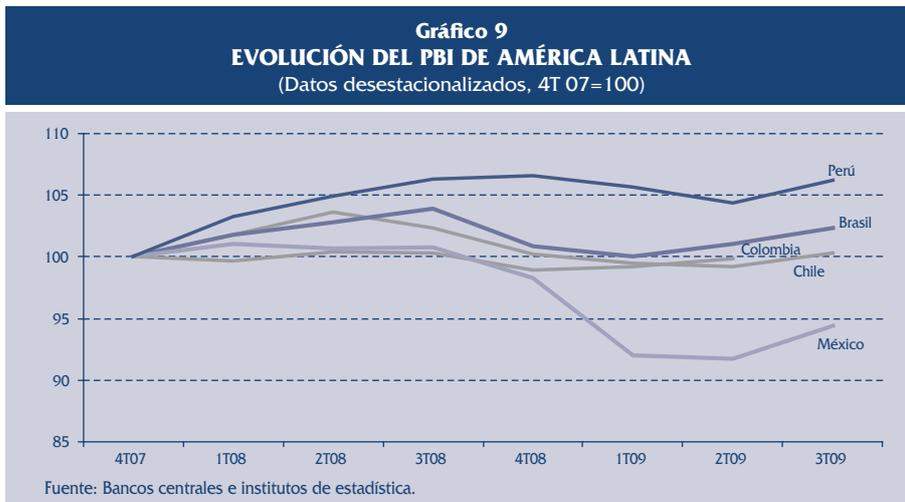


CUADRO 3
PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL
(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)

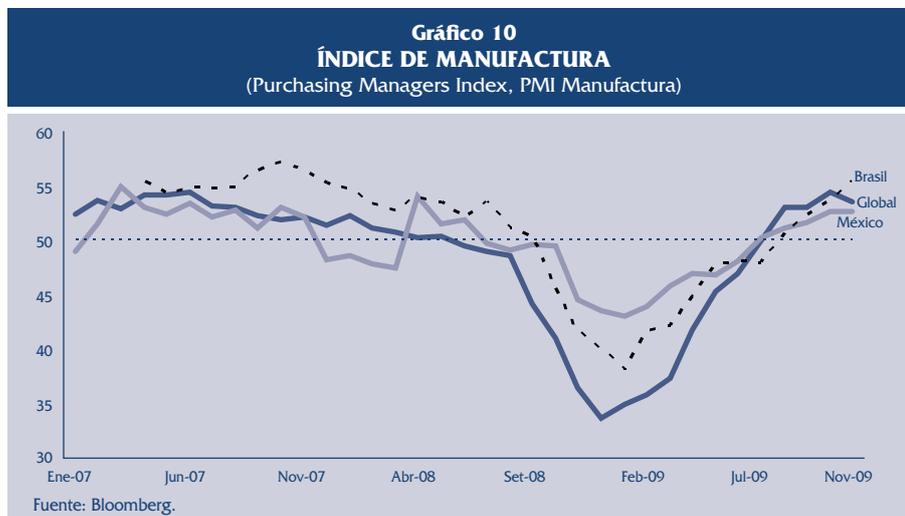
	2008		2009	
	IV	I	II	III
Asia Emergente				
China	6,8	6,1	7,9	8,9
Corea	-3,4	-4,2	-2,2	0,9
India	5,8	5,8	6,1	7,9
América Latina				
Brasil	0,8	-2,1	-1,6	-1,2
Chile	0,2	-2,4	-4,7	-1,6
Colombia	-1,1	-0,4	-0,5	-,-
México	-1,6	-7,9	-10,1	-6,2
Perú	6,5	2,0	-1,1	-0,4
EMEA*				
Israel	1,3	0,8	0,0	-0,8
Rusia	1,2	-9,8	-10,9	-8,9
República Checa	0,5	-4,2	-4,7	-4,1
Sudáfrica	1,9	-0,8	-2,6	-2,1

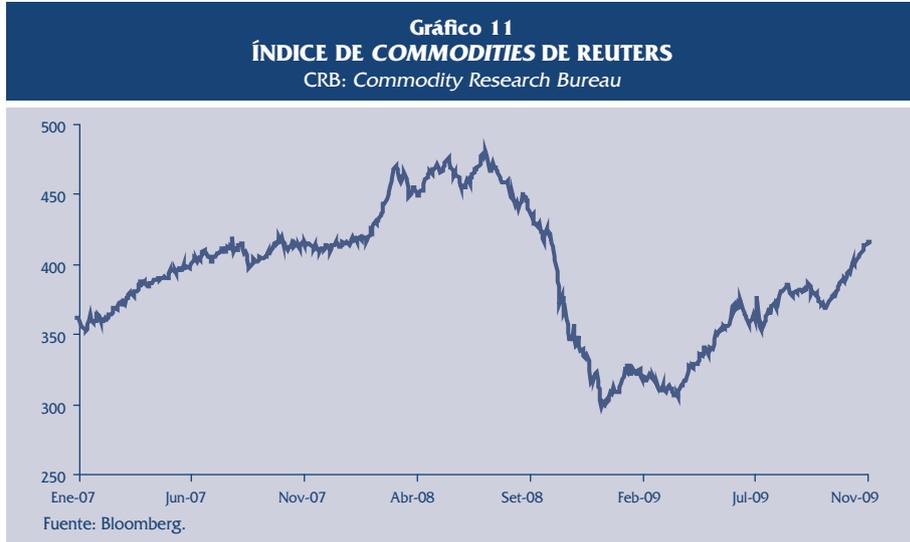
*Europa Emergente, Medio Oriente y África.
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

Las economías de **América Latina** se han visto favorecidas por el aumento en los precios de los *commodities*, los paquetes de estímulo y la reversión del ciclo de inventarios. Como se observa en el gráfico, la mayoría de economías, luego de experimentar contracciones en su actividad desde el último trimestre de 2008, ha comenzado a recuperarse. Se estima que la región registraría una contracción de 2,2 por ciento para luego recuperarse y crecer a tasas superiores al 3 por ciento en los próximos años.



Las economías de **Europa emergente**, por su parte, presentan perspectivas menos favorables que otras regiones. Luego de mostrar las mayores contracciones en 2009, se prevé que éstas registren una recuperación leve en 2010, afectadas aún por las restricciones en los mercados financieros. Para aquellas economías vinculadas fuertemente con Rusia, el crecimiento sería positivo aunque aún bajo, en particular para aquellas exportadoras de energía, favorecidas por la evolución reciente de los precios internacionales.

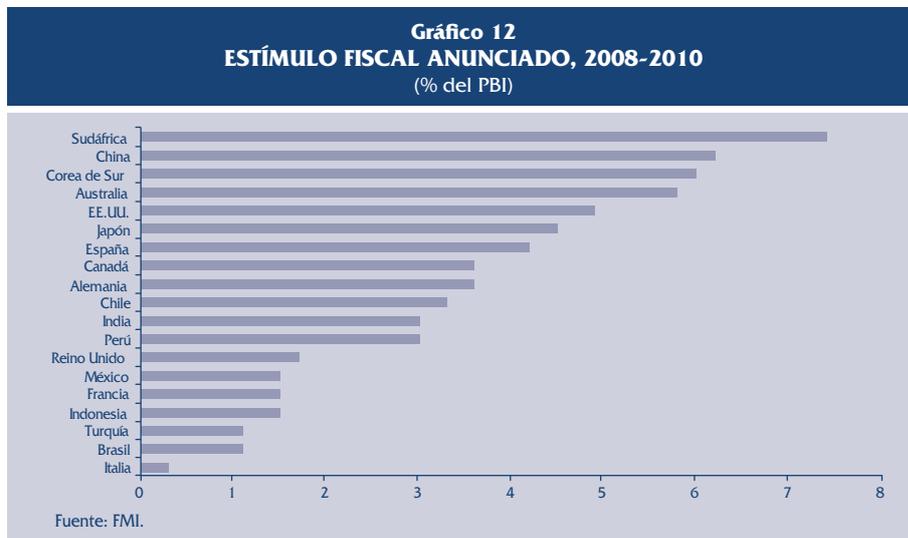




Mercados financieros

- Los resultados favorables en la actividad económica mundial han llevado a un cambio en las decisiones de la mayoría de bancos centrales que durante el primer semestre del año redujeron significativamente las tasas de interés. En los últimos meses la mayoría de bancos centrales ha mantenido las tasas de interés e incluso algunos -como los bancos centrales de Israel, Australia y Noruega- han comenzado un retiro gradual de su estímulo monetario.

Simultáneamente, la política fiscal ha contribuido, a nivel internacional, a proporcionar un estímulo a la actividad con el fin de compensar la debilidad en la demanda privada de bienes y servicios.



**CUADRO 4
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

País	Fecha					Variación (en pbs) con respecto a:		
	Dic. 07	Set. 08	Dic. 08	Set. 09	Dic. 09	Set. 09	Dic. 08	Set. 08
Australia	6,75	7,00	4,25	3,00	3,75	75	-50	-325
Eurozona	4,00	4,25	2,50	1,00	1,00	0	-150	-325
Brasil	11,25	13,75	13,75	8,75	8,75	0	-500	-500
Canadá	4,25	3,00	1,50	0,25	0,25	0	-125	-275
Chile	6,00	8,25	8,25	0,50	0,50	0	-775	-775
China	7,47	7,20	5,31	5,31	5,31	0	0	-189
Colombia	9,50	10,00	9,50	4,50	3,50	-100	-600	-650
Corea de Sur	5,00	5,25	3,00	2,00	2,00	0	-100	-325
Eslovaquia	4,25	4,25	2,50	2,50	2,50	0	0	-175
Estados Unidos	4,25	2,00	0,25	0,25	0,25	0	0	-175
Filipinas	5,25	6,00	5,50	4,00	4,00	0	-150	-200
Hungría	7,50	8,50	10,00	8,00	6,50	-150	-350	-200
Indonesia	8,00	9,25	9,25	6,50	6,50	0	-275	-275
Islandia	13,75	15,50	18,00	12,00	10,00	-200	-800	-550
Israel	4,25	4,25	1,75	0,75	1,00	25	-75	-325
Japón	0,50	0,50	0,10	0,10	0,10	0	0	-40
Malasia	3,50	3,50	3,25	2,00	2,00	0	-125	-150
México	7,50	8,25	8,25	4,50	4,50	0	-375	-375
Noruega	5,25	5,75	3,00	1,25	1,75	50	-125	-400
Nueva Zelanda	8,25	7,50	5,00	2,50	2,50	0	-250	-500
Pakistán	10,00	13,00	15,00	13,00	12,50	-50	-250	-50
Perú	5,00	6,50	6,50	1,25	1,25	0	-525	-525
Polonia	5,00	6,00	5,00	3,50	3,50	0	-150	-250
Reino Unido	5,50	5,00	2,00	0,50	0,50	0	-150	-450
República Checa	3,50	3,50	2,25	1,25	1,25	0	-100	-225
Rumania	7,50	10,25	10,25	8,50	8,00	-50	-225	-225
Sudáfrica	11,00	12,00	11,50	7,00	7,00	0	-450	-500
Suecia	4,00	4,75	2,00	0,25	0,25	0	-175	-450
Suiza	2,75	2,75	0,50	0,25	0,25	0	-25	-250
Tailandia	3,25	3,75	2,75	1,25	1,25	0	-150	-250
Taiwán	3,38	3,50	2,00	1,25	1,25	0	-75	-225
Turquía	15,75	16,75	15,00	7,25	6,50	-75	-850	-1025

Fuente: Reuters y Bloomberg.

7. Los mercados financieros internacionales siguieron mejorando significativamente como resultado del conjunto de medidas adoptadas por los principales bancos centrales, la progresiva reducción de la aversión al riesgo hasta niveles similares a los previos a la crisis y la recuperación de la confianza de los inversionistas.

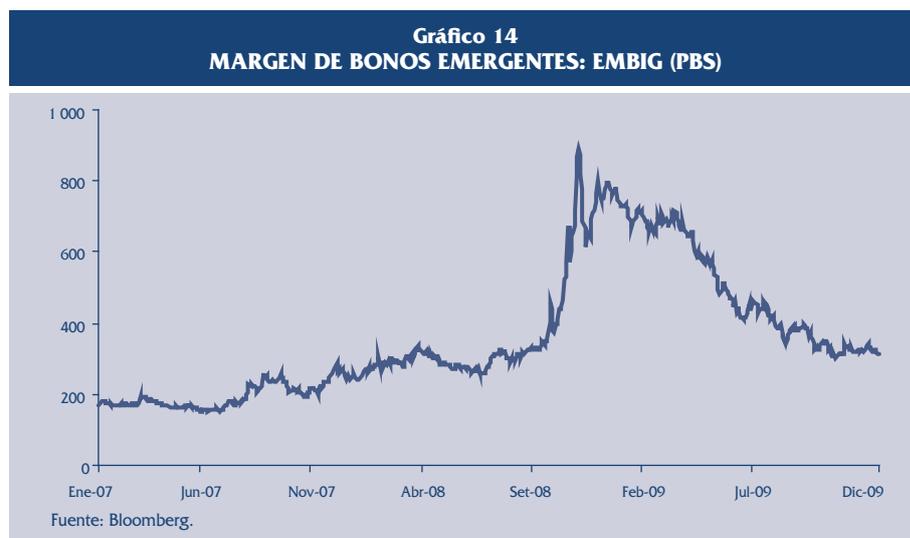
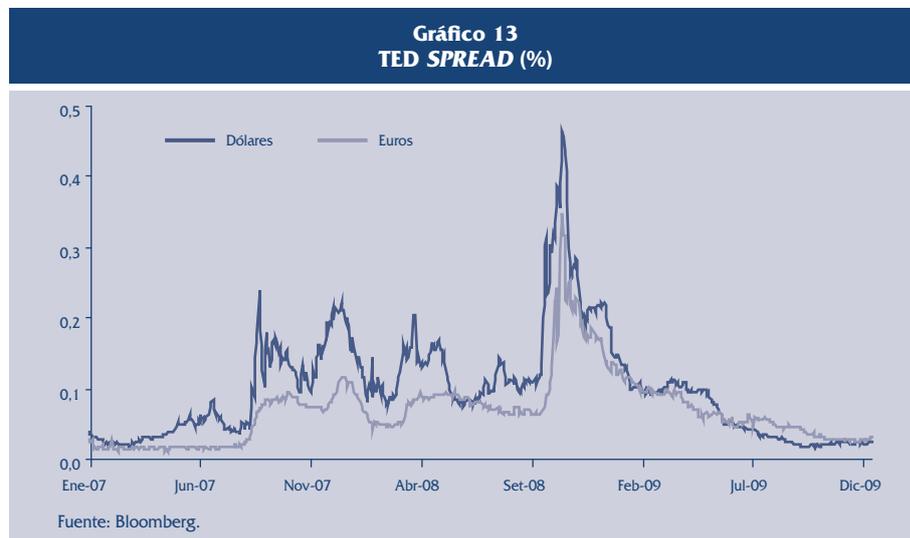
A la rápida mejora del mercado de dinero, que se observó desde el segundo trimestre, se sumó la recuperación de los mercados de activos de mayor riesgo (como los mercados bursátiles y los de bonos). Asimismo, el avance de los programas de compras de activos de los principales bancos centrales desarrollados ha ayudado a la recuperación de los mercados crediticios, y en el caso particular de EE.UU., a la reducción de las tasas de largo plazo (como las hipotecarias). Sin embargo, pese a las mejores condiciones financieras, el mercado bancario se ha

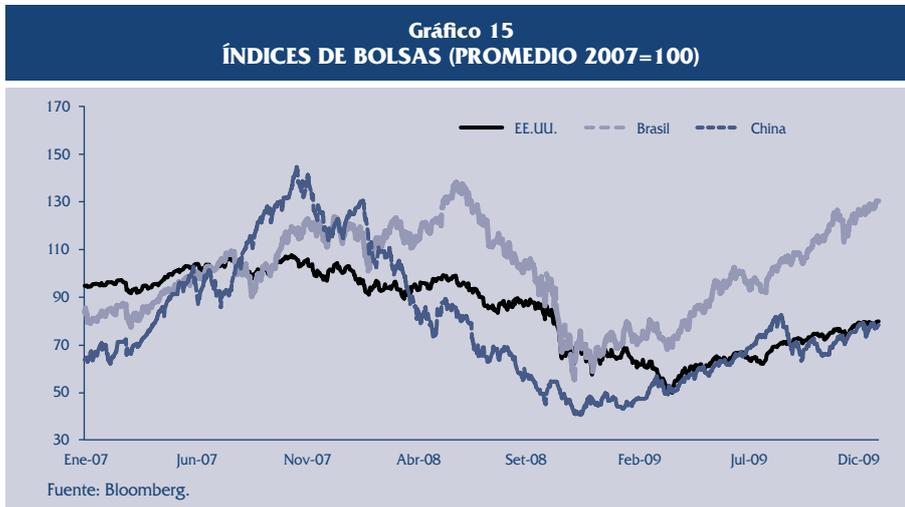




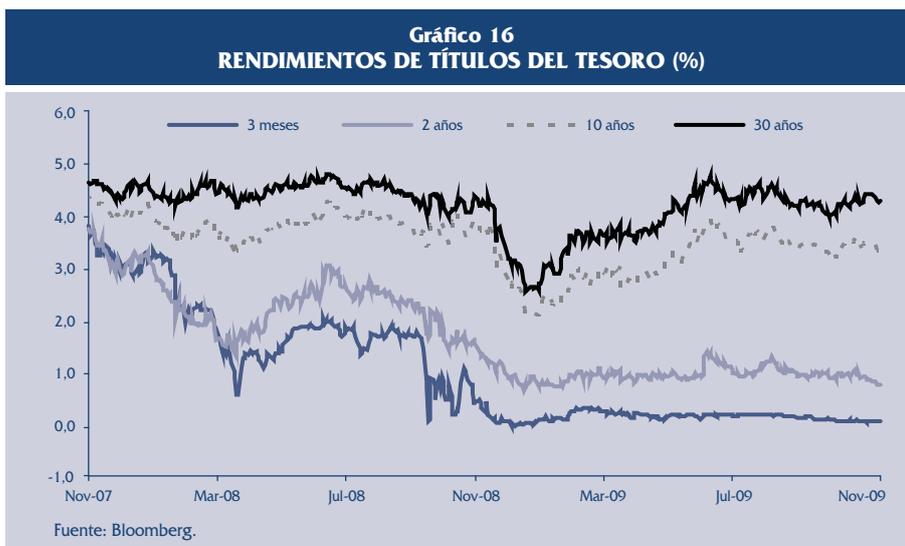
mantenido restringido y, la recuperación observada en el mercado de titulaciones y de derivados no ha sido muy significativa en comparación a las condiciones observadas antes de la crisis.

8. Las principales bolsas registraron alzas significativas desde el segundo trimestre. Los mercados de renta fija (títulos corporativos de las economías desarrolladas y títulos soberanos de las economías emergentes) también mostraron una evolución favorable que se reflejó en el aumento de colocaciones y la reducción de los *spreads* crediticios.





9. Desde el segundo trimestre se observó una rápida recuperación de la liquidez en los mercados y una menor demanda (y la consiguiente desactivación) de las líneas de liquidez extraordinarias que ofrecían los principales bancos centrales desarrollados. Asimismo, el avance de los programas de compras de activos –*Quantitative Easing* o *QE*– ha favorecido en evitar la elevación de las tasas de interés de largo plazo (y en algunos tramos ha influido en su reducción), dado que las compras de los bancos centrales han venido acompañadas de una fuerte emisión de títulos para el financiamiento de los estímulos fiscales y rescates financieros. El ritmo de compras ha venido disminuyendo desde mediados de noviembre y se espera la finalización del mismo en marzo de 2010.



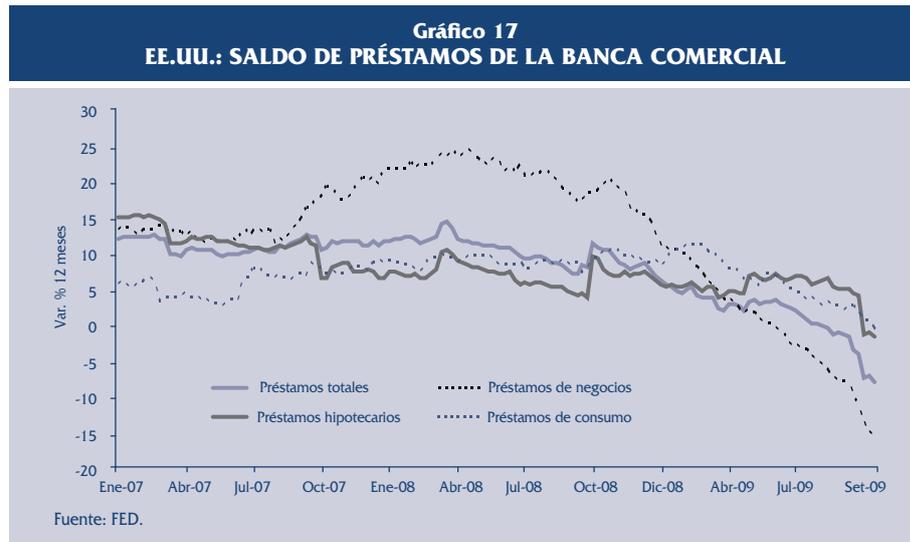
Así por ejemplo, la Reserva Federal (FED) culminó, al cierre de octubre, el programa de compra de títulos del Tesoro (de US\$ 300 mil millones) y viene avanzando con





el de títulos hipotecarios y sus derivados (US\$ 175 mil millones y US\$ 1,25 billones, respectivamente) que finalizaría al cierre del primer trimestre de 2010. Entre otros avances de los programas de compras de los bancos centrales desarrollados, el Banco de Inglaterra (BoE) elevó, en su reunión de noviembre, las adquisiciones de títulos del Tesoro británico en £ 25 mil millones (de £ 175 a 200 mil millones), para los próximos 3 meses.

- No obstante, a diferencia de los mercados de renta fija y variable, el crédito bancario sigue estancado. Si bien la encuesta de condiciones crediticias bancarias del BoE, Banco Central Europeo (BCE) y FED (al tercer trimestre del año) coinciden en mostrar menores restricciones en los estándares de crédito que exige la banca (aunque aún superiores a los niveles previos a la crisis), la oferta de crédito bancario sigue estancada en todos los segmentos. La demora en la normalización del crédito bancario está generando riesgos al crecimiento e incrementando la incertidumbre respecto al dinamismo del consumo una vez que sean retirados todos los programas de apoyo monetario y fiscal.



La falta de recuperación del crédito en los países desarrollados se explicaría por el lento avance de los planes de reestructuración de la banca. La permanencia de los activos tóxicos en las hojas de balance de los bancos influye en el desapalancamiento de las instituciones e impide la reactivación del crédito. Asimismo, esta situación empeora si consideramos las pérdidas potenciales crediticias que la banca resta por reconocer.

Mercados cambiarios: depreciación del dólar

- La menor aversión al riesgo y las bajas tasas de interés en Estados Unidos han significado el mantenimiento de la tendencia depreciatoria del dólar. En términos fin de periodo, entre setiembre y noviembre de 2009, el dólar se ha depreciado 2,8 por

ciento frente al euro y 2,3 por ciento respecto al yen. Respecto a diciembre 2008 el dólar acumula una depreciación de 6,8 frente al euro y 4,7 por ciento frente al yen. En lo que va del año, la mayoría de monedas de las economías emergentes se han apreciado entre 1,7 por ciento (Malasia) y 24 por ciento (Brasil) dado el mayor flujo de capitales y el alza de los precios de los principales *commodities*.

