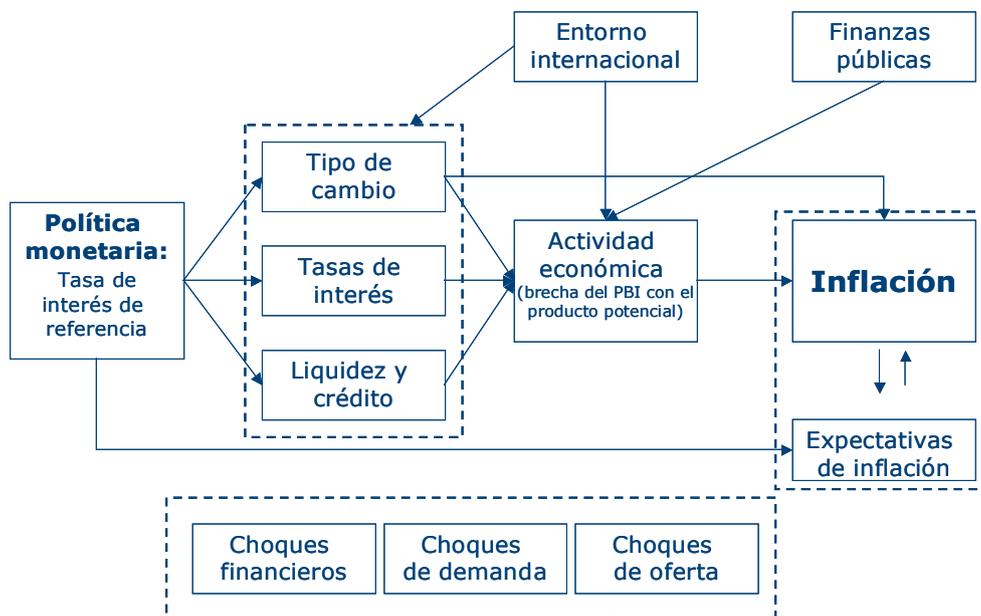


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2009-2011

Junio 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

Junio 2009

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	10
II. Actividad económica	24
III. Balanza de pagos	36
IV. Finanzas públicas	47
V. Política monetaria	59
VI. Inflación	78
VII. Balance de riesgos	88

RECUADROS

1. FED: Política monetaria y los efectos sobre el balance del Banco Central	17
2. El ciclo de inventarios y el ciclo económico	21
3. El traspaso de la tasa de referencia al resto de tasas de interés en nuevos soles	74
4. Mecanismos de transmisión de la política monetaria	75

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

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 el nivel inflacionario de las economías desarrolladas y constituye un compromiso permanente del BCRP con la estabilidad monetaria, independientemente de desviaciones temporales que puedan ocasionar factores no controlados.
- El BCRP evalúa 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 al 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.
- 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 se determina con base en estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden al público 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 cinco meses de 2009 y contiene el escenario de proyección consistente con los rezagos de la política monetaria para un horizonte de proyecciones macroeconómicas entre los años 2009 y 2011.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en el mes de setiembre.





Resumen

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

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

- ii. Considerando este deterioro en el entorno internacional y el menor nivel de actividad económica registrado en el país respecto a lo proyectado en el Reporte de marzo, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI de 5,0 por ciento a 3,3 por ciento para 2009. La actividad económica creció 1,8 por ciento en el primer trimestre de 2009 con una caída de 3,0 de las exportaciones reales y de 0,8 por ciento de la demanda interna. De manera similar a lo que se viene observando en el resto del mundo, buena parte de la menor producción obedece al fuerte ajuste a la baja de los inventarios. Se prevé que, en la medida que los niveles de inventarios se aproximen a los nuevos valores deseados, se inicie un proceso de recuperación de los niveles de producción que se verá reforzado por el impacto de las medidas de estímulo monetario y fiscal, y por una gradual recuperación de la economía mundial. Para los años 2010 y 2011, se esperan tasas de crecimiento de 5,5 y 5,7 por ciento, respectivamente, en línea con el crecimiento estimado del PBI potencial.
- iii. La inflación continuó la tendencia decreciente iniciada en diciembre, pasando de 6,7 por ciento en dicho mes a 4,2 por ciento en mayo, en un contexto en el que se han disipado las presiones que empujaron la inflación al alza durante los dos años previos. En efecto, las condiciones adversas de oferta agrícola mundial se han revertido de manera que se ha continuado registrando caída de precios de importación de insumos. Asimismo, se ha observado una clara tendencia decreciente de la tasa de inflación subyacente y de las expectativas de inflación.
- iv. Para el resto del año 2009 se espera que continúe la convergencia de la inflación hacia su meta basándose en las siguientes previsiones: a) recuperación gradual del

crecimiento de la actividad económica; b) menor inflación importada; y, c) retorno gradual de las expectativas de inflación hacia la meta. Para el periodo 2009-2010 se espera una tasa de inflación cercana al nivel meta en un entorno de expectativas de inflación de 2,0 por ciento, y una actividad económica consistente con el PBI potencial.

- v. La posición de política monetaria ha continuado respondiendo a este entorno de menor inflación y de menores presiones inflacionarias. Para enfrentar la desaceleración de la economía nacional y mantener la inflación en el rango meta en el horizonte de proyección, el Banco Central aceleró la flexibilización de su posición de política monetaria fomentando condiciones monetarias y crediticias más favorables, para lo cual aceleró el ritmo de reducción de la tasa de interés de referencia, iniciada en febrero de 2009, acumulando a junio de 2009 una disminución de 350 puntos básicos.