Gráfico 18
US\$: CANASTA DE LA FED (UNIDADES MONETARIAS POR US\$) 1/



Gráfico 19
EVOLUCIÓN ACUMULADA DEL TIPO DE CAMBIO 2009 1/
(Unidades monetarias por dólar)



Esta evolución se ha acentuado durante este último trimestre e inclusive ha generado el pronunciamiento de autoridades de EE.UU. y diversos organismos a favor de una mayor flexibilización cambiaria en Asia que promovería además un crecimiento más balanceado. Así por ejemplo, el FMI señaló que sería necesario implementar una



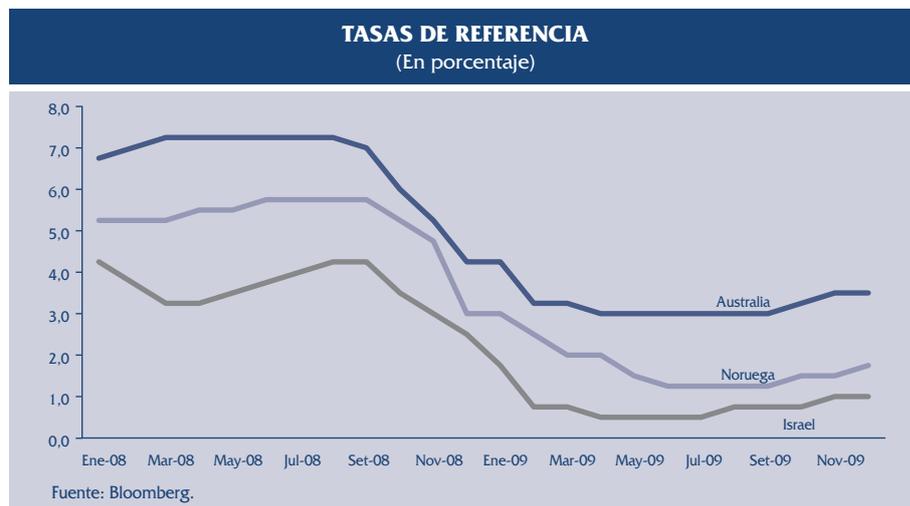


serie de reformas en los países más comprometidos con los desbalances globales. Entre estas reformas, estaría el fortalecimiento de las monedas, como es el caso del yuan chino. En esta línea, el último reporte trimestral de política monetaria del Banco Central de China señala que la política cambiaria tomará en cuenta el actual dinamismo de los flujos de capitales, así como la evolución de las principales monedas del mundo, aunque algunas declaraciones oficiales no muestran la misma posición a favor de una apreciación del yuan.

RECUADRO 1

INICIO DEL CICLO DE ELEVACIÓN DE TASAS DE INTERÉS EN ALGUNOS PAÍSES

Desde agosto de 2009 algunos bancos centrales han empezado el retiro gradual del estímulo monetario en sus economías luego de las reducciones generalizadas de tasas de interés efectuadas para enfrentar la recesión mundial. El primer banco central en hacerlo fue el Banco de Israel, que en agosto elevó su tasa en 25 pbs., a 0,75 por ciento y posteriormente, en noviembre, volvió a elevarla a 1,0 por ciento. Del mismo modo el Banco de Noruega elevó su tasa de política en dos oportunidades en 25 pbs. (hasta 1,75 por ciento), y el Banco de Australia lo hizo en tres oportunidades sucesivas, entre octubre y diciembre, con una elevación acumulada de 75 pbs., hasta situarla en 3,75 por ciento.



Estas decisiones de política se han efectuado considerando la evolución reciente en la actividad económica y la inflación, así como la tendencia en el precio de algunos activos.

Respecto a la **actividad económica**, se observan evidencias más claras de que los efectos de la recesión mundial se habrían moderado y de que existen perspectivas favorables para la

recuperación. En el caso de Israel, luego de una contracción moderada en el primer trimestre del año, la economía se expandió 1,0 y 2,2 por ciento en el segundo y tercer trimestre, de la mano con el crecimiento en todos los componentes de la demanda agregada. En el caso de Australia, el retiro del estímulo monetario se da en una coyuntura internacional favorable para las exportaciones, en particular por el crecimiento de sus principales socios comerciales¹ y luego de observar que, tanto la inversión pública, cuanto la inversión privada se vienen recuperando. En el caso de Noruega, las bajas tasas de interés propiciaron el dinamismo del consumo y se estima que el endeudamiento de las familias seguirá recuperándose (mejora en condiciones crediticias). Cabe señalar que la recesión en Noruega ha sido leve comparada con la experimentada por los países nórdicos y la Unión Europea, lo que se explica por el incremento de la inversión pública y la inversión en el sector petrolero.

Las proyecciones de crecimiento de estos países vienen siendo revisadas al alza, tanto por los organismos oficiales, como por los bancos de inversión, en línea con las encuestas que muestran mayor confianza en la economía y los mejores indicadores de actividad (ventas de bienes duraderos, PMI manufacturero, ventas minoristas y exportaciones) y de capacidad instalada.



Los **precios**, por otro lado, aunque aún consistentes con las metas respectivas, registraron presiones al alza; incluso, en el caso de Israel, la inflación a 12 meses llegó a ubicarse en 3,1 por ciento en agosto (por encima del rango meta: 1-3 por ciento) para luego moderarse a 2,8 por ciento en setiembre. En Australia, si bien la inflación últimos 12 meses ha venido disminuyendo, el componente subyacente se mantiene alrededor de 4 por ciento y las expectativas de inflación no han cedido, de acuerdo al indicador mensual del Melbourne Institute. Por su parte, Noruega experimentaba también un aumento gradual del componente subyacente de la inflación (de 2,3 en agosto a 2,4 por ciento

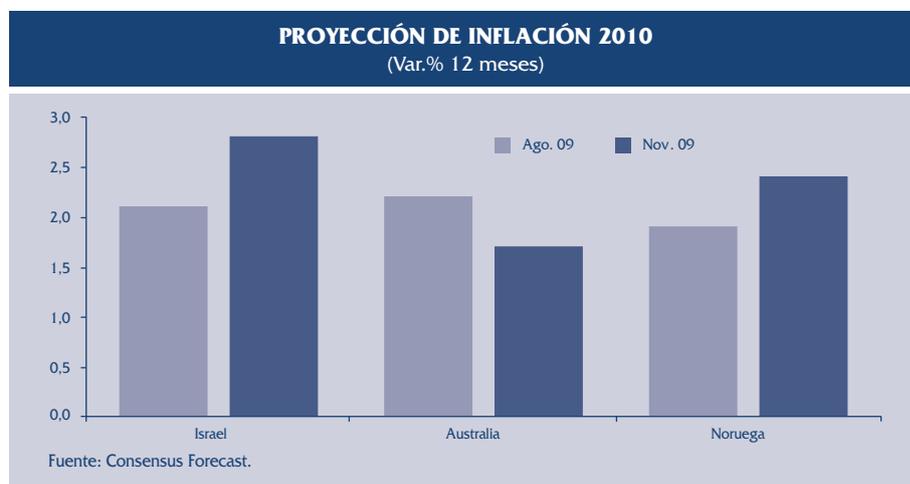
¹ Alrededor del 15 por ciento de las exportaciones de Australia se dirigen a China; de dicho monto prácticamente la totalidad se destina a abastecer su mercado interno.





en setiembre; por encima de las expectativas del mercado) y recién en octubre ha disminuido a 2,1 por ciento. Las proyecciones de inflación aún no se revisan a la baja a consecuencia de que las expectativas del mercado permanecen elevadas.

También se observaron alzas en el precio de algunos activos; en particular en el sector inmobiliario en Australia y Noruega. En el primer caso, el precio de las viviendas en el tercer trimestre se incrementó 4,2 por ciento respecto al segundo trimestre; y en Noruega, los precios subieron 2 por ciento. En este último caso, los precios de las casas llegaron a subir más de 5 por ciento en el segundo trimestre del año.



RECUADRO 2 DESBALANCE MUNDIAL

La recuperación de la actividad económica mundial tiene correlato importante en el dinamismo del consumo, el ahorro y la inversión de dos de las economías más grandes del mundo: Estados Unidos (la primera economía del mundo con un PBI nominal de US\$ 14 billones, a paridad de poder de compra) y China (la segunda con un PBI nominal cercano a US\$ 9 billones a paridad de poder de compra)².

Por un lado, los grandes desbalances en el nivel de endeudamiento del sector público y de las familias en los Estados Unidos llevan a pensar que la recuperación de las tasas de ahorro interno no permitirá que el gasto privado y público pueda asegurar tasas de crecimiento económico como las observadas antes del año 2008. Por otro lado, el alto ahorro interno de China limita la probabilidad de una mayor expansión

2 La economía de los Estados Unidos representa el 20 por ciento del PBI mundial mientras que China representa el 12 por ciento.

del gasto de los consumidores en dicho país. Por ende, la recuperación de la economía mundial debería caracterizarse por un mayor consumo de China y un mayor ahorro en los Estados Unidos.



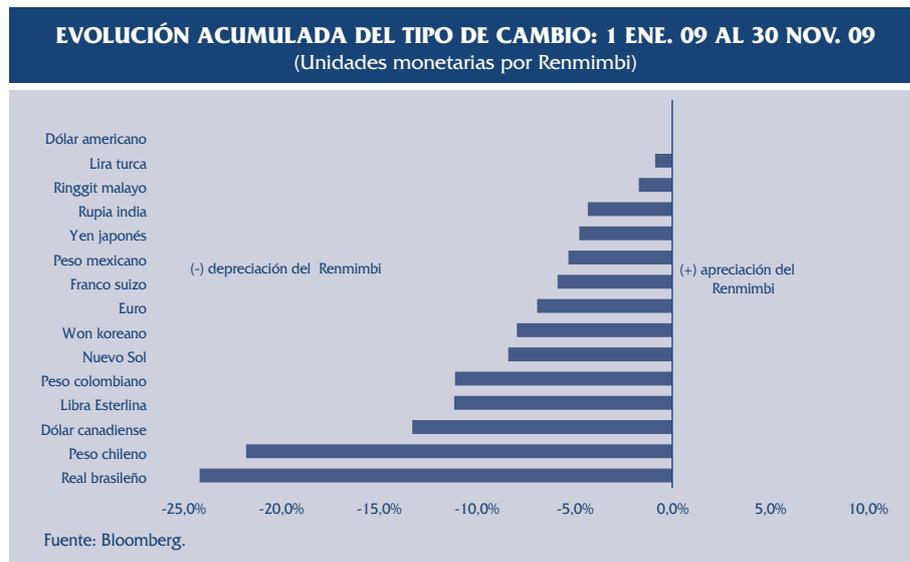
Este necesario rebalance en las tasas de ahorro y consumo entre Estados Unidos y China implicará también un rebalance en la cuenta corriente de la balanza de pagos de estos países. Estados Unidos tenderá a reducir su déficit externo y, con ello, su dependencia en el uso del ahorro de otros países; en tanto que la China tenderá a reducir su superávit externo, y su generación de ahorro para otros países.

En este rebalance mundial, el tipo de cambio de la moneda china tiene un papel crucial. El Renmimbi tiene una paridad nominal fija con el dólar en 6,84 desde julio de 2008, a pesar que el resto de monedas en el mundo fluctúa con respecto al dólar. La fijación del tipo de cambio y los grandes superávit externos han permitido acumular montos significativos de reservas internacionales que a su vez crean liquidez en los mercados financieros internacionales.





El tipo de cambio estable respecto al dólar en China, en un contexto de apreciación de las monedas de otras economías en relación al dólar afecta el proceso de ajuste mundial, al favorecer la posición competitiva de China en relación al resto del mundo, y sostener su superávit externo. Este desplazamiento del esfuerzo del ajuste hacia otros países ha creado presiones por medidas compensatorias en las economías afectadas.



II. Actividad Económica

12. Entre enero y setiembre del presente año el PBI creció en 0,1 por ciento, resultado que fue influenciado por la caída de la demanda interna en 3,9 por ciento, en particular de la inversión privada en 14,9 por ciento y del flujo de inventarios (reduciéndose de 2,1 a -1,4 por ciento del PBI); así como por la reducción de la demanda externa en 3,1 por ciento, resultado vinculado a la recesión mundial. El consumo del sector privado creció 2,4 por ciento y, por el lado del gasto público, el dinamismo de la inversión pública jugó un papel contracíclico.

CUADRO 5
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene-Set.	Año	Ene-Set.	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09
1. Demanda interna	13,5	12,3	-3,9	-0,4	-2,8	5,9	6,2	5,7	6,1
a. Consumo privado	8,9	8,7	2,4	2,5	2,2	3,3	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	3,0	1,8	8,3	9,5	9,5	4,0	4,9	3,0	3,9
c. Inversión privada	27,3	25,6	-14,9	-10,3	-15,3	4,2	6,3	9,2	9,0
d. Inversión pública	60,6	42,8	21,6	40,0	21,0	15,6	22,0	7,2	9,8
e. Variación de existencias (% PBI)	2,1	1,2	-1,4	-0,9	-1,3	0,6	0,0	0,9	0,5
2. Exportaciones	10,4	8,2	-3,1	-2,7	-3,0	4,7	5,5	6,1	5,7
3. Importaciones	22,1	19,9	-20,3	-11,6	-19,1	9,2	8,8	8,3	8,9
4. Producto Bruto Interno	11,0	9,8	0,1	1,8	1,0	5,0	5,5	5,2	5,5

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

13. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, mostró una fuerte recuperación en el tercer trimestre a diferencia de la contracción observada durante el primer semestre, evidenciando que los efectos de la crisis financiera internacional sobre la economía peruana se han disipado. Por su parte, el empleo se ha mantenido estable a lo largo del año, como lo ha estado el consumo privado. En contraste, la inversión privada ha bajado continuamente desde el tercer trimestre del año 2008.





**CUADRO 6
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI**

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene-Set.	Año	Ene-Set.	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09
a. Consumo privado	6,2	5,9	1,6	1,7	1,5	2,2	2,2	2,8	2,8
b. Consumo público	0,2	0,2	0,6	0,8	0,8	0,4	0,4	0,3	0,3
c. Inversión Privada	5,3	5,1	-3,3	-2,3	-3,5	0,8	1,2	1,8	1,7
d. Inversión Pública	1,5	1,4	0,8	1,7	0,9	0,9	1,1	0,5	0,6
e. Variación de existencias	0,4	-0,1	-3,7	-2,3	-2,6	1,6	1,2	0,4	0,6
f. Exportaciones	2,1	1,6	-0,6	-0,5	-0,6	0,9	1,0	1,1	1,1
g. Importaciones 1/	4,7	4,3	-4,7	-2,7	-4,5	1,9	1,7	1,8	1,7
Producto bruto interno	11,0	9,8	0,1	1,8	1,0	5,0	5,5	5,2	5,5

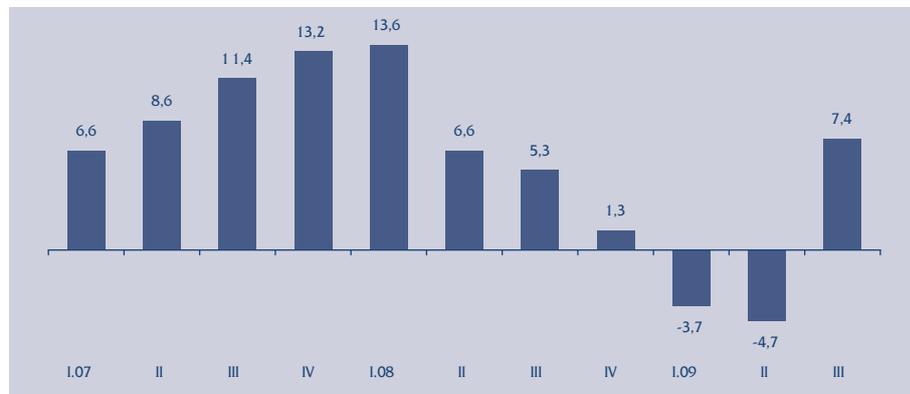
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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

**Gráfico 20
PBI DESESTACIONALIZADO**

(Variación porcentual respecto al trimestre anterior anualizada)



**Gráfico 21
PRODUCCIÓN Y EMPLEO DESESTACIONALIZADOS**





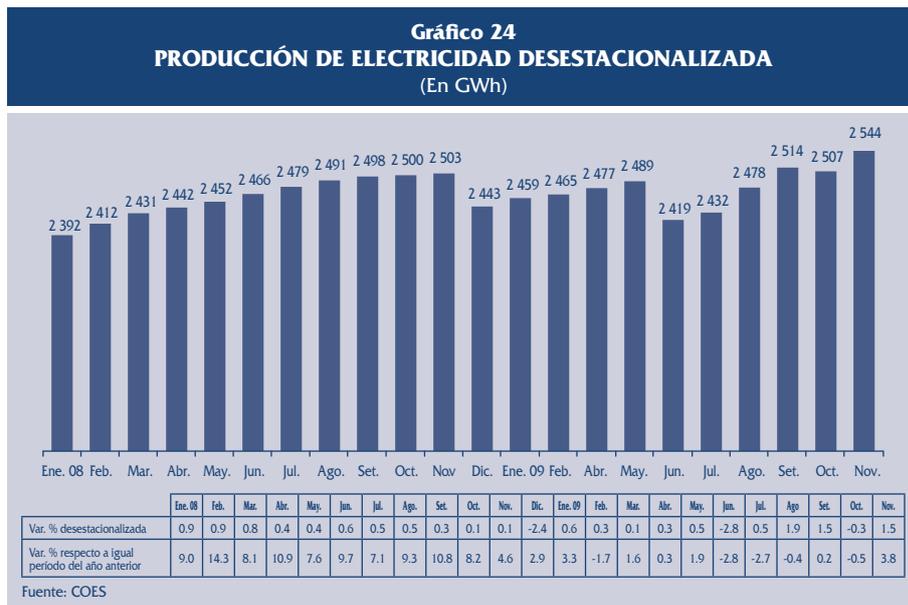
14. La proyección de crecimiento del PBI para el año 2009 se ha reducido de 1,8 a 1,0 por ciento, resultado en el que predomina el efecto de una mayor reducción de la inversión privada (de -10,3 a -15,3 por ciento), un menor crecimiento de la inversión pública (de 40,0 a 21,0 por ciento) y una mayor caída de inventarios.
15. La caída de la inversión privada en el año 2009 se produjo en un entorno de recesión internacional, que desalentó el desarrollo de proyectos en el sector minero. Frente a los montos previstos de inversión para 2009 proyectados hace un año y los que se prevén ahora, se observa una reducción de proyectos en minería por US\$ 3 300 millones. Por otro lado, la desacumulación de inventarios conllevó una menor producción e importación de bienes terminados e insumos, flujo que llegaría a representar 2,6 puntos porcentuales de la variación del PBI anual.



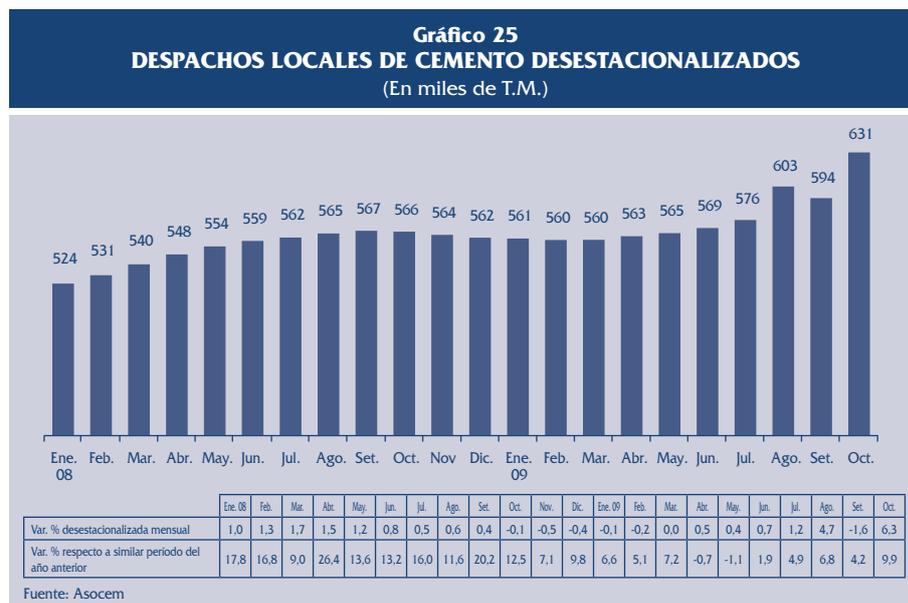


16. Indicadores recientes de actividad económica apuntan en el sentido de una recuperación:

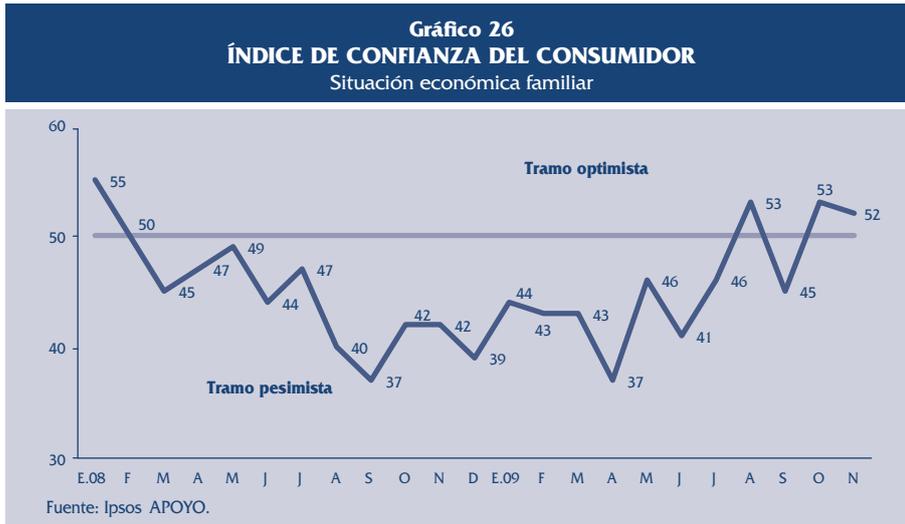
a. En noviembre la producción de electricidad registró un crecimiento mensual de 1,5 por ciento y anual de 3,8 por ciento.



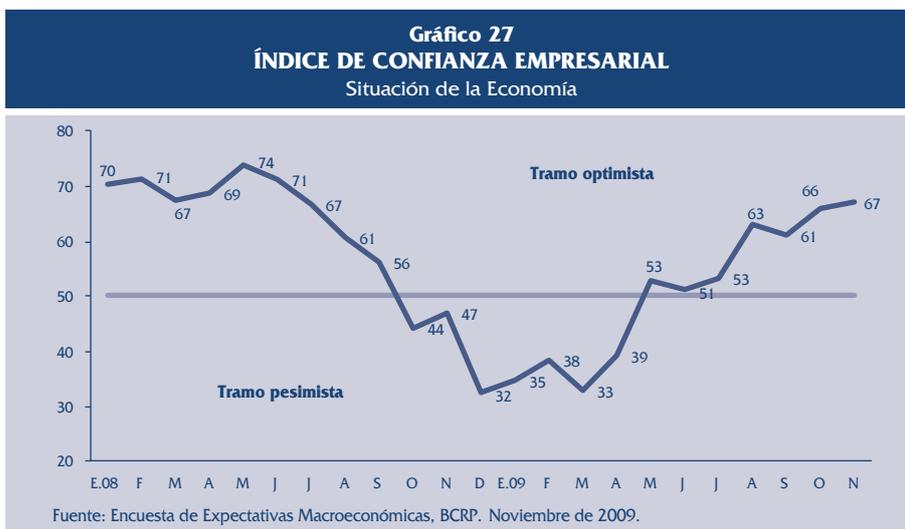
b. Los despachos de cemento crecieron 6,3 por ciento en octubre y 9,9 por ciento con respecto a igual mes del año pasado.



- c. El índice de confianza de los consumidores salió del tramo negativo desde el mes de octubre.

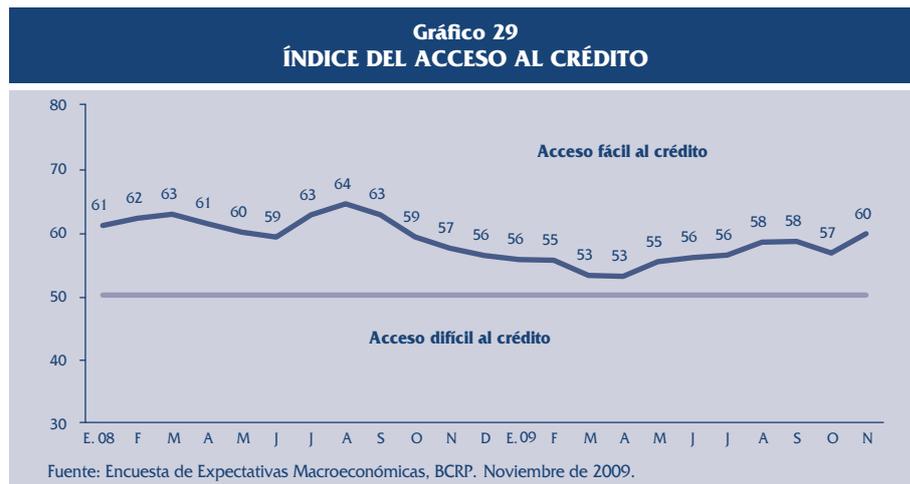


- d. La confianza de los empresarios se ubica en el tramo positivo desde mayo pasado, llegando a 67 puntos en noviembre.



- e. Las empresas están con una situación financiera positiva, lo cual es revelado en las encuestas de expectativas empresariales. Igualmente, se ha venido percibiendo una mejora en el índice de acceso al crédito, debiéndose remarcar que en ningún momento se registró una percepción negativa sobre el acceso al crédito.



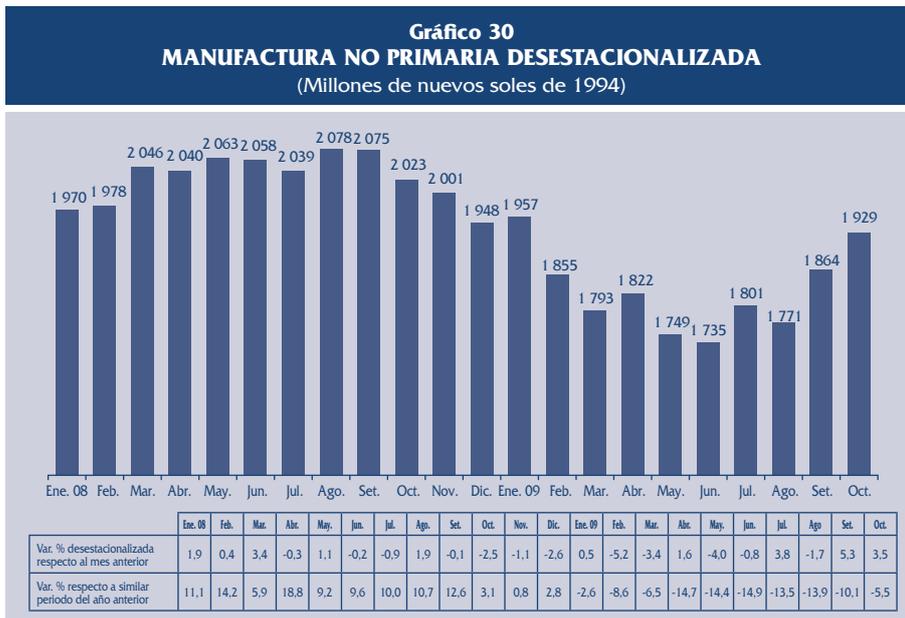


- f. Para 2009 las proyecciones macroeconómicas del sector privado prevén un crecimiento del PBI entre 1,0 y 1,6 por ciento. Para 2010 las previsiones se sitúan en 4,0 por ciento, en tanto que para 2011 se ubican en 5,0 por ciento.

CUADRO 7
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (%)

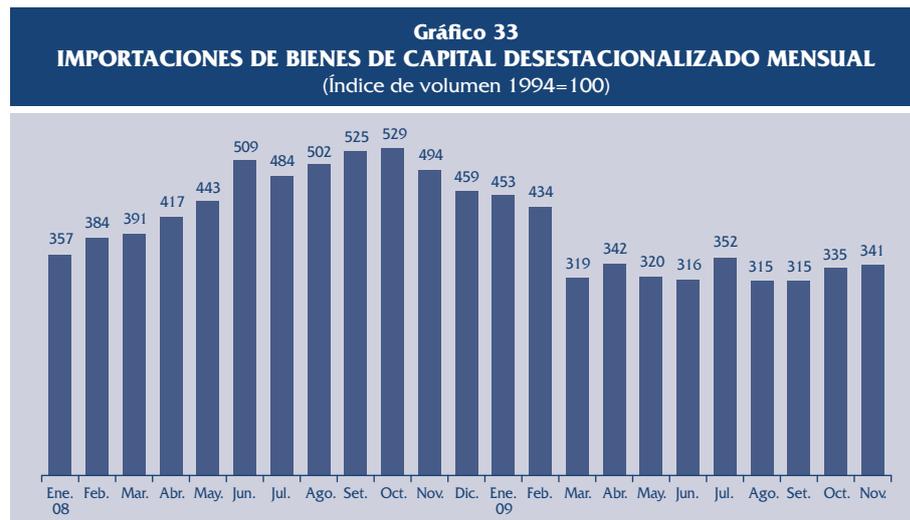
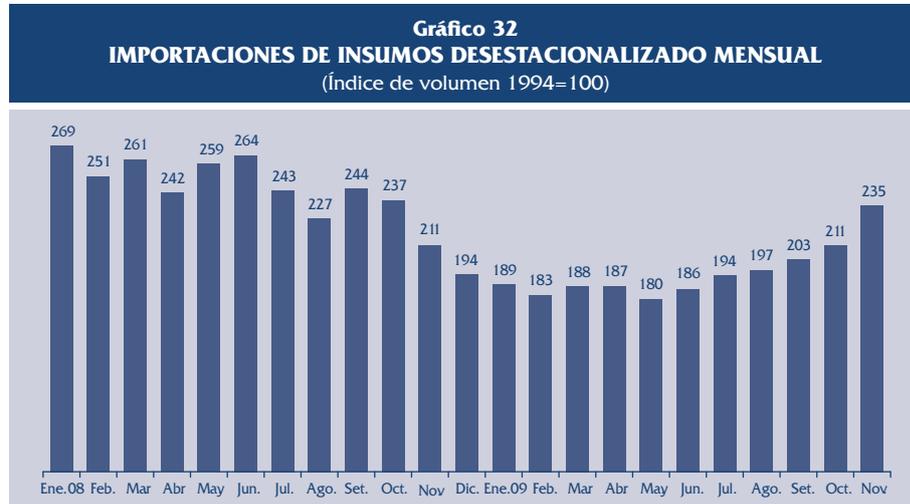
	Setiembre 2009	Noviembre 2009
SISTEMA FINANCIERO		
2009	2,0	1,1
2010	4,3	4,0
2011	5,2	5,0
ANALISTAS ECONÓMICOS		
2009	1,8	1,0
2010	4,0	4,0
2011	5,0	5,0
EMPRESAS NO FINANCIERAS		
2009	2,5	1,6
2010	4,0	4,0
2011	5,0	5,0

- g. El sector manufacturero fue el más golpeado por la reducción de la demanda externa e interna, sin embargo, desde el mes de julio se viene observando una recuperación en los niveles mensuales desestacionalizados. Así, en octubre registró un crecimiento de 3,5 por ciento. Asimismo, el número de ramas de la manufactura con reducción en producción ha bajado continuamente.



- h. Las importaciones reales de insumos y de bienes de capital vienen presentando una tendencia creciente desde agosto del presente año.





- i. Los niveles de inventarios se han venido reduciendo en forma continua hasta el tercer trimestre del año y se han estabilizado en los últimos meses.



17. Para los años 2010 y 2011 se proyecta un crecimiento del PBI de 5,5 por ciento y de la demanda interna de 6,2 y 6,1 por ciento, respectivamente. Destaca la recuperación del crecimiento de la inversión privada en 6,3 por ciento en el año 2010 y 9,0 por ciento en 2011. En términos de los sectores productivos, se proyecta que la construcción y la manufactura liderarán el dinamismo económico.

CUADRO 8
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene-Set.	Año	Ene-Set.	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09
Agropecuario	7,2	7,2	2,4	3,2	2,4	3,4	3,4	3,6	3,6
Agrícola	7,9	7,4	1,3	2,6	1,2	2,9	2,9	3,5	3,5
Pecuario	5,2	6,0	4,6	4,1	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
Pesca	7,5	6,2	-6,9	-6,5	-6,8	0,1	5,5	0,4	0,4
Minería e hidrocarburos	7,9	7,6	1,4	0,2	0,7	5,7	5,1	6,9	3,8
Minería metálica	8,2	7,3	-0,8	-1,6	-1,0	2,0	0,9	3,1	3,1
Hidrocarburos	5,8	10,3	21,5	16,4	16,0	35,8	36,2	13,1	8,1
Manufactura	10,6	8,7	-9,1	-4,7	-6,7	5,0	5,9	5,5	5,3
Procesadores de recursos primarios	7,0	7,6	2,5	2,3	0,8	3,6	5,3	4,4	4,4
Manufactura no primaria	11,2	8,9	-11,1	-6,0	-8,1	5,7	6,0	5,5	5,5
Electricidad y agua	8,8	7,7	0,4	0,8	1,2	4,6	4,2	5,5	5,5
Construcción	18,7	16,5	3,0	7,4	5,3	8,4	10,6	8,9	9,5
Comercio	14,4	13,0	-1,2	0,5	-0,2	4,9	5,0	5,0	5,2
Otros servicios	10,4	9,3	2,7	3,7	3,1	5,0	5,4	4,8	5,6
PRODUCTO BRUTO INTERNO	11,0	9,8	0,1	1,8	1,0	5,0	5,5	5,2	5,5
Primario	7,4	7,4	1,8	1,7	1,3	3,3	4,4	4,8	3,7
No Primario	11,8	10,3	-0,3	1,8	0,9	5,3	5,8	5,3	5,8

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

18. La recuperación económica mundial impulsará el crecimiento real de nuestras exportaciones de bienes y servicios en 5,5 por ciento en el año 2010 y en 5,7 por ciento en el año 2011. Destaca el crecimiento en el año 2011 del volumen de exportaciones de bienes tradicionales y no tradicionales de 7,5 y 6,3 por ciento, respectivamente.

19. Las mejores condiciones internacionales han venido impulsando también la recuperación de los precios de las exportaciones, por lo que se proyecta un crecimiento de los precios de exportación de 19 por ciento en 2010. Esta tendencia ha favorecido las inversiones, especialmente en el sector minero y de energía.





CUADRO 9

SECTOR	EMPRESA	PAÍS	NOMBRE DE PROYECTO	INICIO OPERATIVIDAD / PRODUCCIÓN	
Minería	Northern Peru Copper	China	Galeno	2013	
	Anglo American	Reino Unido	Quellaveco	2014	
	Minera Peru Copper S.A.	China	Toromocho	2013	
	Antamina	Perú	Ampliación de Tajo	2012	
	Shougang Group Hierro Perú	China	Marcona	2012	
	Rio Tinto Minera Peru Limitada SAC	Reino Unido / Australia	La Granja	2014	
	Southern Peru Copper	México	Tía María	2012	
	Xstrata Tintaya S.A.	Suiza	Antapaccay	2013	
	Anglo American	Reino Unido	Michiquillay	2016	
	Marcobre S.A.C.	Canadá	Mina Justa	2012	
	Southern Peru Copper	México	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala - Cuajone	2012	
	Norsemont Perú S.A.C.	Canadá	Constancia	2011	
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda.	Japón	Quechua	2013	
	Minera Yanacocha S.R.L.	USA	Chaquicocha / Tantauatay	2011	
	Compañía Minera Milpo	Perú	Pukaqaqa	2011	
	Compañía Minera Milpo	Perú	Hilarión	2013	
	Electricidad	Gold Fields La Cima	Sudáfrica	Cerro Corona	2011
Sociedad Minera El Brocal S.A.		Perú	Colquijirca	2011	
ELECTROBRAS		Brasil	Proyectos hidroeléctricos	2014	
Kallpa Generación S.A.		Israel	Kallpa IV	2012	
Luz del Sur		Perú	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	2012	
Compañía Minas Buenaventura		Perú	Central Hidroeléctrica Huanza	2013	
Interconexión Eléctrica (ISA)		Colombia	Línea de Transmisión Zapallal(Lima - Trujillo)	2012	
Iberoperuana Inversiones		España	Parque eólico en Paracas	2011	
Cementos Lima		Perú	El Platanal	2010	
Isonor Transmisión		España	Línea de Transmisión Mantaro - Caravelí - Montalvo	2012	
Abengoa Perú		España	Línea Trans. Vizcarra-Huallanca-Cajamarca-Carhuaquero	2010	
Hidrocarburos	Kallpa Generación S.A.	Israel	Kallpa III	2010	
	Perú LNG	USA	Camisea II	2010	
	Perenco Peru Limited	Francia / Reino Unido	Lote 67	2013	
	Petrobras - PetroPerú	Brasil	Exploración y Explotación de Petróleo y Gas	2013	
	Kuntur Transportadora de Gas	USA	Gasoducto Andino del Sur	2012	
	CF industries	USA	Planta Petroquímica	2013	
Industrial	Cálidda Gas Natural del Perú	Italia / Perú	Ampliación de Red Principal	2013	
	Transcogas Peru	Colombia	Gasoducto Andino del Sur	2011	
	Votorantim Metais - Cajamarquilla S.A.	Brasil	Refinería Cajamarquilla	2011	
	Vale do Rio Doce (CVRD)	Brasil	Fosfatos de Bayóvar	2010	
	Aceros Arequipa	Perú	Ampliaciones y modernización de planta	2010	
	Cementos Pacasmayo	Perú	Fosfatos de Bayóvar	2014	
	Backus & Johnston	Reino Unido	Ampliaciones de planta	2010	
	Cementos Andino	Perú	Ampliación planta en Tarma.	2011	
	Infraestructura	Dubai Ports World Callao	Emiratos Arabes	Muelle Sur	2010
		Odebrecht	Brasil	IIRSA Sur y Norte	2010
Chancay Port		Perú	Megapuerto Multipropósitos	2011	
Grupo Romero		Perú	Puerto en Ancón	2012	
Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)		Portugal / Perú	Ampliación Puerto Paita	2011	
Odebrecht		Brasil	Trasvase Olmos	2011	
Operadora Portuaria S.A. (OPORSA)		Perú	Terminal Portuario Ventanilla	2011	
Ferrocarril Central Andino		Perú	Ampliación de capacidad de transporte	2012	
Agro-Industrial	Maple Etanol SRL	USA	Planta de Etanol	2010	
	Telecomunicaciones	Telefónica del Perú	España	Ampliación de red móvil y banda ancha	2010
CLARO Perú S.A.C.		México	Obras en Telefonía Móvil	2010	
Consorcio BWDC Metsanco		RUS	Servicios de Internet y Telefonía Fija Inalámbrica	2010	
Operadores de telefonía móvil		España / México / Perú	Implementación portabilidad numérica	2010	

Fuente: Medios de prensa e información de las empresas.

CUADRO 10
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN
(Millones de US\$)

Sector	Total Inversiones			Total
	2009	2010	2011	
Minería e Hidrocarburos	3 200	5 600	6 900	15 700
Electricidad	700	1 000	1 200	2 900
Transporte y Telecomunicaciones	700	500	200	1 400
Industrial	850	1 300	1 200	3 350
Otros Sectores	2 400	2 000	800	5 200
Total	7 850	10 400	10 300	28 550

20. Luego de crecer 2,2 por ciento en el año 2009, se proyecta un crecimiento del consumo privado de 3,3 por ciento en el año 2010 y de 4,2 por ciento en 2011. Esta tendencia se asocia a la mejora en el dinamismo del ingreso nacional disponible y el mantenimiento de condiciones favorables en el segmento del financiamiento del consumo.

CUADRO 11
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene-Set.	Año	Ene-Set.	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09
1. Producto bruto interno	11,0	9,8	0,1	1,8	1,0	5,0	5,5	5,2	5,5
2. Producto nacional bruto	12,1	12,1	2,8	2,5	1,6	4,3	3,8	5,8	5,9
3. Ingreso nacional bruto	9,3	8,3	-0,6	1,2	-0,1	5,2	5,6	5,6	5,6
4. Ingreso nacional disponible1/	9,1	8,1	-0,7	1,0	-0,3	5,2	5,5	5,7	5,6

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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

21. Los desfases en la ejecución de la inversión pública durante el año 2009 se reflejarán en una alta tasa de crecimiento en el año 2010 (22 por ciento). Para el año 2011 el crecimiento de la inversión pública será de 9,8 por ciento, con lo cual alcanzaría un nivel equivalente a 6,1 por ciento del PBI. Durante el año 2010 se espera un alto dinamismo en la ejecución de la inversión de los gobiernos subnacionales, por efecto del ciclo electoral en los gobiernos regionales y municipales. Cabe mencionar que la inversión pública en 2010 representaría 5,8 por ciento del PBI de los cuales 1,7 por ciento del PBI corresponde al gobierno nacional, 1,2 por ciento para gobiernos regionales, 2,4 por ciento para gobiernos municipales y 0,5 por ciento para empresas estatales.

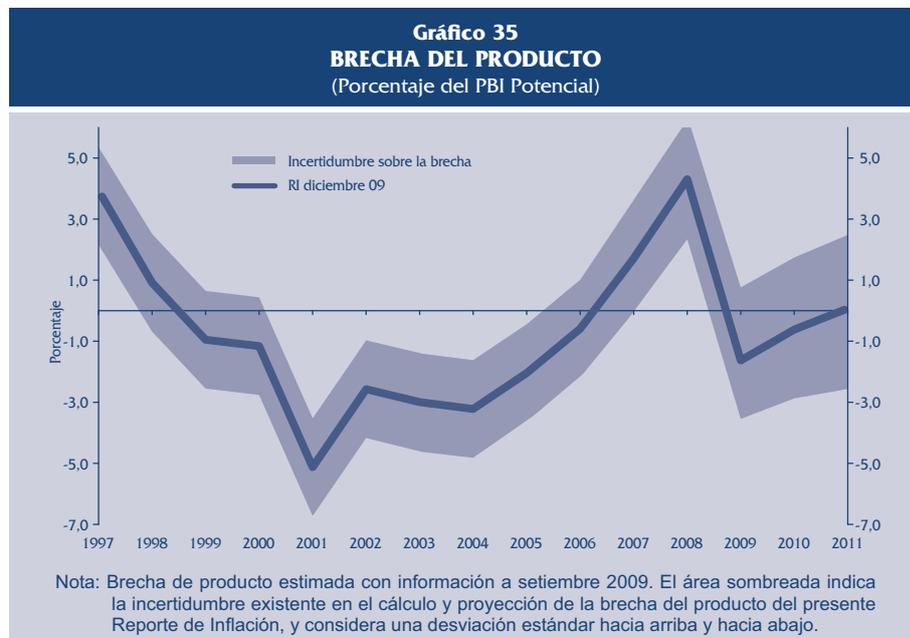




Brecha del Producto

22. La pérdida de dinamismo productivo en el año 2009 llevó a que la brecha entre nivel del PBI y el PBI potencial pasara de una brecha positiva estimada en 4,3 puntos en el año 2008 a una negativa en 1,6 puntos en 2009. Esta situación se revertirá paulatinamente con una brecha proyectada de -0,6 puntos en el año 2010 y una brecha nula para 2011.

La brecha del producto, como indicador de presión en el uso de recursos en la economía, muestra una tendencia a ubicarse en una posición de equilibrio en los próximos dos años.



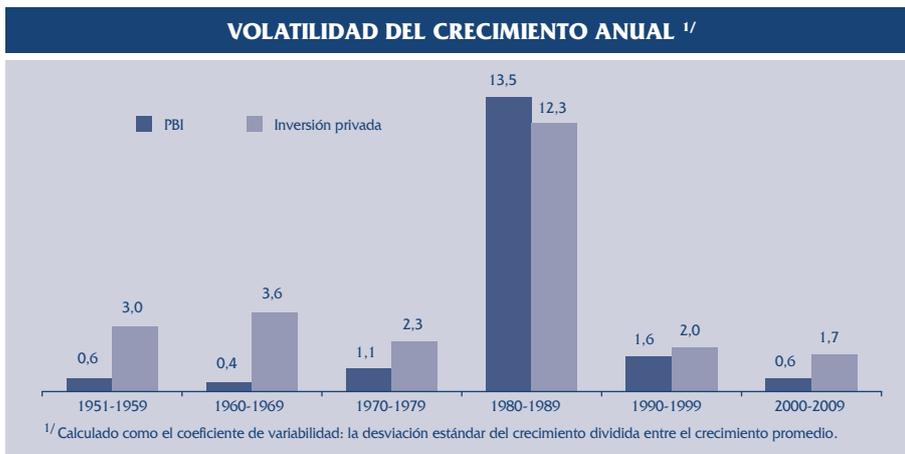
RECUADRO 3

COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA DURANTE LOS CICLOS ECONÓMICOS

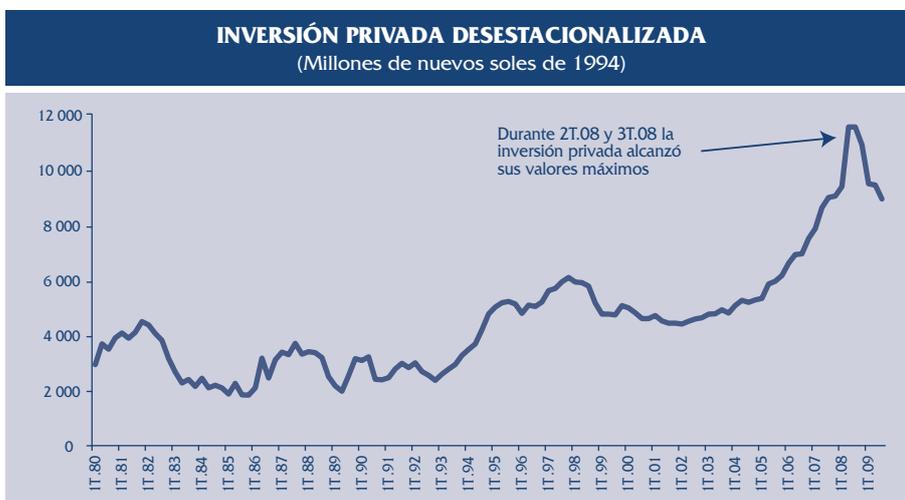
La inversión del sector privado es uno de los principales determinantes del producto y de la demanda agregada. La inversión representa el incremento en el acervo de capital y por tanto juega un rol fundamental en el crecimiento económico. Su contribución al crecimiento está directamente relacionada con el grado de productividad y rentabilidad de los proyectos que se desarrollan en diferentes sectores de la economía. Para el periodo comprendido entre 1951 y 2008, se estima que la variación del acervo de capital contribuye a explicar la mitad del crecimiento del PBI (1,9 puntos porcentuales de una tasa de crecimiento promedio del PBI de 3,8 por ciento anual).

La inversión es uno de los componentes más volátiles del PBI porque depende de las expectativas de los empresarios sobre la evolución futura de la economía. La mayor estabilidad macroeconómica

del país ha tenido como consecuencia una moderación en la volatilidad a lo largo del tiempo, tanto en el producto como en la inversión. En promedio, la duración de las expansiones y contracciones es de ocho trimestres para el periodo 1980-2009. En los periodos de contracción la inversión explica en promedio alrededor de un tercio de la caída del producto, mientras que en expansión el aporte promedio es casi dos tercios del producto. En particular, se puede observar que la contribución de la inversión al crecimiento se elevó durante los últimos episodios de expansión de ciclos económicos.



La inversión privada mantuvo una tendencia creciente durante la presente década. En términos absolutos, los niveles de inversión actuales equivalen a más del doble de los niveles del año 2000. En términos relativos, la participación de la inversión privada en el producto se elevó desde 16 por ciento del PBI en el año 2000 a 21 por ciento en el año 2008, lo cual se traduce en un mayor acervo de capital y un incremento del producto potencial de la economía. En el segundo y tercer trimestre de 2008 la inversión privada alcanzó los niveles históricamente más elevados. El incremento estuvo asociado a la ejecución de proyectos y a las expectativas favorables sobre el desempeño futuro de la economía. Con la agudización de la crisis financiera internacional se observó una rápida caída de la inversión privada, la misma que retornó a niveles previos a la expansión de mediados de 2008.