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

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

- vi. Hasta el cierre de febrero el tipo de cambio se elevó de manera importante con movimientos de portafolio en el mercado de dólares a futuro guiados por expectativas de depreciación. La reversión de esta tendencia se inició en la segunda semana de marzo, explicada inicialmente por la mayor oferta de dólares en el mercado cambiario debido al pago de la regularización del impuesto a la renta, para luego ser reforzada por la disminución de la aversión al riesgo sobre los mercados emergentes por parte de inversionistas no residentes. Durante los meses de marzo y abril el BCRP no intervino en el mercado cambiario y permitió el vencimiento de Certificados de Depósito Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP), lo cual tuvo un efecto estabilizador para atenuar el efecto de la reversión de portafolio por monedas, en esta oportunidad hacia el Nuevo Sol. No obstante, debido a la mayor volatilidad hacia la baja en el tipo de cambio que se registró en mayo, el BCRP realizó compras por US\$ 77 millones. En lo que va del año, las reservas internacionales se han mantenido estables, pasando de un saldo de US\$ 31 196 millones al cierre del año 2008 a un saldo de US\$ 31 189 millones al cierre de mayo.
- vii. Se ha ajustado ligeramente la proyección del déficit de cuenta corriente para el año 2009, de 3,3 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 3,2 por ciento. Esta





revisión se explica por los mejores precios de exportaciones y por la reducción del crecimiento de la demanda interna, que se viene traduciendo en un ajuste a la baja en las importaciones. Para el año 2010 se prevé un déficit de cuenta corriente similar al de 2009, considerando precios internacionales estables y una recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones, así como un mayor crecimiento económico y su impulso sobre el volumen de importaciones. Para el año 2011 la cuenta corriente mejoraría, pasando a un déficit de 2,6 por ciento del PBI debido al inicio de operaciones de proyectos mineros.

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

- viii. Se ha revisado la proyección de déficit fiscal para los años 2009 y 2010, de 1,0 por ciento del PBI para ambos años, a niveles de 1,8 y 1,7 por ciento del PBI respectivamente. Aun cuando esta proyección mantiene la previsión de expansión de gasto asociada al Plan de Estímulo Económico anunciado por el gobierno, la revisión toma en cuenta los menores ingresos que tendría el fisco, debido a la caída en los precios de *commodities*, así como el menor dinamismo de la actividad económica. La posición financiera fiscal actual permite la ejecución de una política anticíclica que es parte importante de la proyección de recuperación de la economía en el segundo semestre. Para el año 2011 se espera un déficit de 1,5 por ciento del PBI, es decir, una trayectoria gradual hacia el límite de 1,0 por ciento contemplado en la Ley.
- ix. Como principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto a su escenario central, se mantienen los del Reporte anterior y además se incorpora un factor adicional de mayores precios de los *commodities* alimenticios y del petróleo:

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

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

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

la demanda y el crecimiento económico podrían ser menores que lo previsto en el escenario base.

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

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

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

- **Mayores precios de *commodities* alimenticios y petróleo.** El escenario base considera que de manera paralela a la recuperación de la economía mundial, los precios de los *commodities* alimenticios y del petróleo se elevarán moderadamente. Sin embargo, un escenario de mayores alzas en estas cotizaciones impulsaría el precio doméstico de los alimentos y los combustibles por encima de la proyección central.

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

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





I. Escenario Internacional

Crecimiento mundial

- Desde la publicación del último Reporte de Inflación, la economía mundial ha continuado mostrando una evolución desfavorable. Las economías desarrolladas registraron caídas importantes en su nivel de actividad, en tanto que las economías emergentes mostraron una desaceleración significativa, en ambos casos mayores a lo previsto. En línea con estos hechos, las proyecciones de crecimiento mundial para el año 2009 han sido revisadas a la baja. Sin embargo, la evolución de algunos indicadores recientes, hacen prever que la economía mundial tendría tasas positivas de crecimiento a partir del segundo semestre, tendencia que se mantendría en 2010 y 2011.

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

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

- En el primer trimestre de este año la economía mundial se habría contraído alrededor de 6 por ciento respecto al trimestre anterior (variación anualizada), tasa similar a la del cuarto trimestre de 2008. Ello ha estado acompañado de disminuciones drásticas en la producción industrial y en las exportaciones.

En todas las **economías desarrolladas** la caída del producto ha sido acentuada por el mantenimiento de condiciones crediticias desfavorables, a pesar de la mejora en los mercados de dinero. En Estados Unidos, la inversión ha registrado una contracción importante en el primer trimestre, mientras que la expansión del consumo se ha visto limitada por el deterioro del mercado laboral desde enero de 2008. Europa se ha visto afectada, además, por la menor demanda externa y en el caso de Japón se suma un proceso deflacionario que continúa afectando el consumo y la inversión.

3. Las **economías emergentes** también han mostrado una evolución desfavorable. Por el canal comercial, las importaciones reales de las economías desarrolladas han venido disminuyendo. El FMI estima que para el año 2009 el volumen de comercio mundial se reduciría 11 por ciento, la primera contracción desde 1982. Las condiciones financieras internacionales, aunque con cierta mejoría, continuaron siendo restrictivas.

China creció a su tasa más baja en diez años afectada por la caída global del comercio. Del resto de economías emergentes, destaca la fuerte contracción en las economías de **Europa Emergente**, donde el deterioro de las condiciones financieras internacionales agravó los desequilibrios macroeconómicos (elevados déficit en cuenta corriente, expansión acelerada del crédito y descalce de monedas). En el caso de las economías emergentes de **Asia**, la fuerte contracción del comercio mundial ha afectado especialmente a aquellas economías exportadoras de bienes manufacturados. En **América Latina**, la caída en la demanda por exportaciones (en particular de Estados Unidos) y las menores cotizaciones internacionales también vienen afectando la actividad económica por encima de las previsiones iniciales.

4. Recientemente algunos indicadores de la economía mundial muestran evidencia de cierta estabilización. En primer lugar, las ventas minoristas, los índices de confianza del consumidor y otros indicadores sectoriales estarían reflejando cierta estabilización en el consumo y, en algunos casos, mostrando recuperaciones modestas.

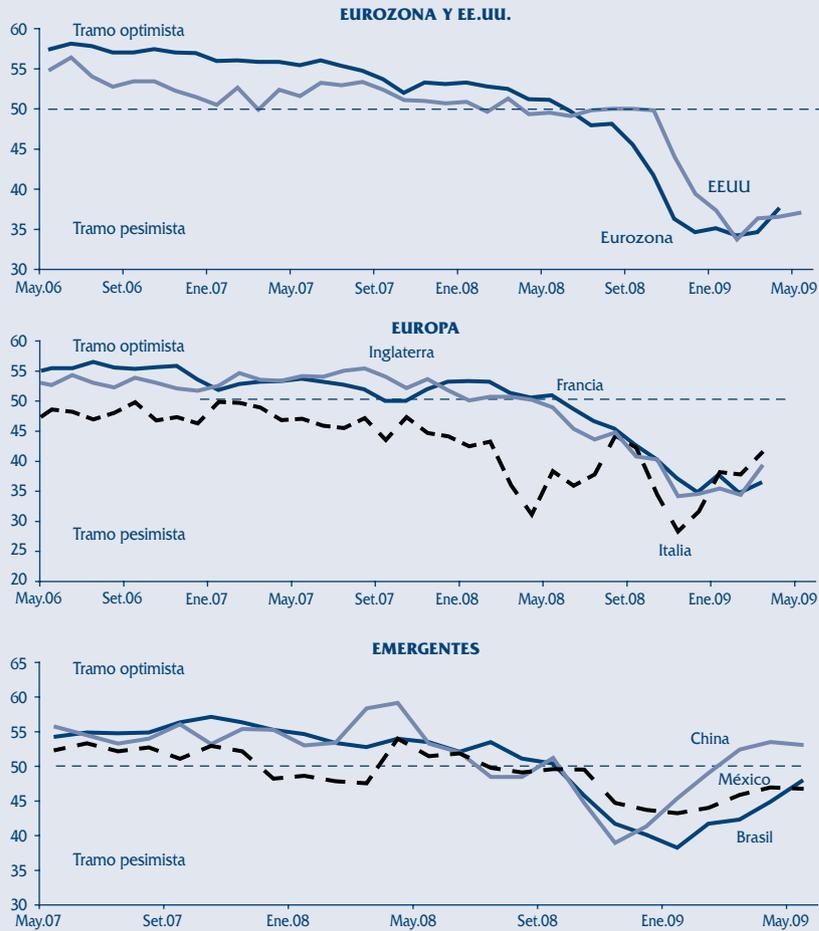
En segundo lugar, los indicadores de producción industrial en las economías desarrolladas muestran caídas menores y en el caso de algunas economías emergentes, como China e India, se presenta una mejora en sus indicadores de la actividad industrial, medida a través del *Purchasing Managers' Index* (PMI).

La recesión mundial de los dos últimos trimestres fue acentuada por la reducción de inventarios. En un contexto de restricciones financieras y de demanda decreciente, muchas empresas cubrieron la demanda de los productos con la desacumulación de inventarios postergando, de este modo, la producción. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, el 40 por ciento de la caída de 5,7 del PBI del primer trimestre se explica por la disminución de inventarios mientras que en Canadá este porcentaje alcanza el 89 por ciento. En el Reino Unido, en el cuarto trimestre de 2008, más que explicó la caída de 6,1 por ciento del PBI.



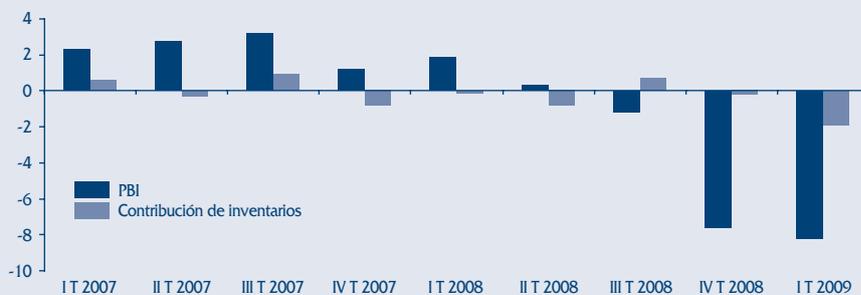


Gráfico 1
ÍNDICE DE ACTIVIDAD MANUFACTURERA*



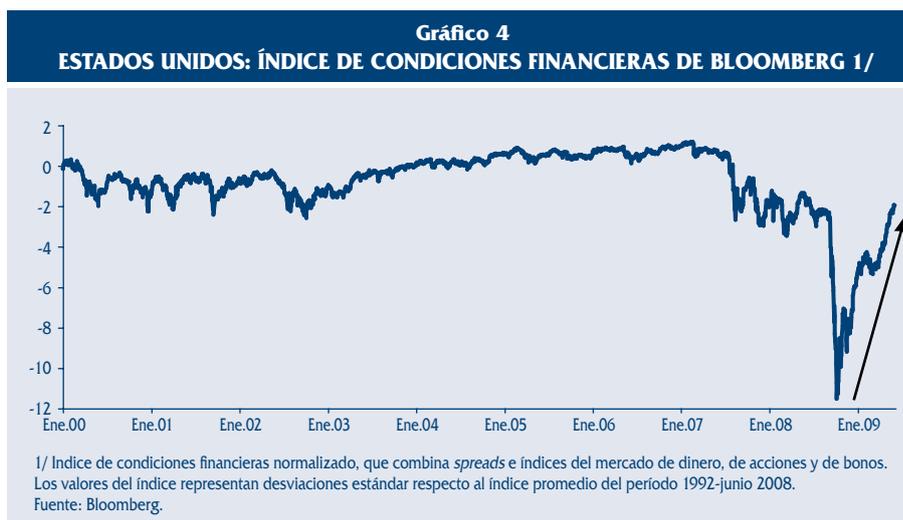
*Purchasing Managers' Index (PMI) or Institute for Supply Management (ISM). Un índice por debajo de 50 señala contracción; por encima de 50, expansión.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: CONTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE INVENTARIOS AL CRECIMIENTO DEL PBI
(En porcentaje)