Las fluctuaciones de la inversión están asociadas a las oscilaciones en la actividad económica agregada. A continuación se presentan dos metodologías alternativas para analizar esta relación.

a. Análisis basado en filtros

Utilizando datos trimestrales desde 1980 para la economía peruana se encuentra una relación positiva y contemporánea entre el ciclo de la inversión y el ciclo del producto³. Los periodos en los cuales el PBI se ubica por encima de su tendencia se caracterizan por niveles de inversión también por encima de su tendencia, y viceversa. Con esta metodología se identifican tres grandes episodios de crecimiento por debajo de la tendencia y cuatro de magnitud importante por encima de la tendencia.

En los episodios de caídas fuertes, el PBI disminuyó hasta 9 por ciento por debajo de su tendencia, y la inversión lo hizo hasta en 26 por ciento. Las fluctuaciones tienden a ser de menor magnitud durante los periodos de expansión. Durante las expansiones registradas desde la década de los noventa, el PBI aumentó hasta 5 por ciento por encima de su tendencia y la inversión subió hasta 17 por ciento.

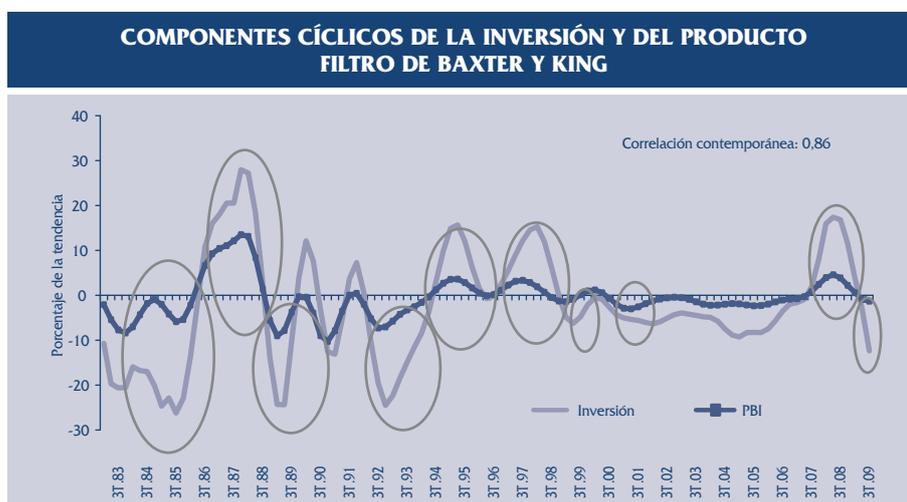
PRINCIPALES EXPANSIONES Y CONTRACCIONES DEL PBI RESPECTO A SU TENDENCIA

Periodo	Duración (Trimestres)	Expansión/Caída Máxima (% Tendencia) ^{1/}				((PBI) * Cambio en PBI / Cambio en Inversión Privada (%))
		PBI	Trimestre	Inversión Privada	Trimestre	
Por debajo de la tendencia						
1T.83-1T.86	13	-8	4T.83	-26	3T.85	42
4T.88-4T.89	5	-9	1T.89	-24	1T.89	29
1T.90-2T.91	6	-10	4T.90	-13	1T.91	5
1T.92-2T.94	10	-7	3T.92	-25	4T.92	50
3T.98-2T.99	4	-1	1T.99	-6	2T.99	22
3T.00-2T.02	8	-3	2T.01	-6	1T.02	40
2T.09 -3T.09	2	-1	3T.09	-12	3T.09	132
Promedio 2/	8	-6		-17		31
Por encima de la tendencia						
2T.86-3T.88	10	14	4T.87	28	4T.87	22
3T.94-1T.96	7	4	2T.95	16	2T.95	73
3T.96-2T.98	8	3	3T.97	15	1T.98	89
3T.07-1T.09	7	5	2T.08	17	2T.08	88
Promedio	8	7		19		68

1/ La tendencia se estimó utilizando el filtro de Baxter y King. Se muestra la magnitud de la caída o expansión máxima registrada en el periodo. Por ejemplo, una caída de 8 por ciento significa que durante el periodo considerado la variable se ubicó hasta en 8 por ciento por debajo de su tendencia.

2/ No considera el año 2009.

3 Los ciclos han sido calculados como la diferencia entre las series desestacionalizadas y su tendencia. Para la estimación de la tendencia se utilizaron tres métodos alternativos, ampliamente empleados en la literatura: el filtro de Baxter y King, el filtro de Christiano y Fitzgerald y el filtro de Hodrick – Prescott. Todos los filtros muestran resultados similares.



b. Análisis basado en el PBI desestacionalizado

Con este método alternativo se identifica un periodo de debilidad de la actividad económica cuando el PBI desestacionalizado cae durante dos o más trimestres consecutivos. Cada ciclo es dividido en dos etapas: de caída y de recuperación. La caída va desde el nivel máximo alcanzado por el PBI (pico) justo antes de comenzar la contracción hasta el nivel más bajo de todo el proceso (piso). Por su parte, la fase de recuperación se cuenta desde el momento en que el producto comienza a crecer (un periodo después del fondo) hasta cuando alcanza el nivel anterior a la crisis (nuevo pico), salvo que durante dicho periodo se registre una caída que cumpla las condiciones indicadas.

**CICLOS DE CONTRACCIÓN Y RECUPERACIÓN DEL PBI Y LA INVERSIÓN PRIVADA
(1980:1T - 2009:3T)**

CONCEPTOS:

Contracción: Cuando la variable desestacionalizada registra 2 trimestres de caída consecutiva.

Recuperación : Trimestres necesarios para alcanzar nivel pico anterior a la contracción.

Pico : Nivel de la variable previo al inicio de la contracción.

Piso (fondo) : Nivel más bajo que alcanza la variable durante la contracción.

PBI

DURACIÓN CICLO TOTAL (A+B)	Fase de Contracción			Fase de Recuperación			Un año después del inicio de la recuperación respecto al:	
	Periodo	Número de Trimestres (A)	Piso vs Pico Var %	Periodo	Número de Trimestres (B)	Pico	Piso	
12	1982:2T - 1983:4T	7	-12%	1984:1T - 1985:1T	*	5	-4%	10%
4	1985:2T - 1985:3T	2	-4%	1985:4T - 1986:1T		2	12%	16%
10	1987:4T - 1989:1T	6	-24%	1989:2T - 1990:1T	*	4	-18%	7%
15	1990:2T - 1990:3T	2	-17%	1990:4T - 1993:4T	*	13	-4%	16%
7	1998:1T - 1998:2T	2	-3%	1998:3T - 1999:3T		5	-2%	1%
7	2000:2T - 2000:4T	3	-3%	2001:1T - 2001:4T		4	1%	4%
2	2009:1T - 2009:2T	2	-2%					
Nota: Promedios								
8,1		3,4			5,5			

4 Por ejemplo, durante la recuperación que culmina en el primer trimestre de 1985, no se alcanza el nivel de producto previo a la caída.





INVERSIÓN PRIVADA								
DURACIÓN CICLO TOTAL (A+B)	Fase de Contracción			Fase de Recuperación			Un año después del inicio de la recuperación respecto al:	
	Periodo	Número de Trimestres (A)	Piso vs Pico Var %	Periodo	Número de Trimestres (B)	Pico	Piso	
11	1982:1T - 1983:2T	6	-49%	1983:3T - 1984:3T	*	5	-53%	-8%
3	1984:4T - 1985:1T	2	-15%	1985:2T	*	1	-4%	12%
4	1985:3T - 1985:4T	2	-19%	1986:1T - 1986:2T		2	38%	70%
9	1988:2T - 1989:2T	5	-42%	1989:3T - 1990:2T	*	4	-5%	63%
7	1990:3T - 1990:4T	2	-26%	1991:1T - 1992:1T	*	5	-12%	18%
7	1992:2T - 1992:4T	3	-21%	1993:1T - 1993:4T	*	4	9%	38%
6	1995:4T - 1996:1T	2	-8%	1996:2T - 1997:1T		4	8%	17%
8	1998:1T - 1999:3T	7	-22%	1999:4T	*	1	-24%	-3%
17	2000:1T - 2001:3T	7	-13%	2001:4T - 2004:1T		10	-10%	3%
4	2008:4T - 2009:3T	4	-23%					
Nota: Promedios								
7,6		4,0				4,0		

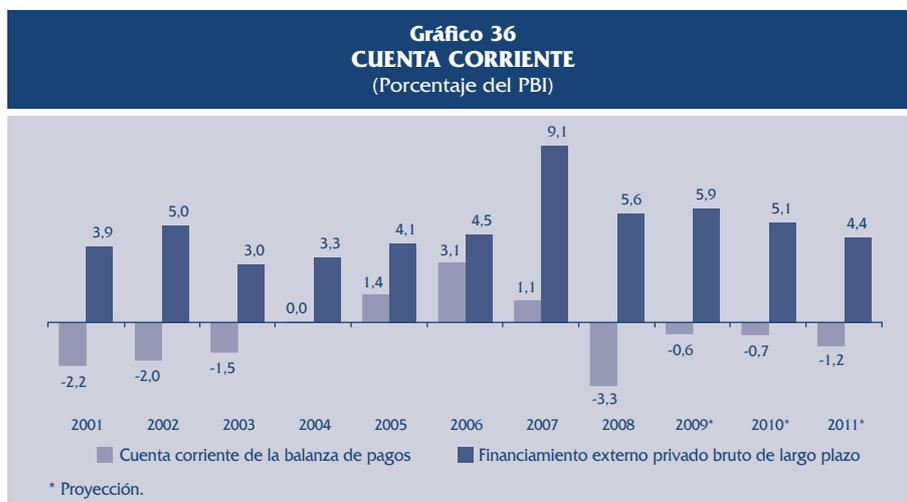
* La recuperación de este ciclo se ve interrumpida por una nueva caída de la variable, lo que se considera como un nuevo ciclo.

Según esta aproximación, desde 1980 a la fecha, se identifican siete periodos de actividad económica débil: 1982-1983, 1985, 1987-1989, 1990, 1998, 2000 y 2009. La duración promedio de los ciclos es ocho trimestres, 3 de contracción y 5 de recuperación, similar resultado se tiene para los ciclos de inversión.

III. Balanza de Pagos

23. En el tercer trimestre de 2009 el aumento en las cotizaciones internacionales de los metales resultó en un aumento en los términos de intercambio y una mejora de la cuenta corriente. Las mayores exportaciones y el aumento de las remesas de trabajadores en el exterior, atenuados por la mayor generación de utilidades de las empresas con participación extranjera, se reflejaron en una cuenta corriente que pasó de un déficit de 0,1 por ciento del PBI en el segundo trimestre a un superávit de 0,5 por ciento en el tercer trimestre.
24. Se ha revisado la proyección de cuenta corriente de la balanza de pagos hacia un menor déficit durante todo el horizonte de proyección, considerando el menor nivel de importaciones registrado en los últimos meses con respecto al previsto y la recuperación observada en los términos de intercambio desde el segundo trimestre del año. La mejora en las proyecciones de crecimiento económico mundial para **2009**, respecto a lo proyectado en setiembre, favorece una menor caída de las exportaciones no tradicionales. Con ello, se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente para el año **2009** de 2,1 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de setiembre a 0,6 por ciento.

En el año **2010** el déficit de cuenta corriente sería ligeramente mayor al de 2009 con una recuperación del volumen de importaciones (por el mayor dinamismo de la economía doméstica). Sin embargo, esto último sería atenuado por las proyecciones de mayores precios internacionales, la recuperación de la demanda externa por exportaciones no tradicionales y el inicio de exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea.





Para el año **2011** se prevé que el déficit de cuenta corriente aumentaría a 1,2 por ciento del PBI como resultado del aumento de la demanda por importaciones, principalmente por bienes de capital, destinados a importantes proyectos de inversión en el sector minero. Esto sería parcialmente compensado por el inicio de operaciones de proyectos mineros (incluyendo ampliaciones de Southern), así como por el efecto estadístico de la operación durante un año completo del proyecto de exportación de Camisea.

CUADRO 12
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-3 422	-4 180	-274	-2 634	-760	-3 356	-944	-3 710	-1 898
Porcentaje del PBI	-3,5	-3,3	-0,3	-2,1	-0,6	-2,4	-0,7	-2,5	-1,2
1. Balanza comercial	3 264	3 090	3 581	3 723	5 426	4 376	8 063	3 951	7 332
a. Exportaciones	25 055	31 529	18 615	26 025	26 397	30 057	33 068	32 422	35 403
b. Importaciones	-21 791	-28 439	-15 034	-22 302	-20 971	-25 680	-25 004	-28 471	-28 072
2. Servicios	-1 391	-1 929	-770	-1 510	-1 298	-1 789	-1 595	-2 092	-1 824
3. Renta de factores	-7 382	-8 144	-5 038	-7 441	-7 501	-8 764	-10 261	-8 640	-10 506
4. Transferencias corrientes	2 088	2 803	1 953	2 595	2 613	2 820	2 848	3 070	3 100
Remesas del exterior	1 816	2 437	1 691	2 251	2 275	2 468	2 494	2 689	2 716
II. CUENTA FINANCIERA	10 765	7 686	1 208	3 934	3 260	4 256	1 944	5 110	3 298
Del cual:									
1. Sector privado	7 991	7 657	1 800	3 802	2 700	3 899	2 653	3 633	2 364
a. Activos	387	207	-3 773	-2 951	-4 268	-1 724	-3 701	-2 172	-3 179
b. Pasivos	7 605	7 450	5 573	6 753	6 968	5 623	6 354	5 805	5 543
2. Sector público	-1 514	-1 404	829	2 344	1 322	706	-134	1 149	619
a. Activos	77	65	-125	-132	-161	-126	-126	-123	-123
b. Pasivos	-1 591	-1 469	954	2 477	1 483	832	-7	1 272	742
3. Capitales de corto plazo	3 331	1 118	-3 477	-2 874	-2 347	-100	-200	0	0
a. Activos	688	1 221	-1 282	-934	-152	-100	-200	0	0
b. Pasivos	2 643	-103	-2 195	-1 940	-2 195	0	0	0	0
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	7 343	3 507	934	1 300	2 500	900	1 000	1 400	1 400
Nota:									
1. Financiamiento externo privado bruto de largo plazo									
En millones US\$	7 210	7 130	5 861	7 227	7 389	6 772	7 461	7 196	6 793
En porcentaje del PBI	7,4%	5,6%	6,4%	5,7%	5,9%	4,9%	5,1%	4,9%	4,4%
2. Saldo de RIN a fin de período									
En millones US\$	34 703	31 196	32 130	32 496	33 696	33 396	34 696	34 796	36 096
En porcentaje del PBI	27,3%	24,4%	26,3%	25,5%	26,7%	24,0%	23,9%	23,5%	23,3%

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

25. Con la recuperación del ingreso se proyecta una tendencia creciente del ahorro privado para los siguientes años, lo cual, sumado a los flujos de capitales externos de largo plazo, contribuiría a financiar la inversión interna.
26. Para el año 2010 se proyecta un mayor superávit de la balanza comercial para luego mostrar una reducción en 2011 (US\$ 8,1 y US\$ 7,3 mil millones, respectivamente). Esta previsión considera que la recuperación de las exportaciones no tradicionales y los mejores términos de intercambio serían atenuados por el impulso de la recuperación de la demanda doméstica sobre las importaciones, principalmente de bienes de capital e insumos.

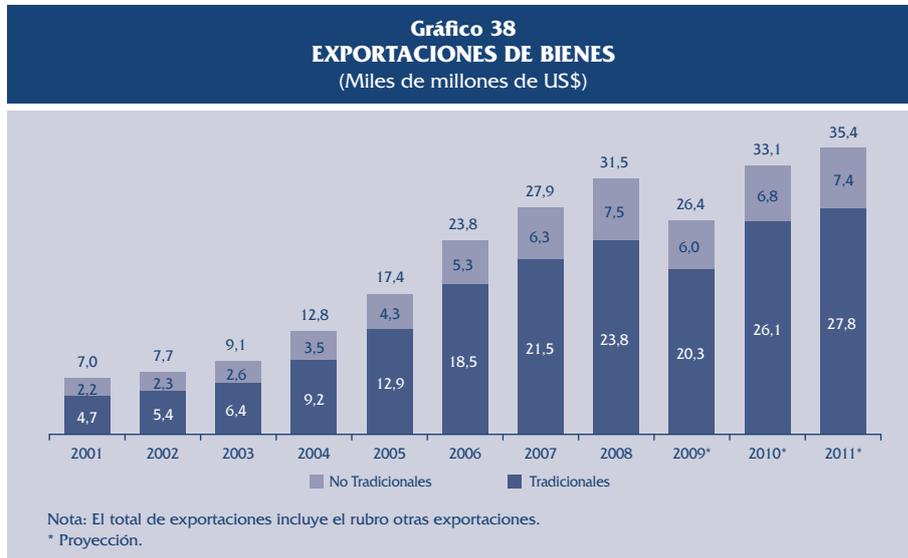


CUADRO 13
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09
EXPORTACIONES	25 055	31 529	18 615	26 025	26 397	30 057	33 068	32 422	35 403
De las cuales:									
Productos tradicionales	19 242	23 796	14 130	19 610	20 270	23 015	26 120	24 633	27 793
Productos no tradicionales	5 662	7 543	4 385	6 233	5 977	6 821	6 752	7 540	7 384
IMPORTACIONES	21 791	28 439	15 034	22 302	20 971	25 680	25 004	28 471	28 072
De las cuales:									
Bienes de consumo	3 263	4 527	2 835	4 258	3 953	4 968	4 822	5 558	5 594
Insumos	11 620	14 553	7 033	10 008	10 108	12 046	12 242	13 326	13 460
Bienes de capital	6 818	9 239	5 074	7 822	6 796	8 574	7 888	9 474	8 957
BALANZA COMERCIAL	3 264	3 090	3 581	3 723	5 426	4 376	8 063	3 951	7 332
Nota: Var. %									
Volumen de exportaciones	10,7	8,1	-4,3	-4,2	-3,6	4,1	6,0	6,0	6,6
Volumen de importaciones	23,0	19,6	-22,9	-13,2	-20,6	9,2	9,2	8,1	9,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





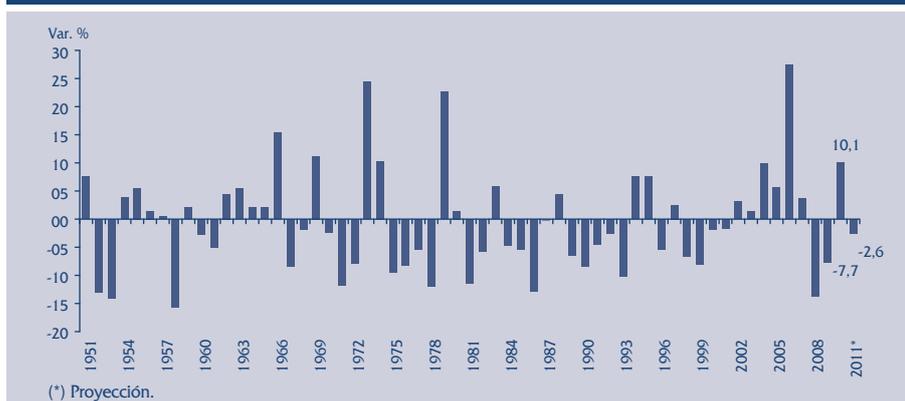
Términos de intercambio

27. En los últimos meses continuó la recuperación paulatina de los términos de intercambio, lo que refleja la tendencia al alza mostrada por los precios internacionales de nuestros productos de exportación. Ello responde principalmente a las mejores perspectivas de demanda mundial, a la depreciación del dólar en los mercados internacionales, al mayor dinamismo de la demanda de inversionistas y -en menor medida- a factores de oferta.

Sin embargo, los niveles actuales son menores a los observados en 2008. Consistente con ello, se proyecta que, en promedio, los términos de intercambio mostrarían una caída de 7,7 por ciento en 2009 (caída de 8,4 por ciento proyectada en el Reporte previo) y una recuperación de 10,1 por ciento para 2010.



Gráfico 40
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones Porcentuales)



CUADRO 14
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación promedio anual)

	Ejecución		2009*		2010*		2011*	
	2007	2008	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09
Términos de intercambio	3,6	-13,8	-8,4	-7,7	4,9	10,1	-0,8	-2,6
Precios de Exportaciones	14,0	4,9	-13,9	-11,5	11,0	20,3	1,7	0,0
Precios promedio anual								
Cobre (ctv por libra)	323	315	228	232	280	303	280	303
Zinc (ctv por libra)	147	85	69	74	81	100	82	100
Oro (US\$ por onza)	697	872	933	973	956	1 129	971	1 129
Precios de Importaciones	10,0	21,7	-5,9	-4,1	8,9	9,2	2,6	2,7
Precios promedio anual								
Petróleo (US\$ por barril)	72	100	60	62	75	82	78	86
Trigo (US\$ por TM)	231	293	199	196	205	216	233	236
Maíz (US\$ por TM)	138	192	137	141	140	168	158	180
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 092	744	735	833	918	828	937
Arroz (US\$ por TM)	337	685	532	552	475	523	471	491

* Proyección.

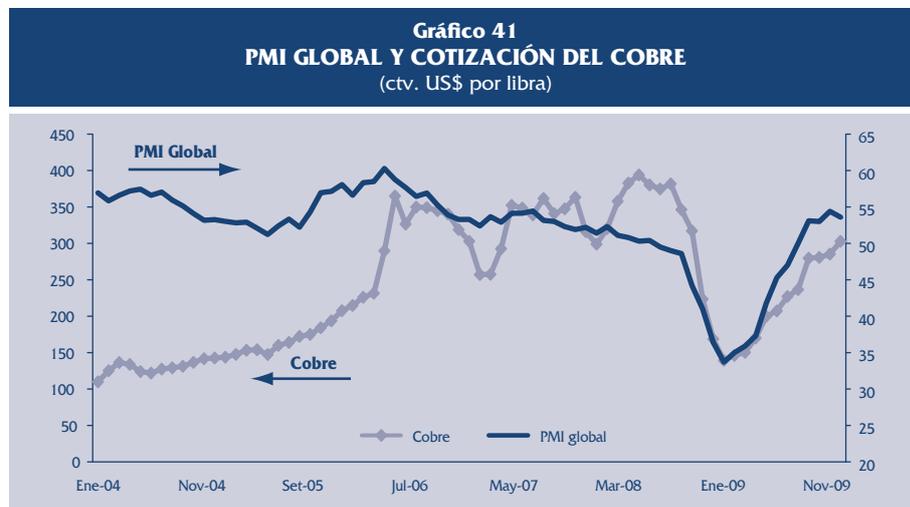
Cobre

28. En lo que va del año, el precio del cobre aumentó 135 por ciento ubicándose en US\$ 3,1 por libra al cierre de noviembre. Luego de alcanzar su nivel mínimo del año (US\$ 1,4 por libra en enero) el cobre ha venido recuperándose siguiendo la evolución de la actividad económica mundial y en línea con las mejores perspectivas de demanda. Además, otros factores por el lado de la oferta, como el cierre de minas y refinerías, han presionado el precio hacia arriba.





Por el lado de la demanda, el precio del cobre encontró soporte en la recuperación de la economía mundial, reflejada en la evolución favorable de los principales indicadores de actividad, y el dinamismo de la demanda de China, debido a su política de acumulación de reservas estratégicas y gasto público. Por el lado de la oferta, diversas paralizaciones en minas y refinerías (por huelgas y cierres técnicos o por mantenimiento) en los principales países productores de cobre (Chile, China, Perú, Canadá, entre otros) mantuvieron la tendencia alcista en el precio. Además, en China se paralizó la producción de cobre refinado en diversas regiones del país debido a tormentas de nieve.