Mercados financieros

6. En lo que va de 2009 los mercados de capital han registrado una evolución favorable. Las condiciones de liquidez han mejorado sustancialmente pero las crediticias, si bien muestran mejorías, aún se mantienen por debajo de las condiciones observadas antes de la intensificación de la crisis (setiembre 2008).



7. Sin embargo, pese a estos avances, se mantiene la incertidumbre respecto al futuro del sector financiero y al éxito de las políticas financieras emprendidas por los gobiernos de las principales economías desarrolladas. El éxito en la normalización de las condiciones crediticias depende de la salud del sector financiero, en particular del sistema bancario de las principales economías desarrolladas.

Recientemente, en EE.UU., la banca ha dado señales de una mejor posición financiera (mejores resultados de operaciones durante el primer trimestre) y algunos bancos (los más importantes) inclusive han logrado una reciente capitalización con recursos del sector privado (ante las demandas de los reguladores) que ha generado un optimismo entre los inversionistas.

8. Las **condiciones de liquidez** han seguido mejorando como resultado de las políticas monetarias expansivas que la FED y otros bancos centrales han venido siguiendo. La reducción de las tasas de corto plazo en diversas monedas reflejan esta evolución.

En el caso particular de EE.UU., desde marzo de este año, la FED intensificó sus operaciones con el fin de restaurar el funcionamiento de los mercados de crédito en general, a través de compras directas de títulos para el portafolio de activos de la FED. En este sentido, se anunciaron dos programas de compras: el de títulos hipotecarios de las agencias hipotecarias (GSE) y el de los bonos del Tesoro.

En el caso de las compras de títulos hipotecarios, que fueron inicialmente anunciadas en noviembre de 2008, los montos asignados se elevaron desde un límite de US\$ 600 mil millones a uno de US\$ 1,45 billones el 18 de marzo de 2009, compras que se realizarían en el transcurso de este año. En esa misma fecha, la FED también anunció un programa de compras de títulos del Tesoro (plazos entre 2 y 10 años) que ascendería a US\$ 300 mil millones para realizarse en los próximos 6 meses. Con ello, la FED reabrió estas operaciones de mercado abierto que no realizaba desde la década de 1960. Este tipo de medidas se enmarcan en el “*quantitative easing* (QE)” por su impacto sobre el balance de la FED.

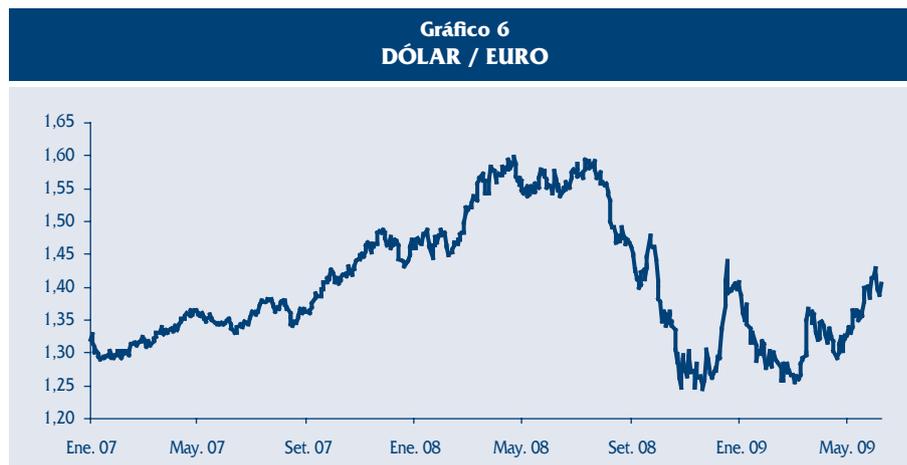
En EE.UU., las **condiciones crediticias** también han registrado una mejora. Así por ejemplo se ha registrado una reducción de los *spreads* del sector corporativo americano.



9. Estas mejoras en las condiciones de liquidez y crédito han venido acompañadas de una reducción de la aversión al riesgo. El incremento de los rendimientos de los títulos del Tesoro y la recuperación de los principales mercados bursátiles reflejan la menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas.
10. La menor aversión al riesgo y la recuperación de los mercados han venido acompañadas de una depreciación del dólar y el regreso de los inversionistas a otros activos alternativos con mayor riesgo.

Asimismo, la mayor liquidez (producto de la política monetaria de la FED) y los requerimientos de financiamiento del sector público (a través de la mayor emisión de títulos del Tesoro) para atender los programas de rescate financiero y el paquete de estímulo fiscal han generado expectativas depreciatorias de esta moneda.





11. La mejora en las condiciones financieras internacionales también favoreció a las economías emergentes. Para la región, la menor aversión al riesgo se ha reflejado en mejores condiciones de financiamiento, reducción de los *spreads*, reversión de las presiones depreciatorias y mejora en las bolsas. Sin embargo, estos indicadores todavía no se encuentran en los niveles observados en agosto de 2008.
12. Respecto a los flujos de capitales, desde los primeros meses de este año, una serie de indicadores muestran que, luego de la salida neta del cuarto trimestre, el

**CUADRO 2
RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU.
Y SPREADS DE MERCADOS EMERGENTES**

	Dic. 07 (1)	Ago. 08 (2)	Dic. 08 (3)	Mar. 09 (4)	May. 09 (5)	Variación en pbs.		
						Mar. 09 (5)-(4)	Dic. 08 (5)-(3)	Ago. 08 (5)-(2)
Tasas del Tesoro de EE.UU.								
3 meses	3,242	1,715	0,081	0,206	0,135	-7,1	5,4	-158,0
2 años	3,051	2,371	0,776	0,800	0,919	11,9	14,3	-145,2
10 años	4,025	3,813	2,229	2,665	3,461	79,6	123,2	-35,2
PBS.								
EMBIG	255	323	724	657	464	-193	-260	141
Brasil	220	240	429	424	291	-133	-138	51
Colombia	195	223	498	486	311	-175	-187	88
Chile	151	169	343	286	193	-93	-150	24
México	172	207	434	441	270	-171	-164	63
Argentina	410	671	1 704	1 894	1 291	-603	-413	620
Perú	178	204	509	425	278	-147	-231	74
CDS (Credit Default Swap) 5 años								
Brasil	103	130	338	323	190	-133	-148	60
Colombia*	--	207	310	403	221	-182	-89	14
Chile	46	62	216	208	150	-58	-66	88
México	69	118	285	383	223	-161	-63	104
Argentina	462	791	4 550	4 196	2 585	-1 611	-1 965	1 794
Perú	114	125	335	389	217	-173	-119	92

* El dato que aparece como Ago. 08 corresponde a Set. 08.
Fuente: Bloomberg y Reuters.

financiamiento a las economías emergentes, y en particular para América Latina, se ha estabilizado e incluso ha sido positivo. En los primeros meses del año, Brasil, Colombia y Perú emitieron bonos globales con rendimientos entre 6,1 y 7,5 por ciento. Asimismo, información al primer trimestre muestra un incremento de los flujos de préstamos sindicados a las corporaciones de América Latina con relación al trimestre previo.

Los *spreads*, medidos a través de los EMBIG, acentuaron su tendencia a la baja en los últimos meses con una disminución de 193 pbs. entre marzo y mayo, observándose, en dicho periodo, reducciones superiores a los 90 pbs. en todos los países.

Adicionalmente, las monedas se fortalecieron respecto al dólar, siguiendo la tendencia mundial y en respuesta a una menor aversión al riesgo que también se reflejó en la mejora de las bolsas emergentes. Las mayores apreciaciones se observaron en el peso colombiano y en el real brasilero. La mayoría de monedas y de bolsas, sin embargo, aún registran pérdidas respecto a los niveles de agosto de 2008.

CUADRO 3
AMÉRICA LATINA: TIPOS DE CAMBIO E ÍNDICES BURSÁTILES

		Tipo de cambio (unidades monetarias por US\$)					Var. % acum. resp. a		
		Dic. 07 (1)	Ago. 08 (2)	Dic. 08 (3)	Mar. 09 (4)	May. 09 (5)	Mar. 09 (5)/(4)	Dic. 08 (5)/(3)	Ago. 08 (5)/(2)
BRASIL	Real	1,779	1,629	2,313	2,317	1,971	-14,9	-14,8	21,0
ARGENTINA	Peso	3,170	3,063	3,530	3,788	3,808	0,5	7,9	24,3
MÉXICO	Peso	10,89	10,28	13,81	14,18	13,13	-7,4	-4,9	27,7
CHILE	Peso	498	513	636	582	561	-3,6	-11,7	9,5
COLOMBIA	Peso	2 017	1 936	2 246	2 543	2 061	-19,0	-8,2	6,5
PERÚ	Nuevo Sol	2,999	2,952	3,136	3,158	2,963	-6,2	-5,5	0,4
PERÚ	N. Sol por Canasta	0,559	0,556	0,555	0,551	0,546	-0,9	-1,6	-1,9
		Índices Bursátiles					Var. % acum. resp. a		
BRASIL	Bovespa	63 886	55 680	37 550	40 926	53 189	30,0	41,6	-4,5
ARGENTINA	Merval	2 152	1 777	1 080	1 126	1 587	40,9	47,0	-10,7
MÉXICO	IPC	29 537	26 291	22 380	19 627	24 332	24,0	8,7	-7,5
CHILE	IGP	14 076	13 776	11 324	11 862	14 684	23,8	29,7	6,6
COLOMBIA	IGBC	10 694	9 375	7 561	8 023	9 263	15,5	22,5	-1,2
PERÚ	IGBVL	17 525	13 287	7 049	9 238	13 392	45,0	90,0	0,8

Fuente: Bloomberg y Reuters.

RECUADRO 1

FED: POLÍTICA MONETARIA Y LOS EFECTOS SOBRE EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

La política de estímulo monetario que viene realizando la FED ha sido hasta la fecha favorable y ha logrado restaurar la liquidez de las instituciones financieras y restablecer el funcionamiento de algunos mercados de créditos. Sin embargo, estas medidas han tenido un fuerte impacto sobre el