Zinc

29. A noviembre de 2009, el precio del zinc acumuló un incremento cercano al 100 por ciento y se ubica al cierre del mes en US\$ 1,01 por libra. Luego de llegar a su nivel mínimo en el año (US\$/lb 0,48 en febrero), el zinc también mostró una tendencia alcista a lo largo de 2009 pero sin superar los niveles observados en el primer semestre de 2008.

El aumento de la cotización internacional del zinc obedece principalmente a la menor producción de concentrados en minas de Australia, China, Perú y EE.UU. y refinados en Bélgica, Brasil, Canadá y Alemania. Estos países productores enfrentaron cierres debido a la caída de los precios internacionales a fines de 2008. Por el lado de la oferta, China ordenó el cierre temporal de diversas refinerías de zinc y plomo debido a que no cumplían con las regulaciones y estándares ambientales requeridos.

Oro

30. La tendencia al alza en la cotización del oro continuó en la segunda parte del año. Luego de caer hasta US\$ 749 por oz.tr. en diciembre de 2008, el oro superó los US\$ 1 000 por oz.tr. en setiembre de 2009 y ha venido registrando nuevos máximos

desde entonces (US\$ 1 183 por oz.tr. el 26 de noviembre). Esta tendencia se sustenta en la debilidad del dólar, en el dinamismo de la demanda de inversionistas (cobertura por riesgo y compra de posiciones no comerciales) así como en factores relacionados a los fundamentos del mercado del oro (mayor demanda para joyería, acumulación de reservas de bancos centrales y menor producción en minas).

La demanda de oro como activo de cobertura contra el riesgo (mayor inflación), así como la demanda de oro como activo de inversión (en sustitución a otros activos financieros), ha cobrado mayor dinamismo en lo que va de 2009. Luego del ciclo de estímulo monetario en la mayoría de países, se ha observado cierto repunte en los indicadores de inflación, lo cual ha elevado la demanda de oro como activo de cobertura. Asimismo, la tendencia depreciatoria del dólar ha incrementado la demanda de oro como activo financiero alternativo. Además, se observa que el nivel de posiciones no comerciales (inversión especulativa) viene incrementándose a lo largo del año.



Petróleo

- El precio promedio del petróleo WTI se incrementó 90 por ciento en lo que va del año. Luego de llegar a un mínimo de US\$/bl. 39 en febrero, el precio se ha incrementado sostenidamente hasta estabilizarse en el rango US\$/bl. 75-80 al 30 de noviembre. Tanto las mejores perspectivas de demanda mundial -debido a la recuperación de la actividad económica- como diversas restricciones del lado de la oferta incidieron en la paulatina recuperación del precio del petróleo.

La demanda de petróleo se incrementó de la mano de la actividad económica mundial, lo cual se ha visto reflejado en la menor disponibilidad de crudo en EE.UU. (según el Departamento de Energía de EE.UU. los inventarios de crudo cayeron 10 por ciento entre abril y noviembre). En este contexto, las agencias especializadas



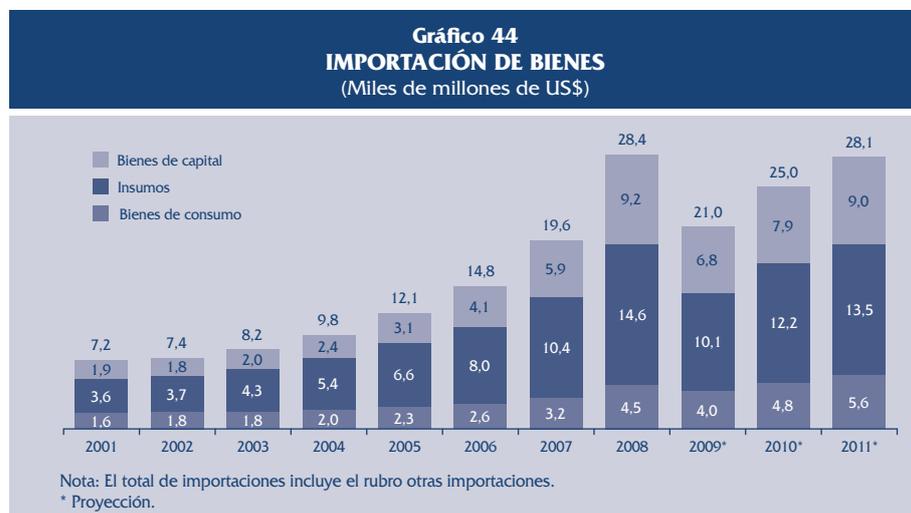


continuaron revisando al alza sus proyecciones de demanda mundial de petróleo y derivados para 2009 y 2010, entre ellas el Departamento de Energía de Estados Unidos (DOE), la Agencia Internacional de Energía (EIA), el Instituto Americano de Petróleo (API), OPEP, etc.

Por el lado de la oferta de petróleo, los cierres temporales de refinerías en la zona del Golfo de México (por temporada de huracanes) y las tensiones geopolíticas en Medio Oriente contribuyeron a la tendencia alcista en el precio.



32. Para el año **2010** se espera una recuperación en el volumen de importaciones de acuerdo a las proyecciones de recuperación del dinamismo de la economía, principalmente de la inversión privada y su efecto sobre las importaciones de insumos y bienes de capital. En el año **2011** las importaciones mantendrían su tendencia creciente, como consecuencia de la mayor demanda de consumo, inversión y bienes intermedios, destinados a importantes proyectos de inversión en el sector minero.



Cuenta financiera

33. Entre **enero y setiembre**, la cuenta financiera privada registró un superávit de US\$ 1 800 millones. Dentro de los ingresos de capitales del exterior destacan los de Inversión Directa Extranjera (IDE) por US\$ 4 619 millones y los desembolsos netos de largo plazo por US\$ 957 millones. Por otro lado, se registraron salidas por Inversiones de cartera por US\$ 3 408 millones.

34. La mayor parte de la IDE registrada en dicho período correspondió a reinversión de utilidades que registró un total de US\$ 4 034 millones, en la que destacan las inversiones del sector minero por un total de US\$ 2 340 millones. Las otras modalidades de IDE (aportes de capital y préstamos de matriz) registraron ingresos por US\$ 585 millones.

Por el contrario, dentro del total de inversiones de cartera en el exterior destaca la adquisición de activos del exterior (principalmente acciones y fondos mutuos) por parte de las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP) que significaron salidas de capital por US\$ 3,3 mil millones.

CUADRO 15
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2008 Año	2009*			2010*		2011*	
		Ene.-Set.	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09
1. ACTIVOS	207	-3 773	-2 951	-4 268	-1 724	-3 701	-2 172	-3 179
Inversión directa en el extranjero	-729	-365	-674	-365	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	936	-3 408	-2 277	-3 903	-1 724	-3 701	-2 172	-3 179
2. PASIVOS	7 450	5 573	6 753	6 968	5 623	6 354	5 805	5 543
Inversión directa extranjera en el país	4 808	4 619	4 870	5 750	3 366	4 565	3 834	3 426
Del cual: Reinversión	2 884	4 034	3 576	5 352	1 846	3 343	2 113	2 091
Inversión extranjera de cartera en el país	241	-2	-210	105	0	0	0	0
a. Participaciones de capital	85	-65	-71	-65	0	0	0	0
b. Otros pasivos	156	63	-139	170	0	0	0	0
Préstamos de largo plazo	2 401	957	2 093	1 113	2 257	1 789	1 971	2 117
a. Desembolsos	3 051	1 606	3 030	2 003	3 406	2 896	3 362	3 368
b. Amortización	-650	-649	-937	-889	-1 149	-1 107	-1 391	-1 250
TOTAL	7 657	1 800	3 802	2 700	3 899	2 653	3 633	2 364
Nota:								
Inversión directa extranjera neta	4 079	4 254	4 196	5 386	3 366	4 565	3 834	3 426

* Proyección.





La cuenta de corto plazo registró un flujo de capitales negativo de US\$ 3 477 millones, explicado fundamentalmente por los mayores depósitos en el extranjero principalmente de empresas del sector minero (US\$ 1 192 millones), por la reducción en la tenencia de Certificados de Depósito del BCRP en manos de inversionistas no residentes por más de US\$ 600 millones (reducción concentrada en el primer trimestre del año), así como por la reducción de activos netos externos de corto plazo por parte de entidades del sistema bancario que significaron una salida neta de capitales por US\$ 526 millones.

Para el año 2009 la cuenta financiera registraría una entrada neta de capitales por US\$ 2 700 millones, resultado menor al proyectado en el Reporte de Inflación anterior (US\$ 3 802 millones), debido principalmente al mayor ritmo de recomposición de cartera por parte de las AFP hacia activos externos durante el tercer trimestre.

35. Para los años 2010 y 2011 el flujo neto de capitales sería positivo en US\$ 2 653 millones y US\$ 2 364 millones, respectivamente. Ello bajo el supuesto de financiamiento externo de proyectos por US\$ 4 565 millones y US\$ 3 426 millones, respectivamente, los que se darían principalmente en nuevas inversiones, dado que en dichos años se esperarían menores niveles de reinversión en comparación con los registrados en 2009. Se asume que en los próximos años las AFP incrementarían, tanto sus inversiones en activos, cuanto su participación en el financiamiento de proyectos de inversión privados a través de adquisición de bonos corporativos locales.
36. Al cierre de noviembre, el nivel de reservas internacionales netas registró US\$ 33,4 mil millones, lo que equivale a un 27 por ciento del PBI, nivel de resguardo apropiado en un momento en que pareciera que ya pasó lo peor de la crisis mundial.



IV. Finanzas públicas

37. El deterioro de la situación económica global que ha afectado la actividad económica interna, ha impactado también en las finanzas públicas, como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento de la economía, así como también por la fuerte caída de los precios internacionales de los minerales e hidrocarburos. Asimismo, para mitigar el impacto de la recesión mundial sobre el crecimiento de la economía, la política fiscal ha desempeñado en los últimos meses un papel contracíclico que ha sido posible como consecuencia de unas cuentas fiscales sólidas que generaron ahorros en los años previos a la crisis, lo que ha permitido actualmente financiar un mayor gasto público sin comprometer la sostenibilidad fiscal futura.

CUADRO 16
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2008	2009 *			2010 *		2011 *	
		Ene.-Set.	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09	RI Set.09	RI Dic.09
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	20,8	18,8	18,4	18,6	19,0	18,9	19,3	19,3
Variación % real	5,8	-14,8	-11,4	-12,1	9,1	9,0	7,0	7,9
2. Gastos no financieros del Gobierno General	17,3	17,6	19,3	19,0	19,2	19,4	19,1	19,5
Variación % real	13,5	6,7	11,9	8,7	5,4	9,5	4,6	5,6
Del cual:								
a. Corriente	13,2	13,3	13,5	13,8	12,9	13,5	12,7	13,4
Variación % real	6,9	0,9	2,4	3,0	1,7	5,1	3,3	4,3
b. Formación bruta de capital 1/	3,9	3,9	5,5	4,8	6,0	5,5	6,1	5,7
Variación % real	45,8	23,1	41,5	21,8	15,7	22,5	6,5	8,9
3. Otros	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,2
4. Resultado Primario (1-2+3)	3,7	1,6	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	0,2	0,0
5. Intereses	1,6	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3
6. Resultado Económico	2,1	0,1	-2,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,2	-1,2
Nota:								
Ingresos corrientes del Gobierno Central	18,2	15,9	15,7	15,8	16,4	16,3	16,7	16,7
Gastos no financieros del Gobierno Central	14,7	15,5	16,2	16,2	16,0	16,3	15,9	16,4

1/ A la formación bruta de capital del Gobierno General hay que añadirle la inversión de empresas estatales para llegar a la inversión pública.

* Proyección.

38. En el periodo enero-setiembre el resultado del Sector Público no Financiero (SPNF) ascendió a 0,1 por ciento del PBI, ratio menor al registrado en similar periodo de 2008 (3,7 por ciento), lo cual se explica, de un lado, por la contracción de los ingresos tributarios, y de otro, por el aumento de los gastos no financieros del gobierno general. Visto por niveles de gobierno, las instancias del gobierno nacional registraron un déficit de 0,9 por ciento del producto (en contraste al superávit de





2,6 por ciento en el periodo enero-setiembre 2008), en tanto que los gobiernos locales y los gobiernos regionales registraron un superávit de 0,6 y 0,2 por ciento, respectivamente.



39. El déficit del sector público para 2009 ascendería a 1,5 por ciento del producto, resultado menor al proyectado en el Reporte anterior (2,0 por ciento) como consecuencia básicamente del menor gasto con el que se cerraría el año. Para 2010 se proyecta un resultado similar al de 2009 (déficit de 1,6 por ciento), en tanto que para 2011, el déficit debería retomar una trayectoria decreciente (1,2 por ciento), tal cual se esperaba en el reporte anterior. La tendencia decreciente del déficit se vincularía a una recuperación paulatina de los ingresos del gobierno general asociada al mejor desempeño de la actividad económica, al incremento de los precios internacionales de los metales y de hidrocarburos, así como al retiro del estímulo fiscal.
40. Cabe recordar que a fines del mes de mayo de este año se publicó una norma que establecía nuevos límites para las reglas macrofiscales del 2009 y 2010. Se dispuso, entonces, que el déficit anual del SPNF no podrá ser mayor al 2 por ciento del producto (antes 1 por ciento) y el incremento anual del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 10 y 8 por ciento, respectivamente (antes 4 por ciento). Asimismo, en el mes de noviembre se establecieron algunas modificaciones a las reglas fiscales para los gobiernos locales y regionales durante 2009 y 2010, entre las que destaca el cambio de la regla del gasto no financiero, por una de consumo. Anteriormente el incremento del gasto no financiero debía ser menor al 3 por ciento; con la modificación aprobada, el consumo, entendido como la suma del gasto en remuneraciones, pensiones y bienes y servicios, deberá ser menor al 4 por ciento. La nueva regla, por lo tanto, excluye el gasto de inversión. Ambas medidas fueron tomadas en un contexto de recesión global, en el que era necesario desarrollar una estrategia contracíclica, impulsando la ejecución de proyectos de inversión para amortiguar los efectos negativos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica.

Resultado económico estructural

41. El resultado económico estructural, indicador que aísla el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos del gobierno general y el impacto de los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos en las cuentas fiscales, muestra resultados deficitarios para este año, así como para los dos siguientes.



42. El impulso fiscal, indicador que permite apreciar el efecto neto de la política fiscal sobre la demanda interna, sugiere que en los años que se ejecuta el PEE, 2009 y 2010, la política fiscal desempeña un rol expansivo. En 2011, el impulso, aunque expansivo, sería menor, consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público hacia valores más sostenibles de largo plazo.





Evolución de los ingresos fiscales

43. En el periodo enero-setiembre 2009 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 18,8 por ciento del PBI, lo que significó una reducción de 14,8 por ciento en términos reales respecto a similar periodo de 2008. Los rubros que, en mayor medida, incidieron en este resultado fueron el impuesto a la renta, los impuestos asociados a las importaciones y el canon y regalías petroleras, todos ellos en respuesta al menor dinamismo de la actividad económica, así como a los menores precios internacionales del crudo y minerales.

CUADRO 17
IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA
(Millones de nuevos soles)

	2008		Ene. - Set. 09	
	Ene.-Set.	Año	Mill. S/.	Var.% real
Pagos a cuenta	11 734	14 921	7 630	-37,4
Minería	5 233	6 056	1 614	-70,3
Comercio	1 371	1 898	1 314	-7,7
Manufactura	1 390	1 856	1 173	-18,7
Intermediación financiera	770	1 011	840	5,1
Hidrocarburos	720	921	338	-54,8
Otros servicios	1 975	2 808	2 021	-1,4
Otros	274	371	329	15,8
Regularización	2 097	2 248	2 163	-0,7
Total	13 831	17 169	9 793	-31,8

Fuente: Sunat.

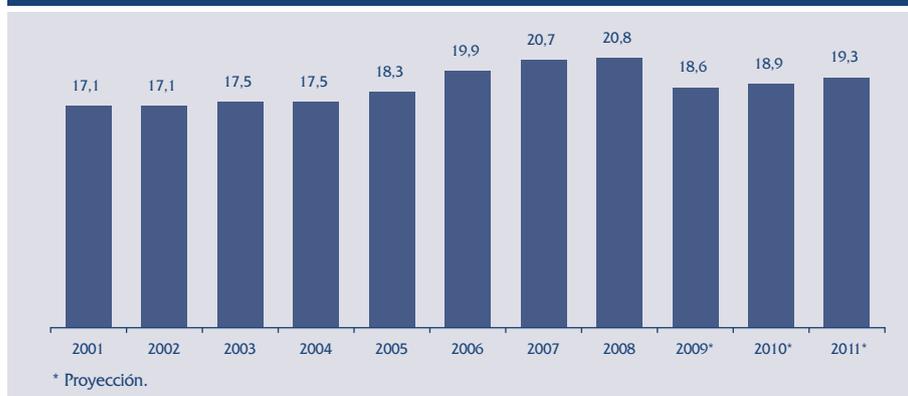
44. La recaudación por Impuesto a la Renta, que está fuertemente vinculada a los precios internacionales de los minerales, registró una reducción de 22 por ciento, que se atribuye básicamente a la caída en la recaudación que corresponde a los pagos a cuenta por renta de tercera categoría (37 por ciento). Esta disminución se produjo principalmente a partir de abril por la mayor compensación de saldos a favor de los contribuyentes, así como por los menores coeficientes aplicados para la determinación del impuesto a partir de esa fecha. En particular, los sectores que registraron las mayores caídas en sus pagos a cuenta fueron minería e hidrocarburos que disminuyeron 70 y 55 por ciento en términos reales. Respecto al IGV total, la contracción que se observa del 11 por ciento se explica por la caída del IGV a las importaciones que se redujo en 27 por ciento. Contribuyeron en este mismo sentido, los menores ingresos por canon y regalías petroleras y mineras que cayeron en 35 y 48 por ciento en términos reales, respectivamente.

CUADRO 18
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL
(En porcentaje del PBI)

	2001	2006	2008	2009*	2010*	2011*
Impuesto a la renta	3,0	6,1	6,5	5,3	5,5	5,5
Impuesto General a las Ventas	6,2	7,1	8,5	7,8	7,9	8,1
Impuesto Selectivo al Consumo	1,9	1,3	0,9	1,1	1,2	1,2
Impuesto a las importaciones	1,5	0,9	0,5	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos tributarios	1,4	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
Devoluciones de impuestos	-1,5	-1,6	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0
Total	12,4	15,0	15,6	13,7	14,1	14,4

* Proyección.

Gráfico 49
INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)



45. Para el año 2009, se proyecta que los ingresos del gobierno general registrarían una disminución real de 12 por ciento respecto al año anterior, situándose en 18,6 por ciento del PBI. Este nivel es el reflejo de las consecuencias derivadas de la crisis financiera internacional que determinó un débil dinamismo de la actividad económica interna durante el año y los menores precios de nuestros productos en los mercados internacionales, respecto a los niveles de 2008, especialmente los registrados previos a la crisis. Sin embargo, cabe indicar que en los últimos meses se observa una recuperación en los ingresos tributarios del gobierno central, situación que ha llevado incluso a registrar una variación porcentual real 12 meses positiva en el mes de noviembre, circunstancia que no se daba desde diciembre de 2008.





46. El impuesto a la renta que se caracterizó por alcanzar una recaudación récord en 2007 (6,8 por ciento del PBI), descendería a 5,3 por ciento del PBI en 2009, ratio que refleja, entre otros aspectos, los menores pagos a cuenta que vienen realizando las empresas durante el año como producto de los menores coeficientes que resultaron del ejercicio 2008⁵. Sin embargo, en la medida que los saldos a favor que disponen las empresas se vienen agotando y que los precios de los minerales se vienen recuperando, la recaudación por este impuesto se está incrementando en los últimos meses.



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 2008 entre el total de los ingresos netos del mismo ejercicio.

47. El IGV, nuestro principal ingreso tributario, descendería de 8,5 por ciento del PBI en 2008 a 7,8 por ciento este año, lo que correspondería principalmente al componente importado que se reduciría de 4,2 a 3,2 por ciento del producto por la fuerte caída de nuestras importaciones.



48. El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC), que se vio favorecido por los aumentos de tasas del ISC a los combustibles realizados en el último trimestre de 2008, registraría un crecimiento en términos del producto, pasando de 0,9 a 1,1 por ciento del PBI, explicados por el aumento del ISC a los Combustibles de 0,4 a 0,6 por ciento del producto.



49. Las proyecciones para los años 2010 y 2011 consideran ingresos corrientes de 18,9 y 19,3 por ciento del producto, respectivamente, niveles consistentes con la aceleración del crecimiento de la actividad económica y con la proyección de las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación para los próximos años.





Evolución de los gastos fiscales

50. En el periodo enero-setiembre, el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 17,6 por ciento del producto, lo que representa un crecimiento del 6,7 por ciento en términos reales. Esta variación se sustenta principalmente por el incremento de la inversión del gobierno general (23 por ciento), consecuencia de los programas de estímulo y de las normas que se han ido promulgando para agilizar la inversión, especialmente de los gobiernos subnacionales. Ello ha contribuido a que la inversión de los gobiernos regionales aumente en 51 por ciento en términos reales, la del gobierno nacional en 20 por ciento, y la de los gobiernos locales en 16 por ciento. Debe indicarse que en el caso de los gobiernos locales el crecimiento de la inversión en 2008 llegó a ser cerca del 100 por ciento.



Por su parte, el gasto corriente del gobierno general registró un incremento de 0,9 por ciento en términos reales, variación que sin embargo se incrementa a 4,5 por ciento si descontamos el efecto de las transferencias al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo, tanto de este año (S/. 1 000 millones) como del año pasado (S/. 2 150 millones).

51. El año 2009 cerraría con un aumento real del gasto no financiero de 8,7 por ciento, crecimiento que incluye las medidas contracíclicas ejecutadas por el gobierno. Esta variación incluye un crecimiento del 22 por ciento para la inversión pública, incremento que, sin embargo, resulta menor al proyectado en el Reporte de setiembre, dado que aún se mantienen algunas limitaciones que no coadyuvarían a alcanzar la meta de crecimiento proyectada en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) revisado del mes de agosto (40 por ciento).



52. Para los años **2010 y 2011** se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de alrededor de 10 y 6 por ciento, respectivamente. La inversión pública sigue siendo el rubro más dinámico de gasto proyectándose para los próximos años, 2010 y 2011, un crecimiento de 22,0 y 9,8 por ciento, respectivamente.

Requerimiento financiero

53. El requerimiento de financiamiento para el sector público en el año 2009 bajaría de US\$ 3 799 millones proyectados inicialmente a US\$ 3 203 millones, lo cual refleja principalmente la revisión de la proyección del déficit fiscal de 2,0 por ciento del PBI a 1,5 por ciento. Para los años 2010 y 2011 se proyecta un requerimiento financiero de US\$ 3 643 millones y de US\$ 3 405 millones, respectivamente, monto que se puede cubrir con fuentes externas e internas.
54. El 23 de noviembre de 2009 el gobierno realizó una operación de administración de deuda interna en la que se intercambiaron S/. 833 millones de bonos soberanos con vencimiento en 2011 (BS 2011) por S/. 9 millones de bonos soberanos con una maduración en 2017 (BS 2017) y S/. 797 millones de bonos soberanos que vencen en 2026 (BS 2026). El monto transado representa el 59 por ciento del total de BS 2011 (S/. 1 417 millones), monto máximo de la propuesta.

Adicionalmente, mediante la transacción descrita se logró incrementar la vida media de la deuda doméstica, al canjear bonos con una vida media de 1,7 años por bonos con una vida media ponderada de 16,6 años. Con esta operación se logró una mayor liquidez de bonos con mayor duración en la curva de rendimiento, lo cual responde a la confianza que los inversionistas tienen sobre los fundamentos de la economía.