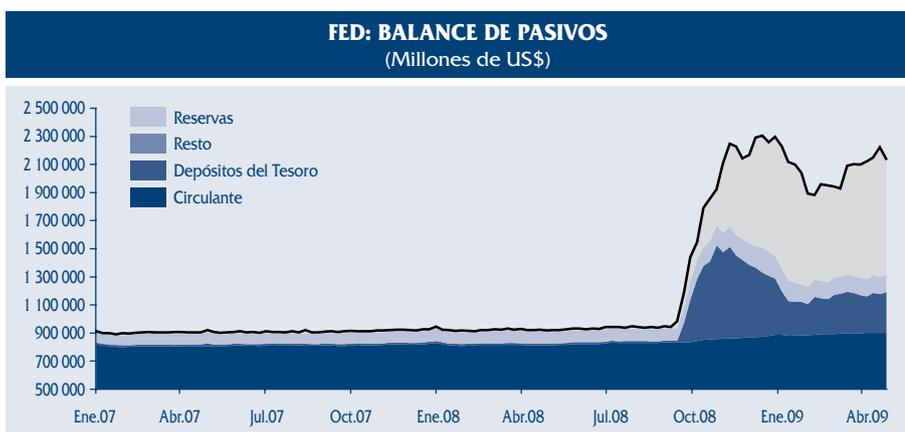
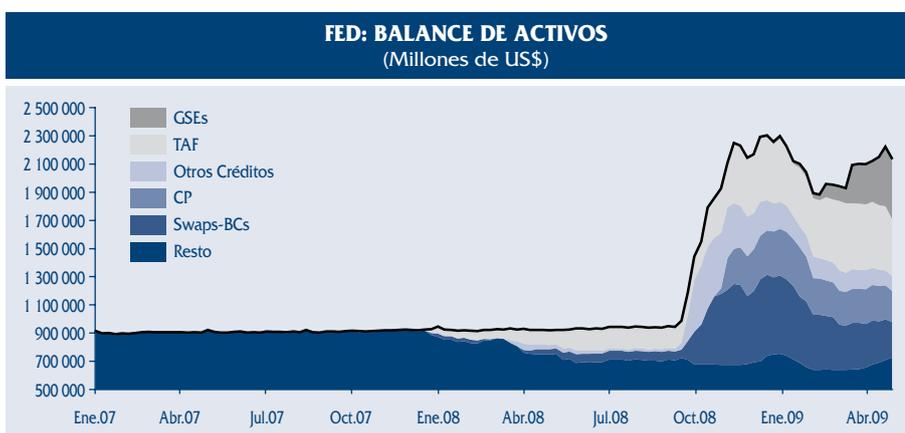
balance de la FED. Al cierre de abril de 2009, el balance de activos (o pasivos) de la FED se ha elevado de US\$ 902 mil millones (nivel previo a la crisis, al 8 de agosto de 2007) a US\$ 2 143 mil millones, es decir, un incremento de más de US\$ 1 billón.

FED: BALANCE DE ACTIVOS Y PASIVOS Miles de millones de US\$ (promedios diarios)			
	8 Ago. 07	29 Abr. 09	Diferencia
Créditos	851	2 088	1 237
Títulos del Tesoro	791	543	-248
Títulos de las GSE (Hipotecas y derivados)	0	434	434
Subastas de créditos a plazo (TAF)	0	404	404
Otros créditos	19	105	86
Créditos (primario, secundario, redesc, dealers/brokers)	19	50	31
Créditos para Papeles Comerciales	0	3	3
Créditos ABS (TALF)	0	6	6
AIG	0	44	44
Portafolio de tenencias de Papeles Comerciales	0	223	223
Otros portafolios (Maiden Lane)	0	72	72
Líneas <i>swap</i> con BC extranjeros	0	250	250
Resto, otros créditos	41	57	16
Oro	11	11	0
Otros activos	41	44	4
Total activos	902	2 143	1 241
Billetes y monedas en circulación	813	902	89
Encaje	5	827	822
Depósitos distintos de encaje (Tesoro y otros)	12	291	279
Otros	72	123	51
Total pasivos	902	2 143	1 241

Fuente: Bloomberg y FED.

El incremento del balance de activos, como se puede observar en el cuadro, se explica básicamente por las nuevas líneas de liquidez de corto plazo a la banca y a los bancos centrales extranjeros (subastas de créditos a plazos y las líneas *swaps* a los bancos centrales extranjeros), los créditos otorgados para comprar papeles comerciales (CP) y la compra de títulos de las agencias (hipotecas y sus derivados). Dado el reciente funcionamiento de las líneas de créditos para los ABS (títulos respaldados por activos), las magnitudes de estas líneas de créditos son aún muy reducidas (se espera niveles similares a la de los CP). Por otro lado, el rubro de Bonos del Tesoro ha disminuido significativamente, básicamente por la extensión de los colaterales exigidos por la FED a otros activos aparte de los usuales bonos del Tesoro. Con el reciente programa de compras de títulos del Tesoro, esta cuenta debería experimentar una recuperación.

Por el lado de los pasivos, el incremento más importante lo explica el balance de reservas (encajes), con más de US\$ 800 mil millones de incremento. Destaca además el menor incremento relativo registrado por el rubro de Monedas en Circulación.

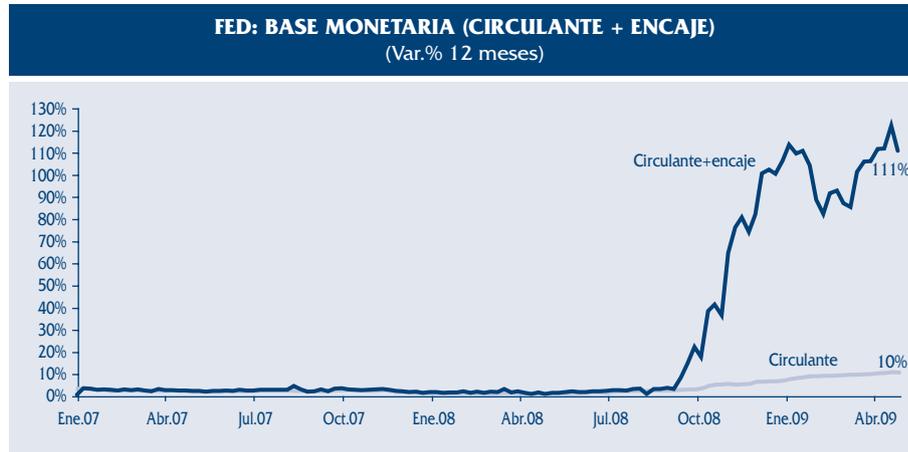


Este fuerte crecimiento del balance de la FED ha generado incertidumbre respecto a si las medidas son inflacionarias y por otro lado, a la forma como se implementaría la estrategia de salida necesaria (de reversión de las medidas) cuando las condiciones de los mercados lo exijan.