CUADRO 19
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2008	2009 *		2010 *		2011 *		
		Ene. - Set.	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09	Ri Set.09	Ri Dic.09
I. Usos	-827	718	3 799	3 203	3 440	3 643	3 491	3 405
1. Amortización	1 971	791	1 184	1 109	1 249	1 260	1 733	1 475
a. Externa	1 449	615	927	876	950	950	962	962
b. Interna	522	176	257	233	299	310	771	512
Del cual: Bonos de Reconocimiento	94	65	131	105	169	176	142	149
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-2 798	-73	2 615	2 094	2 191	2 383	1 758	1 930
II. Fuentes	-827	718	3 799	3 203	3 440	3 643	3 491	3 405
1. Externas	1 100	294	1 458	1 194	1 904	1 062	1 777	1 342
2. Bonos 2/	473	1 659	1 956	1 840	907	947	1 400	1 097
3. Internas 3/	-2 400	-1 235	384	168	630	1 633	314	966
Nota:								
Saldo de deuda pública bruta								
En millones de US\$	30 648	32 757	33 199	33 523	35 258	34 595	36 598	35 565
En porcentaje del PBI	24,0	26,8	26,0	26,4	25,3	23,8	24,8	23,3
Saldo de deuda neta 4/								
En millones de US\$	15 701	15 681	17 503	16 764	20 104	19 233	21 611	20 883
En porcentaje del PBI	12,3	12,8	13,7	13,2	14,4	13,3	14,6	13,7

Ri: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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

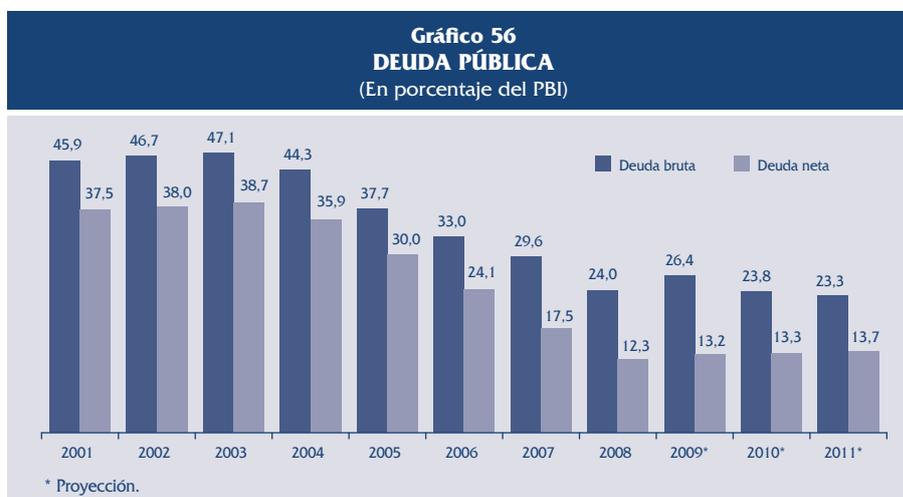
2/ Incluye bonos internos y externos.

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

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

Fuente: BCRP, MEF.

55. Como producto de las operaciones de financiamiento se proyecta que la deuda bruta ascenderá a fines de 2009 a 26,4 por ciento del PBI, en tanto que la deuda neta llegaría a representar 13,2 por ciento del producto. Para el 2011, se espera una reducción en el nivel de deuda bruta a 23,3 por ciento.



V. Política Monetaria

56. Las previsiones de inflación del Reporte de setiembre se vienen efectivizando e indican que el actual nivel de estímulo monetario (tasa de referencia en 1,25 por ciento) es compatible con la meta de inflación en el horizonte de proyección. De esta manera, el Banco Central continúa fomentando condiciones crediticias más flexibles y promoviendo así las transacciones financieras y económicas domésticas, considerando que la recuperación de la economía mundial será lenta y no exenta de riesgos. Asimismo, el BCRP continuó utilizando operaciones de inyección de liquidez a plazo, *swaps* y acortando el plazo de sus CDBCRP para inducir un mayor aplanamiento de la curva de rendimiento hasta 1 año, reforzando de esta manera la posición expansiva de la política monetaria.
57. Desde octubre de 2009, la tasa de inflación se ubica por debajo del rango de tolerancia de la meta del Banco Central, conforme a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, evolución asociada a la reversión de los choques de oferta, tanto domésticos como externos observados el año pasado. La inflación subyacente, que aísla estos efectos transitorios, se ubica dentro del rango de tolerancia. Asimismo, se observan señales claras de mayor dinamismo de la demanda interna doméstica, pero en un entorno de recuperación de la economía mundial que se prevé será lenta. En este contexto, el BCRP decidió conservar invariable su estímulo monetario manteniendo la tasa de referencia de política en 1,25 por ciento en octubre, noviembre y diciembre (este nivel es el mínimo histórico).
58. La posición expansiva de la política monetaria ha favorecido el continuo crecimiento del crédito muy por encima del PBI nominal, con lo que continúa el proceso de profundización financiera de la economía. Asimismo, las tasas de interés de las entidades financieras continuaron a la baja, principalmente las de menor plazo y riesgo, en línea con las reducciones de la tasa de referencia. De otro lado, las tasas de interés de créditos a microempresas e hipotecario en moneda nacional continúan reduciéndose respondiendo con rezago al estímulo monetario.
59. En el mercado de capitales, las tasas de más largo plazo continúan con su tendencia a la baja, lo que se viene traduciendo en menores costos de financiamiento para la economía. Ello se traduce además en menores tasas para el fondeo de largo plazo de las entidades financieras, en particular para créditos hipotecarios, que en los últimos meses vienen mostrando un fuerte dinamismo en línea con el crecimiento del sector construcción. Estas mejores condiciones de acceso en el mercado de capitales están dinamizando la emisión de bonos corporativos, que en noviembre superó los S/. 1 200 millones, el mayor monto desde enero de 2007.





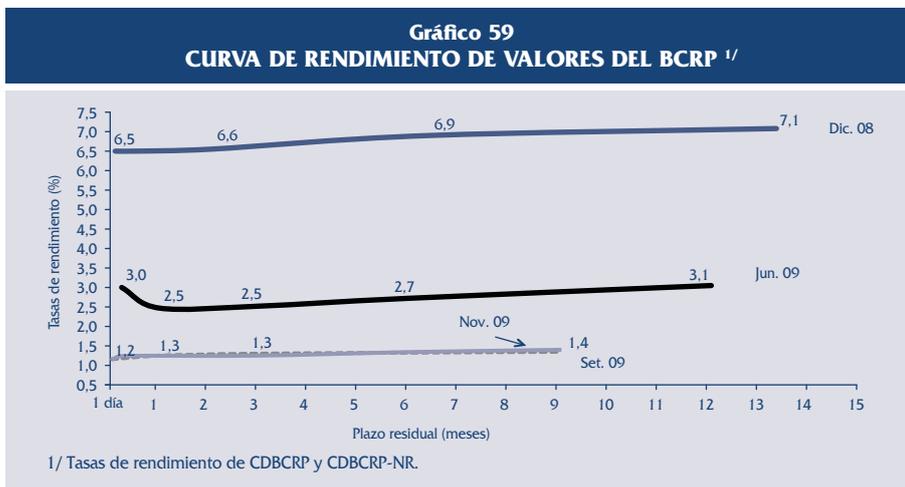
60. El Banco Central continuó reforzando el impacto de la reducción de su tasa de referencia en el resto de tasas de interés a través de subastas de *swaps* hasta 1 año y la reducción del plazo promedio de las colocaciones de los CDBCRP. En ambos casos, las acciones de política monetaria tienen como objetivo mantener elevados niveles de liquidez en la banca con la finalidad de aplanar la curva de rendimiento hasta 1 año y con ello complementar la posición expansiva de la política monetaria.

Entre setiembre y noviembre el Banco Central continuó realizando operaciones *swaps* semanales a plazos de un año, que a la fecha acumulan un saldo de S/. 293,5 millones, a una tasa promedio de 1,98 por ciento. En estas operaciones participaron activamente cajas municipales y rurales, que en conjunto poseen S/. 46 millones del saldo total.

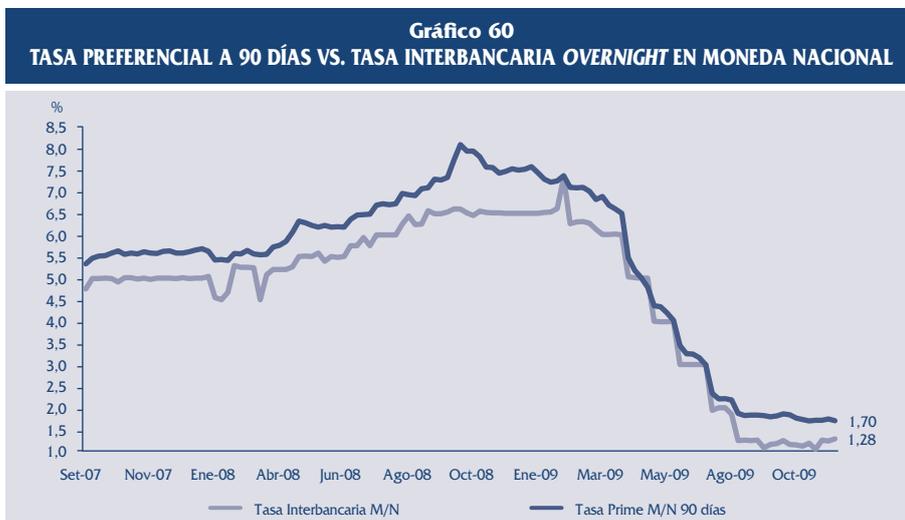


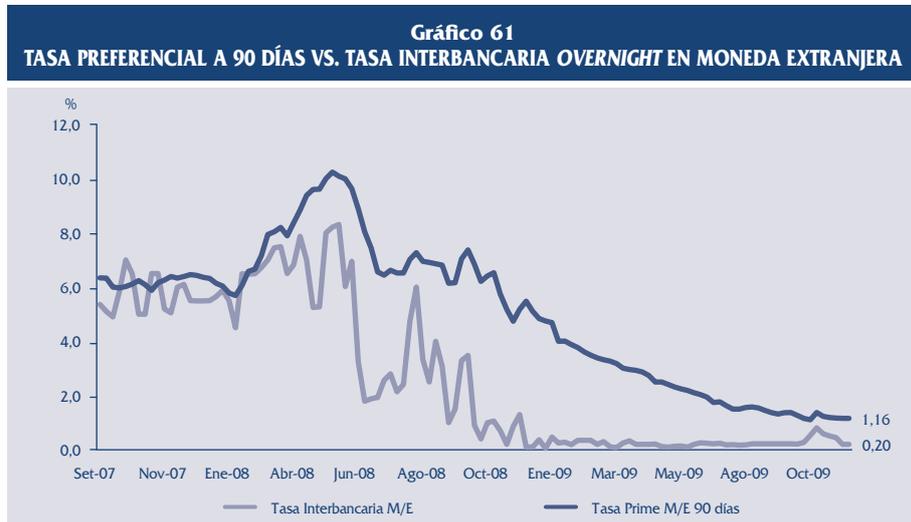
El plazo residual de los certificados del Banco Central se redujo de 86 días en agosto a 71 días en noviembre, concentrando un mayor volumen de colocaciones en los plazos menores a 3 meses. La colocación a plazos más cortos ha permitido mantener líquido al sistema financiero y reforzar la disminución de las tasas de interés. Esto es consistente con la decisión del BCRP de preservar el dinamismo de los flujos monetarios y crediticios y con el deseo de las entidades del sistema financiero de mantener posiciones líquidas.

61. Las tasas de interés hasta el plazo de un año se han reducido y la pendiente de la curva de rendimiento estaría indicando que, en el corto plazo, los agentes esperan que la tasa de referencia se mantenga sin modificación.

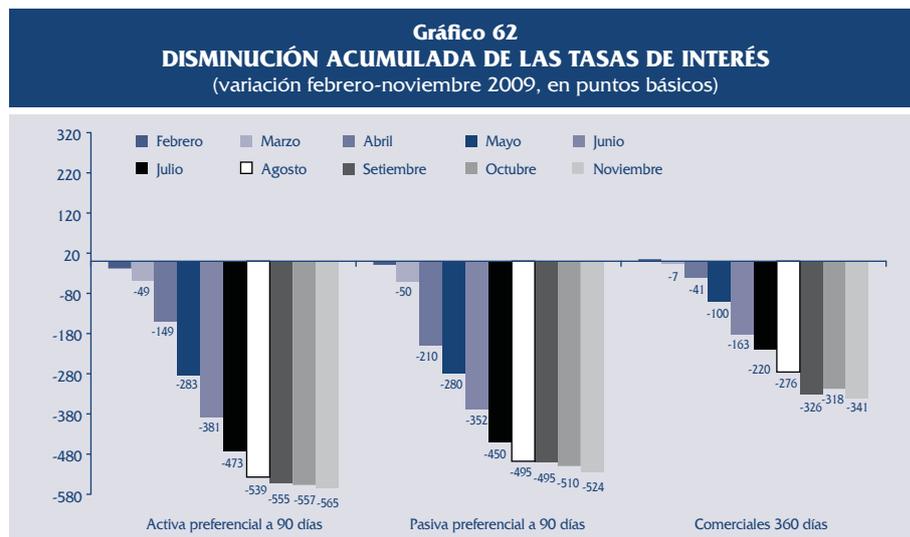


62. En respuesta al estímulo monetario del Banco Central, la tasa de interés preferencial para clientes corporativos en moneda nacional se redujo de 1,86 a 1,74 por ciento entre setiembre y noviembre en línea con la reducción de la tasa de referencia.





63. Las tasas promedio de las operaciones de crédito bancario (FTAMN) se mantuvieron bajas en noviembre (19,8 por ciento) y respecto a febrero de 2009 (23,0 por ciento) se redujeron en 304 pbs. A partir de setiembre se desaceleran las reducciones en las tasas de interés activas, debido a las expectativas de que el nivel mínimo histórico de 1,25 por ciento de la tasa de referencia alcanzado en agosto se mantendrá en los próximos meses.



64. En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas para depósitos de 31 a 180 días y para depósitos de 181 a 360 días se redujeron de 2,8 a 2,0 por ciento y de 5,0 a 3,9 por ciento, respectivamente. En el mismo sentido, se observó una reducción de 3,4 a 2,6 por ciento en la tasa para depósitos de 181 a 360 días en moneda extranjera.

CUADRO 20
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs)(set-nov)	
	Set-09	Nov-09	Set-09	Nov-09	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	1,2	1,2	0,3	0,5	-5	15
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,8	2,0	1,5	1,3	-76	-20
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,0	3,9	3,4	2,6	-114	-76
4. Activa preferencial corporativa	1,8	1,7	1,4	1,2	-10	-18
5. Activa promedio hasta 360 días	11,3	11,3	7,2	6,7	-8	-43
6. Activa promedio estructura constante	15,5	15,0	9,0	8,8	-49	-24
7. Activa promedio comercial	9,0	8,4	9,0	8,4	-58	-58

65. Entre setiembre y noviembre de 2009, las tasas de interés activas de las cajas municipales y rurales se han reducido principalmente para los créditos a la microempresa (cajas municipales de 41,6 a 40,3 por ciento y rurales de 40,4 a 38,7 por ciento) y de consumo (cajas municipales de 28,5 a 27,4 por ciento y rurales de 26,9 a 26,5 por ciento) debido al efecto rezagado de las reducciones en la tasa de referencia del BCRP en este segmento del mercado financiero. Estas disminuciones han sido mayores a las observadas en meses previos, a pesar del incremento en la morosidad de las cajas municipales, lo que estaría reflejando mayor competencia en este segmento de mercado.

CUADRO 21
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentajes)

	CAJAS MUNICIPALES				CAJAS RURALES DE AHORRO Y CRÉDITO			
	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Set-08	22,5	40,6	28,7	14,1	22,4	42,4	30,2	13,2
Dic-08	25,3	41,5	28,8	13,7	20,6	42,0	29,4	23,9
Ene-09	28,5	42,0	29,1	13,5	21,4	42,3	28,4	16,1
Feb-09	25,6	42,2	29,5	13,4	21,7	41,8	29,4	24,4
Mar-09	27,4	42,1	29,9	13,5	23,0	41,8	28,9	-
Abr-09	26,9	41,6	29,7	14,2	23,3	42,2	28,2	15,3
May-09	26,2	41,8	29,4	13,6	23,8	42,1	27,9	23,9
Jun-09	26,5	42,0	29,3	13,8	23,5	42,6	27,7	18,7
Jul-09	26,4	41,4	29,1	13,2	23,1	42,0	27,8	26,8
Ago-09	27,0	41,8	28,3	13,7	23,5	41,3	27,8	21,3
Set-09	26,3	41,6	28,5	14,0	23,7	40,4	26,9	16,6
Oct-09	26,5	40,7	27,6	13,7	22,5	38,5	26,8	17,4
Nov-09	26,0	40,3	27,4	13,9	21,8	38,7	26,5	19,9

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





66. Por otro lado, la morosidad para los distintos tipos de créditos otorgados por las entidades bancarias se mantiene baja aunque en este periodo se observa un ligero incremento, lo que habría influido en el incremento de las tasas de interés de algunas entidades.

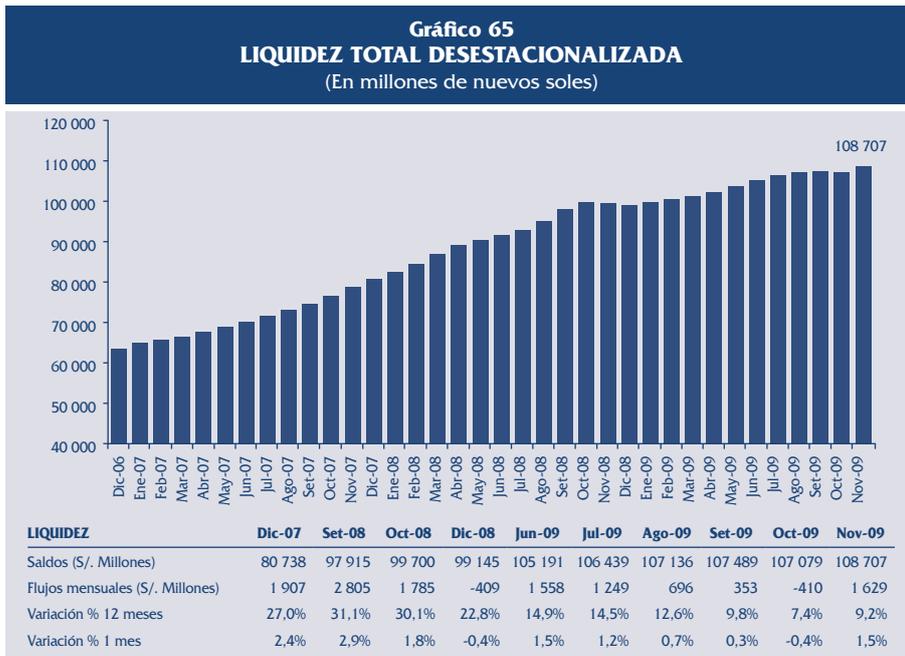


Liquidez y crédito

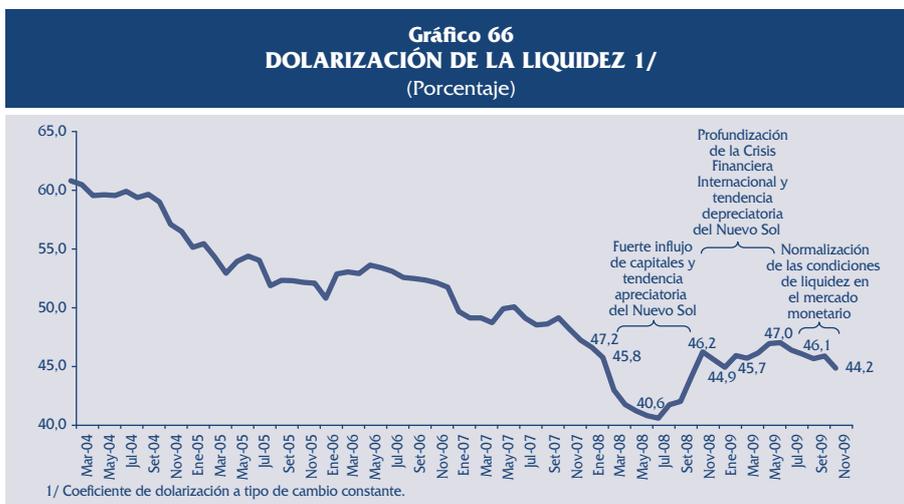
67. Los agregados monetarios han crecido durante este periodo lo que refleja el mayor dinamismo observado en la actividad económica desde julio y las condiciones monetarias y crediticias más flexibles impulsadas por la política monetaria. Así, el circulante desestacionalizado creció entre agosto y noviembre a una tasa promedio mensual de 1,4 por ciento, con lo que la tasa de crecimiento últimos doce meses alcanzó un nivel de 8,0 por ciento.



Similar comportamiento se observó en la liquidez total desestacionalizada, que creció en 0,5 por ciento en promedio durante el mismo periodo.



68. Con la normalización de las condiciones financieras y monetarias observadas desde julio y la percepción de menor incertidumbre, los agentes económicos han retomado el proceso de desdolarización financiera observada en los periodos previos a la crisis global. El coeficiente de dolarización de la liquidez continuó reduciéndose, pasando de 46,1 a 44,2 por ciento entre julio y noviembre.

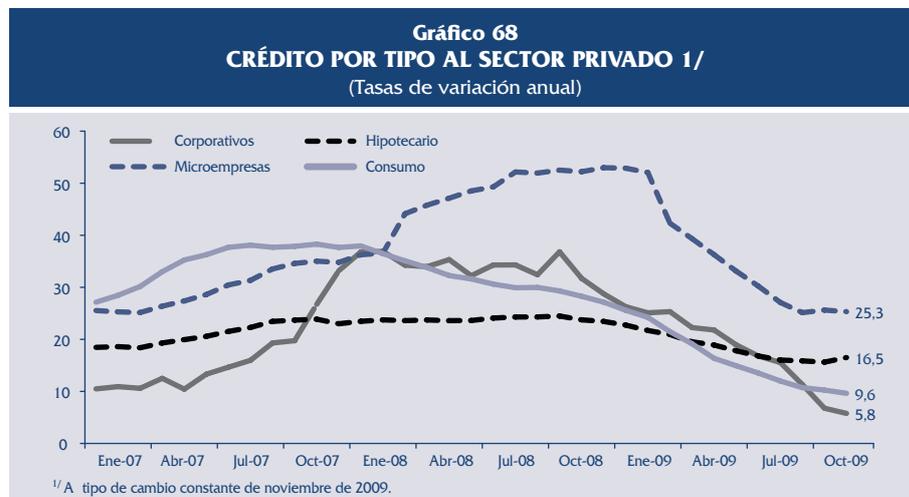




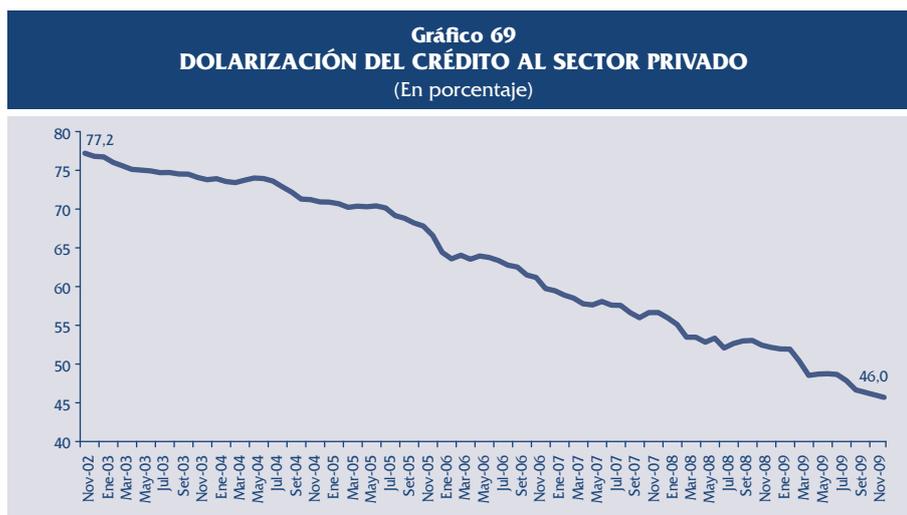
69. Por su parte el crédito al sector privado se ha mantenido en la senda de crecimiento sostenido. Entre agosto y noviembre, el crédito al sector privado creció a una tasa promedio mensual de 0,7 por ciento.



70. Por tipo de crédito se mantiene el mayor dinamismo en la tasa de crecimiento del crédito a microempresas que en noviembre se expandió 25,3 por ciento. Por su parte, los créditos de consumo e hipotecarios crecieron a tasas moderadas de 9,6 y 16,5 por ciento, respectivamente.



71. La evolución conjunta del crédito en nuevos soles y dólares ha sido acompañada por una reducción del coeficiente de dolarización del crédito al sector privado, el cual disminuyó de 48,7 por ciento en julio a 46,0 por ciento en noviembre.



RECUADRO 4

CONTRACCIÓN CREDITICIA INTERNACIONAL Y EL CRÉDITO EN EL PERÚ

La oportuna respuesta de la política monetaria frente a la crisis financiera internacional, mediante un conjunto de medidas de política monetaria, que incluyó además de la reducción de los encajes, la activación integral de los procedimientos de inyección de liquidez, permitió que el crédito al sector privado continúe creciendo durante el año 2009.





Una de dichas medidas, que fortaleció la capacidad de respuesta de la banca local a la restricción crediticia internacional y por tanto ayudó al sostenimiento del flujo del crédito al sector privado, fue el cambio del régimen de encaje a los adeudados con el exterior. En setiembre de 2007, el BCRP exoneró del requerimiento de encaje de 30 por ciento a los créditos con plazos promedio iguales o mayores a 2 años que los bancos recibían del exterior, incentivando la sustitución de las fuentes de financiamiento de las entidades financieras desde el corto plazo hacia el largo plazo, reflejándose inmediatamente en un impulso importante de la participación de los pasivos de largo plazo de 17 a 50 por ciento entre octubre y diciembre de 2007. Con esta medida, la participación de los adeudados de largo plazo en el total de financiamiento del exterior de los bancos se elevó de 22% en setiembre de 2007 a 58% en setiembre de 2008 y a 82% en setiembre de 2009.



La banca obtuvo financiamiento externo de largo plazo por alrededor de US\$ 3 000 millones entre 2007 y 2008, equivalente a 3% del PBI, antes que las condiciones financieras internacionales se endurecieran drásticamente a nivel mundial con la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008. Así, el mayor peso del fondeo de largo plazo fue en este periodo un factor estabilizador de las fuentes de financiamiento del crédito al sector privado.

El crédito mantuvo además su tendencia de desdolarización. Actualmente, la participación de los créditos en nuevos soles es 53 por ciento del total, frente a 36 por ciento hace 3 años, y a 25 por ciento hace 5 años. La desaceleración en el crecimiento del crédito en dólares, que pasó de 17% en 2008 a 1% desde la agudización de la crisis financiera internacional, refleja la menor demanda por créditos asociada a la caída de casi 40% en el comercio mundial en el último año, que se tradujo para nuestro país en menores importaciones y exportaciones por aproximadamente US\$ 12 000 millones. El saldo del crédito en moneda extranjera que los bancos destinan al comercio exterior se redujo de US\$ 2 359 millones en setiembre de 2008 a US\$ 1 535 millones en setiembre de 2009, en tanto que el saldo destinado al resto de los sectores se incrementó de US\$ 13 285 millones a

US\$ 14 330 millones en el mismo periodo. Tal como se observa en el siguiente cuadro, si se excluye la caída de la demanda por crédito asociada a comercio exterior, el crédito en moneda extranjera al sector privado creció en US \$ 1 042 millones y si se considera el financiamiento vía el mercado de bonos, el financiamiento total de las empresas en moneda extranjera creció en US \$ 1 311 millones.

CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA			
	Flujos		
	Oct.06-Set.07	Oct.07-Set.08	Oct.08-Oct.09 1/
Crédito en moneda extranjera (en millones de US\$)			
Comercio exterior	387	593	-845
Resto	1 294	2 760	1 042
Total	1 681	3 353	197
Financiamiento en moneda extranjera			
Resto	1 294	2 760	1 042
Bonos (en millones de US\$)	481	222	269
Total	1 776	2 982	1 311

1/ Se calculan los flujos entre los meses de setiembre, excepto el 2009 que se calcula con el último dato disponible.

Esta menor demanda de las empresas por créditos en dólares y la alta disponibilidad de liquidez en moneda extranjera de las entidades del sistema financiero, redujo la demanda de los bancos por fondos en el exterior. Cuando los factores de oferta de financiamiento explican la desaceleración del crédito, las tasas de interés se incrementan, porque el fondeo se vuelve escaso, y no disminuyen como en esta oportunidad, cuando la tasa de interés promedio interbancario en dólares cayó de 4,85% en agosto de 2008 a 2,62% en setiembre de 2008 y a 0,2% actualmente. De esta manera, se mantuvo la fluidez del crédito en la economía, con un mayor dinamismo del crédito en nuevos soles.

72. Por tipo de institución financiera la mayor velocidad de desdolarización entre julio y noviembre se dio a nivel de las empresas bancarias (de 54,3 a 52,0 por ciento). Por tipo de crédito la mayor desdolarización correspondió a los créditos hipotecarios (de 64,2 por ciento a 59,9 por ciento).

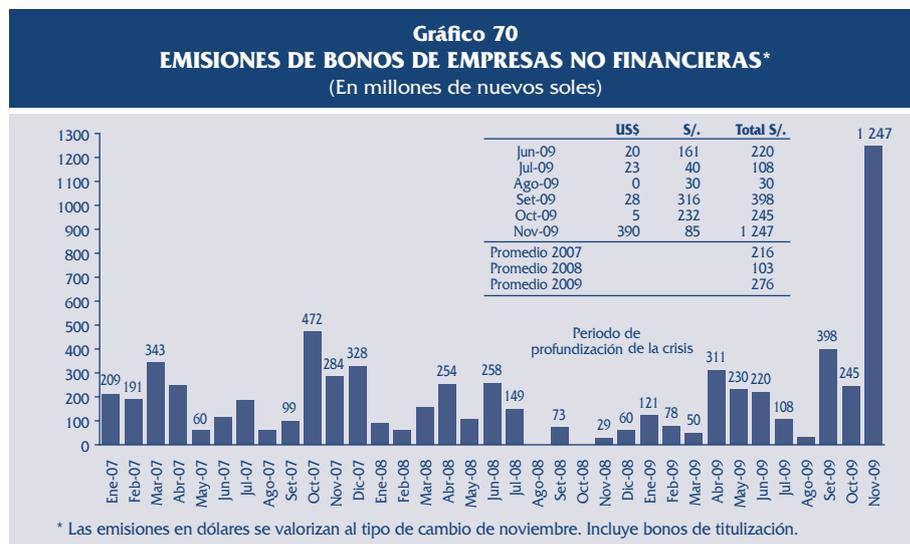
CUADRO 22 DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO							
	Jul.08	Dic.08	Jul.09	Ago.09	Set.09	Oct.09	Nov.09
Por tipo de crédito							
Créditos empresariales	69,1	68,9	65,6	65,0	63,9	63,7	63,6
Créditos a la microempresa	15,0	13,2	11,2	11,0	10,8	10,6	10,2
Créditos de consumo	16,4	16,6	14,9	14,6	14,2	14,2	13,9
Créditos hipotecarios	72,3	70,2	64,2	63,0	61,6	60,8	59,9
Por tipo de institución							
Empresas bancarias	57,5	57,3	54,3	53,5	52,3	52,1	52,0
Banca estatal	1,5	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
Instit. de microfinanzas	19,7	19,0	15,1	14,8	14,3	14,2	13,7
TOTAL	52,1	52,2	48,7	47,9	46,7	46,2	46,0





Mercado de capitales

73. Las emisiones privadas de empresas no financieras durante 2009 han tenido un comportamiento muy dinámico, superando ampliamente las realizadas en 2008 y alcanzando niveles similares a los de 2007, antes de la crisis financiera internacional. Así en noviembre, el monto de estas emisiones superaron los S/. 1 200 millones. Igualmente las tasas de interés de los bonos corporativos se han reducido de manera importante, alcanzando niveles similares a los observados durante 2007.



74. La recuperación del dinamismo de los mercados financieros y de capitales, acompañados de menor incertidumbre y menores riesgos se han traducido en menores costos de financiamiento para el sector privado, en particular del costo de las emisiones de bonos corporativos cuyos tasas de interés se han reducido significativamente desde 10,2 por ciento en octubre de 2008 a 6,9 en julio de 2009 y a 6,4 por ciento en noviembre.

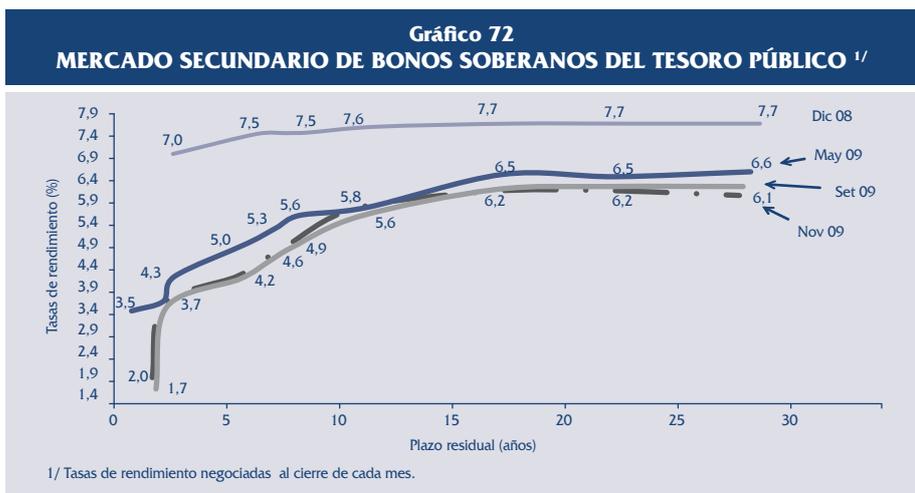


75. Los fondos privados de pensiones se han recuperado durante el año 2009 siguiendo fundamentalmente la evolución de los mercados de valores peruano y globales, alcanzando a setiembre de 2009 un total de S/. 66 277 millones superando a su máximo valor registrado en mayo de 2008. De igual manera, se observa una recuperación sustancial del patrimonio administrado por los fondos mutuos, que fueron afectados tanto en su rentabilidad como en la liquidación de los mismos, producto de la crisis financiera global que se agudizó en el tercer trimestre de 2008, aunque todavía se ubica por debajo del máximo alcanzado en junio de 2008.

CUADRO 23 SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES (En millones de soles)						
	Set/07/ Dic/06	Set/08/ Set/07	Set/09/ Set/08	POR AÑOS		
				2007	2008	2009
Valor del Fondo (Saldo)	61 954	52 944	66 277	60 406	49 380	66 277
Variación del Saldo	16 406	-9 010	13 333	14 859	-11 026	16 897
Aportes	4 117	4 775	4 751	5 223	4 807	3 613
Bono Reconocimiento	320	283	223	417	248	162
Resto	11 969	-14 068	8 359	9 219	-16 081	13 122

Fuente: SBS.

76. La curva de rendimiento de los bonos soberanos se mantuvo sin fuertes cambios en noviembre pero con niveles históricamente bajos, en particular en el tramo corto de la curva, reflejando la percepción de los agentes económicos de las condiciones de flexibilización en el mercado monetario y menores expectativas de inflación en el horizonte de proyección.



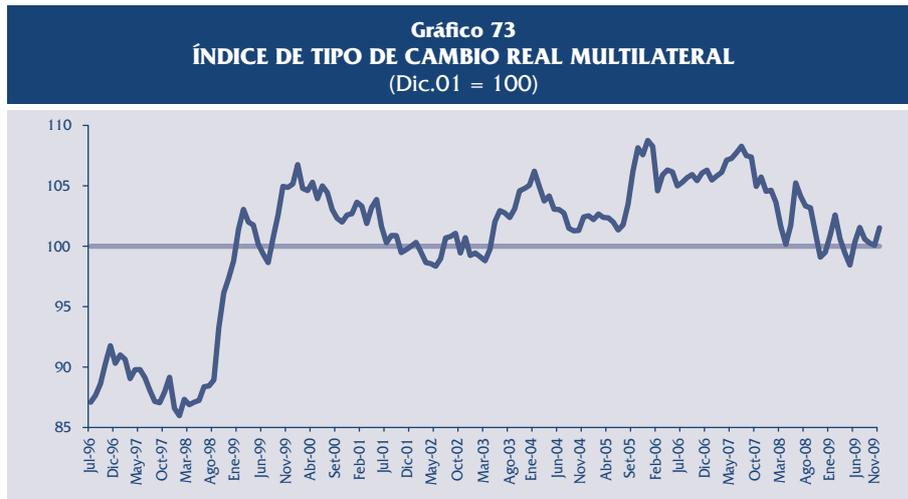
Tipo de cambio

77. Entre setiembre y noviembre, el tipo de cambio nominal promedio se apreció en 0,08 por ciento como reflejo de la debilidad del dólar en los mercados internacionales, y





movimientos de portafolio de agentes locales, principalmente AFPs que redujeron sus posiciones largas en moneda extranjera en respuesta a la disminución de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En términos reales, el tipo de cambio se ha ubicado a un nivel similar al alcanzado a inicios del presente año, y que también es similar al nivel promedio de los últimos 10 años.



78. A partir de la segunda quincena de agosto de 2009 el saldo de compras netas *forward* empezó a incrementarse reflejando presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio. Dicho saldo llegó a alcanzar el nivel récord de US\$ 2 196 millones a fines de octubre. En noviembre las presiones en el mercado cambiario disminuyeron significativamente y el saldo de compras netas alcanzó el nivel de US\$ 1 654 millones al cierre de este mes.



79. Entre setiembre y noviembre el BCRP realizó compras en Mesa de Negociación por US\$ 1 179 millones para reducir la volatilidad del tipo de cambio generada por una reversión de las posiciones largas en moneda extranjera de inversionistas institucionales domésticos.



80. De setiembre a noviembre, las expectativas de tipo de cambio para el 2010 y 2011 se redujeron, reflejando las condiciones vigentes de los mercados. Así, para los analistas económicos y empresas del sistema financiero, el tipo de cambio cerraría el 2010 en S/. 2,90 y S/. 2,88 por dólar, respectivamente. Para 2011, los analistas esperan que el tipo de cambio cierre en S/. 2,85, por debajo de lo que esperaban en setiembre (S/. 2,91 por dólar).

CUADRO 24
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos Soles por dólar)

	Set.09	Oct.09	Nov.09
Empresas financieras			
2010	2,90	2,90	2,88
2011	2,90	3,00	2,90
Analistas económicos			
2010	3,00	2,91	2,90
2011	2,91	2,87	2,85
Empresas no financieras			
2010	3,00	3,00	3,00
2011	3,10	3,05	3,00





81. Las compras en el mercado cambiario han permitido seguir acumulando preventivamente reservas internacionales por US\$ 1 336 millones en el último trimestre del año, con lo que el saldo se elevó a US\$ 33 428 millones en noviembre de 2009.



RECUADRO 5

LAS VENTAJAS DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA ECONOMÍAS EMERGENTES

En los años previos a la crisis, en un contexto de significativa expansión de liquidez y alto crecimiento económico, muchas economías emergentes fortalecieron su marco de política económica y disminuyeron sus vulnerabilidades, lo que se reflejó en una casi inexistente necesidad de financiamiento de la balanza de pagos. Aquellas economías que, previo al agravamiento de la crisis, presentaban menores ratios de vulnerabilidad externa son las que enfrentan hoy en día menores caídas en sus tasas de crecimiento. Perú no fue ajeno a este proceso, lo que se plasmó en la reducción significativa de la deuda pública de 47 a 30 por ciento del PBI y de su deuda externa de 48 a 31 entre 2003 y 2007.

En ese contexto, muchas economías emergentes fueron tomando acciones preventivas frente a eventuales necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, tales como: *pool* de reservas y acuerdos de financiamiento intraregional; el financiamiento contingente de instituciones multilaterales, como la recién creada Línea de Crédito Flexible del FMI; acuerdos *swaps* bilaterales por liquidez en moneda extranjera, entre otros. Sin embargo, estos instrumentos presentan dos limitaciones importantes: i) No son de disponibilidad inmediata, en la medida que se requiere la aprobación de un ente externo al país para poder acceder a los fondos, ii) pueden resultar insuficientes en contextos de necesidades de liquidez sistémica que afectan a toda una región.

En este contexto la acumulación preventiva de reservas internacionales, en particular para economías emergentes pequeñas, se constituye en un mecanismo crucial para enfrentar las crisis. La acumulación de reservas internacionales permite aminorar las restricciones que impone el acceso imperfecto a los mercados financieros internacionales, y hace más factible que las economías emergentes implementen políticas monetarias contra-cíclicas, y por lo tanto reduce la necesidad de ajustes drásticos en el gasto agregado frente a escenarios externos negativos. Con un nivel adecuado de reservas internacionales, las economías pueden aminorar el impacto negativo de caídas transitorias en los ingresos por exportación o de salidas de capitales de corto plazo a través de varios mecanismos. Por un lado, el Banco Central puede utilizar las reservas internacionales para reducir las presiones sobre la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera del sistema financiero, por ejemplo, a través de una reducción en la tasa de encaje. De esta manera las entidades financieras no requieren contraer su oferta de crédito para enfrentar una reducción en el financiamiento de corto plazo del exterior.

También, el Banco Central puede contener una depreciación abrupta de la moneda, vendiendo directamente moneda extranjera y de esta forma reducir el efecto negativo de la salida de capitales sobre el tipo de cambio y a través de este canal en la posición financiera de las empresas. En economías dolarizadas como la peruana, las reservas internacionales también permiten que el Banco Central cumpla su función de prestamista de última instancia, al permitirle otorgar liquidez en moneda extranjera a la banca en episodios de corridas de depósitos o segmentación del mercado de dinero en dólares. Esto contribuye a mantener las tasas de interés y el crédito estables, aún en periodos de elevada incertidumbre en los mercados financieros.

Asimismo, la experiencia reciente evidencia que el mismo hecho de mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros internacionales a las economías emergentes. Las reservas internacionales, al reducir el riesgo de falta de liquidez internacional y la necesidad de ajustes macroeconómicos abruptos, generan mayor estabilidad en el ciclo económico lo que a su vez lleva a una menor percepción de riesgo país. Esto último ha permitido que economías como Perú puedan emitir durante 2009, en plena crisis financiera internacional, casi US\$ 2 000 millones en bonos globales a tasas cercanas al 7 por ciento y a plazos de más de 20 años.





Una política preventiva de acumulación de reservas internacionales tiene la ventaja adicional que no es incompatible con la flotación cambiaria, al ser complementada por operaciones de esterilización monetaria, consistentes con la meta operativa de tasa de interés de referencia. La flotación cambiaria con intervención ocasional orientada a reducir la volatilidad del tipo de cambio no genera los desequilibrios y la potencial inestabilidad de la balanza de pagos que tienen los regímenes de tipo de cambio fijo. Por el contrario, permite preservar la estabilidad del sistema financiero, en la medida que fortalece la posición de liquidez internacional, y por tanto permite al Banco Central una mayor capacidad para proveer liquidez en moneda extranjera en episodios de estrés financiero.

RECUADRO 6

EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE LOS BONOS CUBIERTOS

El mercado de créditos hipotecarios del país es aún pequeño respecto a otras economías de la región: mientras que en el Perú este tipo de créditos equivale al 3% del PBI, en Chile, México y Colombia representan el 15 por ciento, 11 por ciento y 5 por ciento, respectivamente⁶. Así, existe un amplio margen para el desarrollo del mercado financiero hipotecario peruano. Una alternativa para ello son los bonos cubiertos, títulos de deuda respaldados por un colateral, que pueden representar una importante fuente de recursos para la financiación de préstamos hipotecarios.

En países con mercados hipotecarios desarrollados, los llamados instrumentos financieros hipotecarios (títulos respaldados por créditos hipotecarios) han tenido un rol importante para sostener el financiamiento de viviendas en el mediano plazo, en la medida que permiten canalizar recursos del mercado de capitales (administrados por los fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros, por ejemplo) hacia el financiamiento hipotecario.

Modelos de emisión de instrumentos financieros hipotecarios

La literatura económica ha identificado dos modelos bajo los cuales opera la emisión de los instrumentos financieros hipotecarios, a saber: el modelo de bonos cubiertos y el modelo de titulización o “de originar para distribuir”.

Los instrumentos clasificados en el modelo de bonos cubiertos son emitidos directamente por la institución originadora de los activos que se constituyen como garantía, los que comúnmente consisten en créditos hipotecarios y otros activos de alta calidad. La principal característica de este modelo consiste en que el riesgo de crédito permanece en el balance del banco. En cuanto a su uso y difusión, este modelo es seguido actualmente por la mayoría países europeos.

6 Morris, Felipe, Estudio sobre programas de vivienda: caso Perú, BID, 2009.

Por su parte, los instrumentos categorizados en el modelo de titulización son emitidos por un vehículo de propósito especial (empresa tituladora) que adquiere un conjunto de créditos hipotecarios originados por entidades financieras, los que servirán de respaldo para su emisión. Este último modelo ha sido utilizado principalmente por entidades financieras en Estados Unidos.

En el caso del segundo modelo, los créditos que sirven de respaldo para la emisión salen del balance del banco originador y son intercambiados por un activo sin riesgo (efectivo), que podría ser utilizado para la concesión de créditos adicionales. Mediante estas operaciones, aquellos bancos que se encuentran cerca del límite legal de apalancamiento ven inmediatamente reducido su coeficiente de activos ponderados por riesgo respecto a su patrimonio, lo que les permite utilizar el financiamiento obtenido para conceder nuevos préstamos, con la consecuente incorporación de nuevos riesgos a su balance.

Experiencia internacional de los bonos cubiertos

En el caso de los bonos cubiertos, el hecho de que los activos se mantengan dentro del balance de la institución financiera permite alinear mejor los incentivos de los inversionistas y el de las instituciones financieras, pues ahora estas últimas también están expuestas a la calidad de los créditos que otorgan. Por otro lado, típicamente el conjunto de activos de alta calidad que respalda los bonos cubiertos, está activamente manejado, de tal forma que los activos “malos” son reemplazados por “buenos” todo el tiempo⁷.



Cabe indicar que en la actual coyuntura de crisis financiera internacional, si bien los bonos cubiertos también se han visto adversamente afectados, han registrado un mejor comportamiento en términos de precios respecto a instrumentos alternativos como las titulaciones respaldadas por hipotecas o *mortgage backed securities* (MBS).

⁷ D. Hancock y W. Passmore, “Tree Mortgage Innovations for Enhancing the American Mortgage Market and Promoting Financial Stability”, Federal Reserve System, versión preliminar, octubre 2008.





Adicionalmente, el desarrollo de estos bonos presenta diversas ventajas, tales como: (i) un mejor calce de plazos entre los activos (los nuevos créditos) y los pasivos (el instrumento de financiamiento hipotecario) de las operaciones de los intermediarios financieros; (ii) el acceso a nuevas fuentes de financiamiento a bajo costo para las entidades emisoras; (iii) el acceso a mayores fuentes de financiamiento por parte de los demandantes de vivienda, con lo que se promueve el acceso a la vivienda; (iv) una mayor diversificación y profundidad del mercado de capitales local, al proveer títulos financieros que podrían ser demandados por los fondos privados de pensiones y otros inversionistas institucionales; y (v) la aparición de un nuevo instrumento en nuevos soles que podría ser usado como colateral en las operaciones monetarias del BCRP.