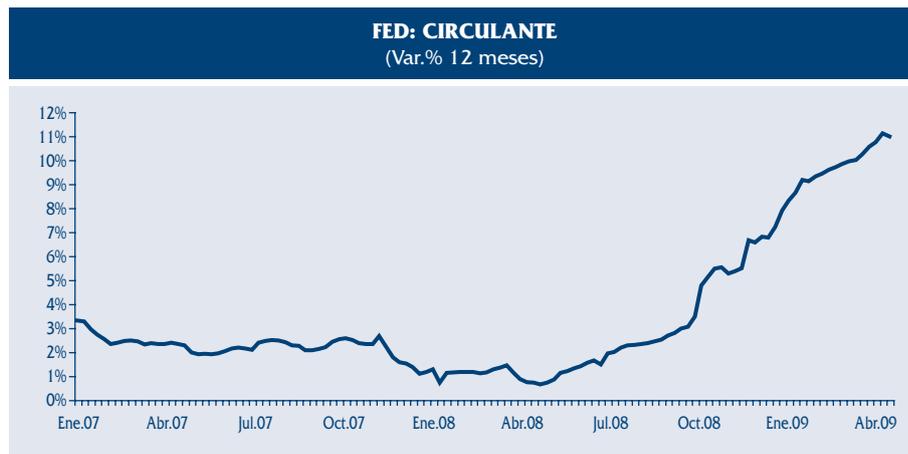
En primer lugar, no hay consenso entre los especialistas de que, en el contexto actual de colapso de los principales mercados de créditos, las medidas puedan ser inflacionarias.

Por un lado, el fuerte incremento del balance estaría compensando el proceso de desapalancamiento de las principales instituciones financieras y las restricciones crediticias en los mercados de capitales. Más aún, se indica que las medidas de la FED no serían inflacionarias porque las instituciones financieras no estarían prestando los fondos. Ello se estaría reflejando en el fuerte incremento del rubro de reservas en la FED (que también podría reflejarse en la caída de la velocidad del dinero o el ratio PBI/M2). Esta imposibilidad de la banca de realizar préstamos se explica básicamente por los activos tóxicos presentes en sus balances. En la medida que los activos permanezcan allí, el multiplicador bancario se mantendría inoperativo.





Sin embargo, también genera incertidumbre el fuerte incremento del rubro “circulante”, que pasó de tasas de crecimiento de 2,5 por ciento a niveles actuales de alrededor de 10 por ciento, de acuerdo con el último reporte del balance de la FED.



Asimismo, si bien hay un consenso general respecto a que las medidas actuales de la FED implican una política monetaria de “*quantitative easing*”, es claro que no existe una meta cuantitativa formal. La FED estaría buscando una meta cualitativa, la de mejorar las condiciones crediticias de los mercados y el tratar de reducir las tasas de financiamiento para consumo y negocios, y en particular, las tasas de largo plazo. En este sentido, cabe destacar que la misma FED ha indicado que la expansión de su balance significa un “*credit easing*” en vez del tradicional “*quantitative easing*”, y cuyo éxito implicaría la reducción de los *spreads* crediticios y la disponibilidad del financiamiento.

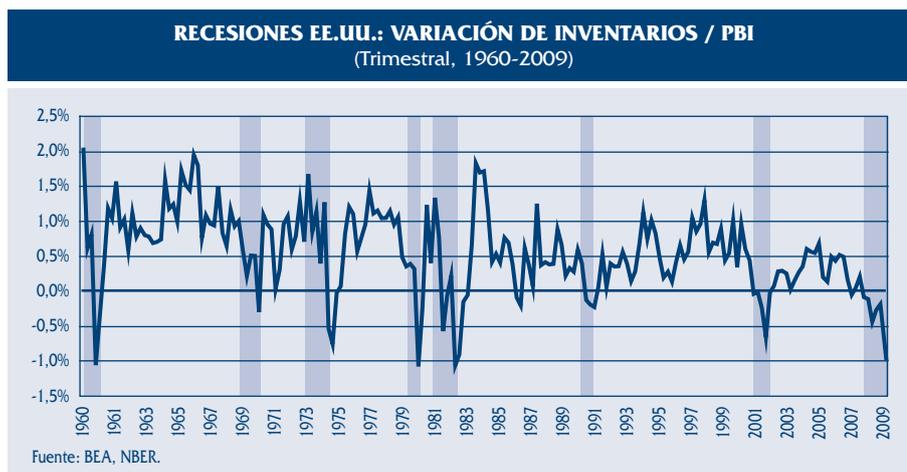
En segundo lugar, también hay un consenso respecto a que, una vez que las condiciones de los mercados crediticios se restablezcan, será necesaria una estrategia de reversión de todos los programas que han sido implementados por la FED.

Por el lado de los activos, los de corto plazo no generarían ningún problema dado su vencimiento. Sin embargo, sí podrían generarse problemas con los créditos de largo plazo y de carácter *nonrecourse* (cuando la obligación del deudor de repagar el financiamiento sólo está garantizada por el colateral, básicamente en el caso del TALF), y con las facilidades de compras de títulos del Tesoro y activos hipotecarios de largo plazo. La FED se vería limitada en vender estos títulos (ante las potenciales pérdidas en el valor de los activos), por lo que requeriría que el gobierno emitiera títulos para realizar operaciones de mercado abierto que le permitan retirar el exceso de reservas cuando sea necesario.