Sin embargo, los países que han podido aprovechar las ventajas de los bonos cubiertos cuentan, por lo general, con leyes y reglamentos que establecen una serie de requisitos que asegura la predictibilidad en los procedimientos a seguir ante cambios en las condiciones del emisor, del bono y de sus colaterales. Entre los temas que frecuentemente están previstos en estas regulaciones se encuentran: (i) el requisito de identificar explícitamente los créditos que sirven de respaldo a la emisión; (ii) el nivel mínimo del valor del crédito respecto al valor de la vivienda hipotecada; (iii) los procedimientos para la sustitución de una fracción de la cartera que sirve como colateral de la emisión en caso de prepago o deterioro crediticio de los préstamos; (iv) los niveles mínimos de sobrecolateralización; (v) el uso de los flujos de liquidez proveniente del servicio regular de los créditos usados como colaterales; (vi) las entidades que se encargarán de supervisar la adecuada identificación de los créditos, la sustitución y el uso de recursos, así como su elección; y (vii) el destino de los colaterales en caso de liquidación de la empresa emisora.

Todas estas características permiten que los bonos posean estructuras simples y estandarizadas, lo que los hace fácilmente comparables dentro de esta categoría de instrumentos, característica esencial para proveer liquidez a su negociación y para su uso con fines alternativos, tales como la provisión temporal de liquidez.

Bonos y créditos hipotecarios en el Perú

En el Perú, el saldo de créditos hipotecarios otorgados por el sistema financiero a marzo de 2009 ascendió a S/. 12 387 millones (3 por ciento del PBI), de los cuales solo el 2 por ciento (S/. 247 millones) es financiado por instrumentos hipotecarios y el 18 por ciento por recursos del Fondo MiVivienda (FMV). El resto se financia con depósitos del propio sistema financiero, siendo los de más largo plazo los fondos de la Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) y los de inversionistas institucionales, particularmente de fondos de pensiones, cuya volatilidad es bastante alta. Este descalce de plazos podría ser evitado con el desarrollo de instrumentos hipotecarios.

Los créditos hipotecarios son provistos principalmente por las empresas bancarias, que concentran el 95,8 por ciento del total, y representan el 13 por ciento del total de las colocaciones bancarias. Por otro lado, los créditos hipotecarios aún muestran un alto nivel de dolarización, aunque éste ha venido disminuyendo en los últimos tres años. Así, en 2008 el flujo de nuevos créditos en soles ha sido más del doble de los pactados en dólares, lo que ha generado que el coeficiente de

dolarización caiga de 80 por ciento en 2007 a 60 por ciento en octubre 2009. En el caso del Perú, la emisión de bonos hipotecarios en nuevos soles también podría contribuir a desdolarizar el crédito, lo que beneficiaría a los clientes bancarios a través de una disminución de los riesgos asociados a la depreciación del Nuevo Sol.

Por lo tanto, una regulación más precisa de la estructuración de los bonos cubiertos, que incluya los requisitos establecidos en los países que han intensificado su uso, permitiría que tanto el sistema financiero como las familias, en general, se vean beneficiados con la emisión de estos instrumentos.





VI. Inflación

82. La inflación se ubicó por debajo del rango meta en un contexto de reducción de expectativas de inflación y reversión de los choques de oferta en los precios de los alimentos. Al mes de noviembre de 2009 la tasa de inflación acumulada en los últimos doce meses fue 0,3 por ciento. A diciembre 2008 se había registrado una inflación de 6,65 por ciento. La reversión de las alzas en los precios de los *commodities*, en un contexto de crisis internacional, la apreciación cambiaria y la contracción de la demanda interna permitió la reducción de los precios internos de los combustibles y de algunos alimentos.

En el caso del precio del petróleo, a pesar de la recuperación registrada en los últimos meses, el precio promedio de noviembre 2009 fue menor en 22 por ciento al precio promedio 2008. Ello repercutió en los precios de los combustibles, los que pasaron de una variación últimos doce meses de -0,04 por ciento en diciembre 2008 a -17,0 por ciento en noviembre 2009.



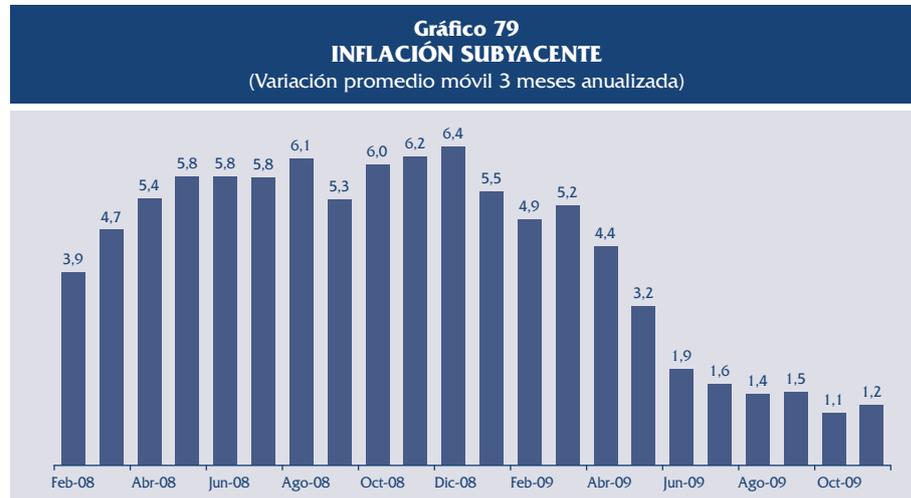
La reducción de las cotizaciones en el caso de los principales insumos alimenticios (trigo, maíz y soya) en 2009 respecto al promedio de 2008 contribuyó al menor precio de los alimentos. La variación de los últimos doce meses en los precios de los alimentos pasó de 9,7 por ciento en diciembre 2008 a 1,1 por ciento en noviembre 2009.



83. La inflación subyacente ha disminuido de tasas anualizadas por encima de 6 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 a tasas cercanas al límite inferior del rango meta en noviembre de 2009, reflejando la reducción de la brecha del producto y las expectativas de inflación. Dos tercios de la caída de la inflación total se explica por el componente no subyacente de la inflación.

CUADRO 25 INFLACIÓN						
	Peso	2008		Enero - noviembre 2009		Diferencia (B)-(A)
		Var. %	Contribución (A)	Var. %	Contribución (B)	
I. IPC	100,0	6,65	6,65	-0,07	-0,07	-6,72
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	60,6	5,6	3,2	2,3	1,3	-1,9
Bienes	34,0	5,3	1,7	2,1	0,7	-1,0
Servicios	26,6	5,9	1,5	2,5	0,6	-0,9
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	39,4	8,1	3,4	-3,2	-1,4	-4,8
Alimentos	22,5	11,0	2,6	-1,8	-0,4	-3,1
Combustibles	3,9	0,0	0,0	-14,6	-0,8	-0,8
Transportes	8,4	5,9	0,5	-1,0	-0,1	-0,6
Servicios públicos	4,6	7,5	0,3	-1,4	-0,1	-0,4





84. La inflación acumulada entre enero y noviembre fue -0,07 por ciento. Los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación acumulada en el periodo enero–noviembre 2009 fueron comidas fuera del hogar, azúcar, pescado, artículos de limpieza y matrícula y pensión de enseñanza. Por otro lado, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron papa, huevos, arroz, kerosene y gasolina y lubricantes.

CUADRO 26 INFLACIÓN						
	Ponderación	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-Nov.	12 meses
Inflación	100,0	1,14	3,93	6,65	-0,07	0,29
1. Alimentos y bebidas	47,5	1,76	6,02	9,70	0,36	1,13
2. Resto de componentes	52,5	0,61	2,02	3,86	-0,50	-0,51
a. Combustibles y electricidad	6,2	-3,16	5,21	1,65	-11,45	-13,52
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-14,64	-17,01
Electricidad	2,2	-7,30	1,92	6,31	-3,20	-4,30
b. Transporte	8,4	1,12	0,82	5,86	-0,95	-0,14
c. Servicios públicos	2,4	1,22	-1,44	8,68	0,33	0,39
d. Otros bienes y servicios	35,5	1,28	1,89	3,51	2,06	2,34
Nota						
Subyacente	60,6	1,37	3,11	5,56	2,27	2,68
Subyacente sin alimentos y bebidas	35,5	1,28	1,89	3,51	2,06	2,34

CUADRO 27
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - NOVIEMBRE 2009

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	12,0	3,2	0,37	Papa	1,5	-22,5	-0,49
Azúcar	1,4	30,5	0,34	Kerosene	1,2	-17,5	-0,37
Matrícula y pensión de enseñanza	5,1	4,5	0,24	Gasolina y lubricantes	1,5	-18,8	-0,36
Pescado fresco y congelado	1,1	12,0	0,13	Arroz	2,3	-13,5	-0,34
Artículos de limpieza	1,4	7,5	0,11	Huevos	0,7	-18,4	-0,19
Total			1,19	Total			-1,75

Inflación importada

85. La inflación importada registró a noviembre una variación acumulada -6,9 por ciento. Esta caída se explica por la evolución del componente de combustibles (-14,6 por ciento), alimentos importados (-2,9 por ciento) y aparatos electrodomésticos (-2,3 por ciento).

CUADRO 28
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2009
(Variación porcentual acumulada)

	Peso	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-Nov.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	12,1	0,27	10,46	2,20	-6,88	-7,97
Alimentos	5,4	2,08	18,83	4,75	-2,90	-3,22
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-14,64	-17,01
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,29	-1,50	-0,06	-2,30	-2,16
Otros	1,8	0,64	0,47	0,46	-0,23	-0,08
II. IPC INTERNO	87,9	1,28	2,84	7,44	1,08	1,72
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	-0,07	0,29
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,36	-6,70
Importado no alimentos	6,7	-1,02	4,31	0,06	-10,37	-12,07
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	1,72	4,14	10,53	0,88	1,83
Doméstico no alimentos	45,8	0,89	1,64	4,53	1,29	1,60





Expectativas de inflación

86. Las expectativas de inflación de los agentes económicos para 2009 se han reducido respecto a la información presentada en el Reporte de setiembre. Para 2010 y 2011, en general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación para estos años dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento).

CUADRO 29
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:
INFLACIÓN (%)

	Setiembre 2009	Noviembre 2009
SISTEMA FINANCIERO		
2010	2,5	2,2
2011	2,9	2,5
ANALISTAS ECONÓMICOS		
2010	2,5	2,0
2011	2,8	2,0
EMPRESAS NO FINANCIERAS		
2010	3,0	2,5
2011	3,0	2,5

87. En lo que respecta a los precios promedio de insumos y de venta para los próximos 3 a 4 meses, el índice de expectativa de precio promedio de insumos se eleva de 56 en el Reporte de setiembre a 57 en este Reporte, lo que se debe a que el porcentaje de empresas que espera una reducción de los precios de insumos ha disminuido. Por su parte, el índice de expectativa de precio promedio de venta ha disminuido de 58 a 55 desde el último Reporte.



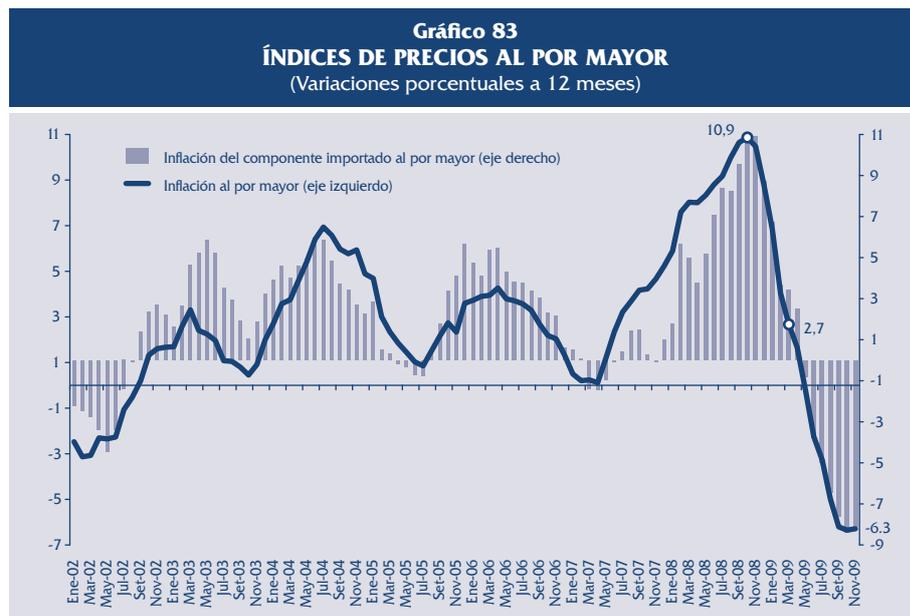
Pronósticos de Inflación

88. La proyección de inflación de 2009 se revisa levemente a la baja con respecto al Reporte de Inflación de setiembre, como resultado de un menor crecimiento de la actividad económica y menores expectativas de inflación. Desde julio de 2009 la inflación retornó a la meta, a partir de octubre se ubica transitoriamente por debajo del límite inferior del rango meta como se previó en el Reporte de Inflación de setiembre. Para 2010 se espera que la inflación retorne al rango meta a inicios del segundo trimestre.
89. La tendencia decreciente de la inflación durante 2009 ha sido consecuencia de la reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos de origen importado y por la reducción en las expectativas de inflación hacia el nivel meta. En ese sentido, la tasa de inflación a 12 meses ha pasado de 6,5 por ciento en enero 2009 a 1,9 por ciento en agosto y a 0,3 por ciento en noviembre de este año.





90. En línea con lo señalado en el Reporte de Inflación de setiembre, el deterioro de las condiciones económicas globales ha sido severo y ha afectado el dinamismo de la actividad económica doméstica. Este impacto ha sido amplificado por el fuerte ajuste de los inventarios. En ese sentido, la desaceleración del crecimiento del PBI en los nueve primeros meses de 2009 resultó mayor que la prevista en el escenario base del Reporte de Inflación de setiembre. Este menor punto inicial incide a la baja sobre la senda de crecimiento del PBI para 2009.
91. El menor punto inicial del cuarto trimestre de 2009 está asociado a una inflación importada menor, por debajo incluso de lo previsto en el Reporte anterior. Esto se atribuye a los efectos negativos de la recesión internacional acompañados de la lenta reactivación las economías líderes y sus efectos sobre los precios de insumos importados, tales como derivados de petróleo, alimentos e insumos de construcción. El impacto de ambos factores se ve reflejado en la evolución reciente a la baja del índice de precios al por mayor y de su componente importado.



92. En proyección, se espera una gradual corrección al alza del precio de los commodities en línea con la recuperación paulatina de la economía mundial entre 2010 y 2011. En ese sentido, se prevé una contribución moderada del alza de la inflación importada sobre la inflación total.
93. El mercado de futuros de granos supone un alza de las cotizaciones para el próximo año en línea con la recuperación de la economía mundial, tal como ya se ha venido observando en los últimos dos meses. Estos mayores costos de insumos de alimentos importados se proyecta serían absorbidos domésticamente vía márgenes, los cuales se ubican actualmente en promedio por encima de los niveles de años anteriores.

El escenario base asume también la reducción de la brecha actual entre el precio internacional del combustible y los precios domésticos, a través del aumento de estos últimos.

94. Se ha revisado ligeramente la proyección de la caída de los términos de intercambio, de -8,4 a -7,7 por ciento en 2009, explicado principalmente por la menor caída de precios de exportaciones (de -13,9 a -11,5 por ciento), lo cual fue compensado por la menor caída de precios de importaciones (de -5,9 a -4,1 por ciento). Ello se debe a la mejora en la proyección de crecimiento de las economías en desarrollo más grandes, India y China. En particular, esta última registró cifras de crecimiento por encima de lo esperado para el segundo y tercer trimestre de 2009. Esto último condujo también a aumentar levemente la proyección de crecimiento mundial de -1,3 por ciento del reporte anterior a -1,0 por ciento. Por otro lado, a partir de 2010 se espera una mejora gradual del panorama económico global.
95. El escenario base de proyección prevé que la flexibilización de la política monetaria y la ejecución de la expansión del gasto público asociada al Plan de Estímulo Económico contribuyan a sostener el dinamismo económico a lo largo del horizonte de proyección, sobre todo en el último trimestre de 2009, donde se estima una tasa de crecimiento del PBI positiva, escenario que se mantendrá para todo 2010.

En conjunto, los determinantes externos y domésticos de la actividad económica implican una gradual mejora de la brecha de producto (medida como desvío del PBI respecto al PBI potencial) principalmente para 2010. La proyección del crecimiento del PBI se revisa de 1,8 a 1,0 por ciento para 2009. Se estima para los años 2010 y 2011 un crecimiento alrededor del 5,5 por ciento.





VII. Balance de Riesgos

96. El factor de riesgo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre 2009 que se materializó fue el de precio doméstico de los alimentos.
97. Dado el contexto macroeconómico, las proyecciones continúan sujetas a un nivel alto de incertidumbre, aunque ligeramente menor al del último Reporte. Como principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto a su escenario central se consideran los siguientes:

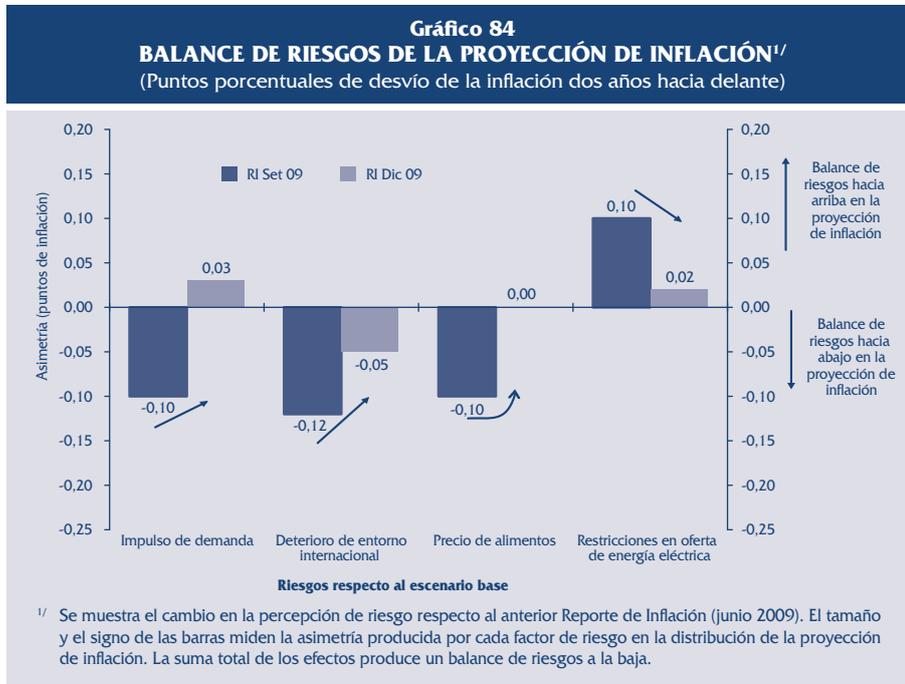
- **Deterioro de la economía mundial.** El escenario base considera el inicio de la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, existe la probabilidad de un crecimiento aún más lento o inclusive algún riesgo de retroceso en la recuperación (los principales riesgos están referidos a una evolución lenta del consumo en las economías desarrolladas, a la estrategia de retiro de los estímulos monetario y fiscal y a un dinamismo de China por debajo de lo esperado, entre otros factores). Este riesgo conllevaría a menores tasas de crecimiento económico e inflación que los contemplados en el escenario base.

Bajo este escenario de riesgo, la política monetaria mantendría por un mayor tiempo la posición de estímulo monetario.

- **Mayor Impulso de demanda doméstica.** El escenario de proyección considera un entorno de recuperación de la actividad doméstica sostenida principalmente por la dinámica del gasto de los sectores privado y público. Sin embargo, si el gasto de consumo privado y el gasto público se elevan significativamente, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.
- **Restricciones en la oferta de electricidad:** durante el presente año, la desaceleración de la demanda eléctrica y la expansión de la oferta de generación eléctrica redujeron las presiones al alza de las tarifas de electricidad en el corto plazo. Sin embargo, dada la recuperación esperada del crecimiento y, en tanto se rezague el incremento efectivo de la oferta eléctrica, existe un ligero riesgo al alza en 2011, si se presentaran factores climáticos adversos (estiaje severo).

Cabe mencionar que este factor sólo motivaría modificaciones de la política monetaria en caso afecte las expectativas de inflación.

98. Se pasa de un sesgo a la baja en proyección de inflación a un balance neutral.



99. Lo anterior conduce a una proyección de densidad de la inflación de carácter simétrico. Esto significa que existe una probabilidad de que la inflación esté por debajo, igual a que esté por arriba del escenario base a lo largo del horizonte de proyección. De otro lado, el balance de riesgos de la proyección del crecimiento del PBI también se considera neutral.





CONCLUSIÓN

100. La tasa de inflación en los últimos meses continuó su tendencia decreciente, asociada principalmente a la reversión de los choques de oferta del año anterior. Como consecuencia de ello, la tasa de inflación últimos doce meses se ubica transitoriamente por debajo del rango meta. Se proyecta la convergencia de la inflación hacia su meta a inicios del segundo trimestre de 2010. Los determinantes de la proyección de inflación son: Una economía en recuperación que permite cerrar la brecha-producto negativa actual, expectativas de inflación ancladas a la meta, una inflación importada relativamente baja y condiciones de oferta de alimentos normales con un Fenómeno El Niño “moderado”.

**ANEXO
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN**

	2007	2008	2009 1/		2010 1/		2011 1/	
			RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09	RI Set. 09	RI Dic. 09
Var.% real								
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	1,8	1,0	5,0	5,5	5,2	5,5
2. Demanda interna	11,8	12,3	-0,4	-2,8	5,9	6,2	5,7	6,1
a. Consumo privado	8,3	8,7	2,5	2,2	3,3	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	4,5	1,8	9,5	9,5	4,0	4,9	3,0	3,9
c. Inversión privada fija	23,4	25,6	-10,3	-15,3	4,2	6,3	9,2	9,0
d. Inversión pública	18,4	42,8	40,0	21,0	15,6	22,0	7,2	9,8
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	8,2	-2,7	-3,0	4,7	5,5	6,1	5,7
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	19,9	-11,6	-19,1	9,2	8,8	8,3	8,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	2,6	-1,7	-1,4	2,7	3,0	3,4	3,5
Nota:								
Brecha de producto 2/ (%)	1,7	3,8	-1,0	-2,-1	-1,+1	-1,0	-1,+1	-0,5,+0,5
Var.%								
6. Inflación proyectada	3,9	6,7	0,0 - 1,0	0,0 - 0,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,4	38,5	-39,7	-38,1	24,8	32,3	4,3	4,9
8. Tipo de cambio nominal 3/	-7,0	4,5	-4,2	-7,3	2,0	1,4	0,8	-0,3
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-1,7	-4,8	-3,4	1,5	1,6	1,4	0,5	-0,3
10. Términos de intercambio	3,6	-13,8	-8,4	-7,7	4,9	10,1	-0,8	-2,6
a. Índice de precios de exportación	14,0	4,9	-13,9	-11,5	11,0	20,3	1,7	0,0
b. Índice de precios de importación	10,0	21,7	-5,9	-4,1	5,8	9,2	2,6	2,7
Var.% nominal								
11. Circulante	27,1	16,7	10,0	10,5	12,5	12,5	14,0	14,0
12. Crédito al sector privado 4/	33,0	29,6	7,0	10,0	10,5	11,0	11,5	11,5
% del PBI								
13. Tasa de inversión interna	22,9	26,9	23,6	21,0	25,4	22,5	26,7	24,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,1	-3,3	-2,1	-0,6	-2,4	-0,7	-2,5	-1,2
15. Balanza comercial	7,7	2,4	2,9	4,3	3,1	5,6	2,7	4,7
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	9,1	5,6	5,7	5,9	4,9	5,1	4,9	4,4
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,8	18,4	18,6	19,0	18,9	19,3	19,3
18. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	17,3	19,3	19,0	19,2	19,4	19,1	19,5
19. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,1	-2,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,2	-1,2
20. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	26,0	26,4	25,3	23,8	24,8	23,3

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

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

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

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