RECUADRO 2 EL CICLO DE INVENTARIOS Y EL CICLO ECONÓMICO

El cambio en los inventarios, que se evidencia de manera generalizada en casi todos los rubros de la actividad económica y en las distintas regiones del mundo, tiene particular atención de los analistas, debido al importante rol que vienen registrando en el presente ciclo económico y que ha determinado que una de las menciones más frecuentes por el mercado sea ahora *destocking* o caída de inventarios.

Este fenómeno no es nuevo, hay evidencia de que en ciclos económicos anteriores, durante las recesiones, la caída de inventarios ha estado presente en la reducción del PBI, a pesar de que los inventarios representan generalmente un porcentaje relativamente bajo de la producción. Ello se puede observar en el gráfico siguiente para el caso de EE.UU.



En las últimas décadas, los avances tecnológicos, particularmente los relacionados a la información, han propiciado significativas mejoras en el manejo de inventarios de las empresas, las que han pasado del criterio *“just in case”* al de *“just in time”*. En este sentido se podría haber esperado que





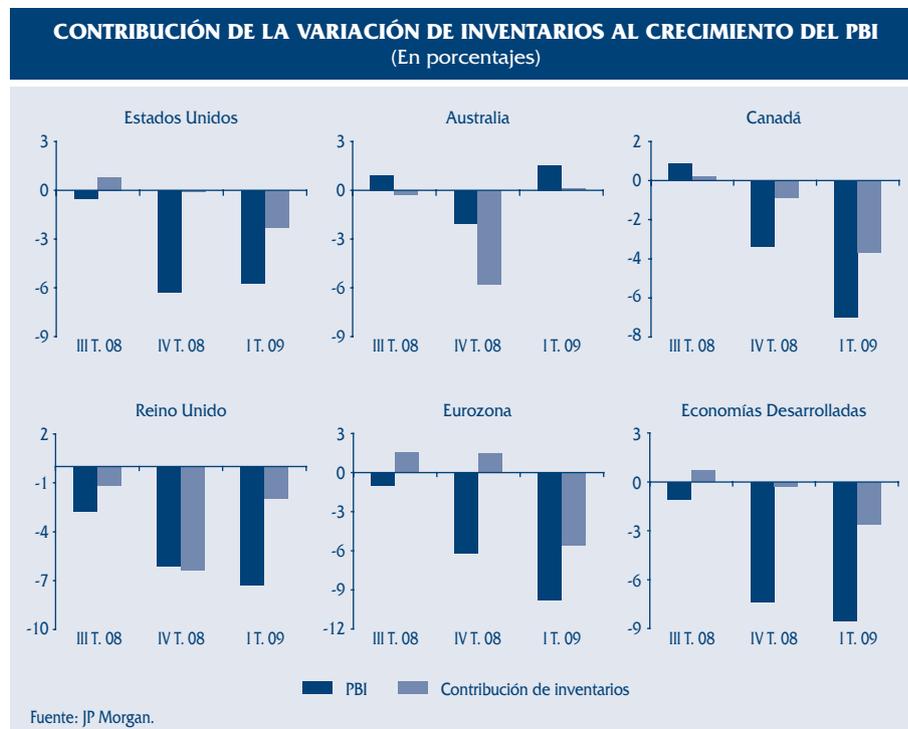
el ciclo de inventarios pudiera haber contribuido menos o haber moderado la caída del producto, tal como por ejemplo se demuestra para el caso de EE.UU. en las dos recesiones previas.

INVENTARIOS Y RECESIONES EN EE.UU. (En porcentajes)			
Episodios de recesión	Cambio del PBI real desde el inicio al final del episodio	Cambio en el PBI debido a inventarios	Cambio en el PBI debido a ventas finales
1952-53 hasta 1981-82	-2,0	-1,4	-0,6
1990-91	-1,3	-0,8	-0,5
2001	0,3	-0,7	1,1

Fuente: Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle? J. Piger; Economic Synopses, 2005, N°2. St. Louis Fed.

Sin embargo, para la presente recesión, particularmente en el primer trimestre de 2009, se observa que la contribución de los inventarios en la caída del producto se ha incrementado, determinando que para muchas empresas de gran envergadura mundial, el proceso y el efecto del “destocking” no tenga precedente, desde la industria automotriz, pasando por la de químicos y la de empresas de ventas minoristas, entre otras.

Así, en el gráfico siguiente, se puede apreciar el importante impacto que el ajuste de inventarios ha venido teniendo en los últimos trimestres en la caída del producto de muchos países, proceso que ha sido generalizado a nivel mundial.



Detrás de ello se encuentra la gravedad de la actual crisis que, como se ha venido señalando, es la mayor después de la Gran Depresión de los años 30. El canal crediticio ha tenido un rol preponderante, particularmente en las economías desarrolladas, y el colapso del comercio mundial, que registraría una caída por primera vez desde 1982 y en una magnitud sin precedentes (11 por ciento, según el FMI), han afectado también de manera especial al ciclo de inventarios de las economías emergentes.

La posición financiera y el patrimonio de los consumidores, de las empresas y del sistema financiero se encuentran bajo gran presión en el mundo. El sector privado se ha visto obligado a reducir su deuda y el ajuste de inventarios es parte de dicho proceso, profundizando el ciclo económico que venía de un largo periodo de *boom*, en el que el gasto de consumo había sido particularmente importante y ahora se ha visto drásticamente reducido por el ajuste crediticio ("*credit crunch*").

Existe expectativa de que el proceso de ajuste de inventarios mundial será menor en los siguientes meses, y que para muchas industrias ya pueda significar un impacto positivo en la producción. El mercado espera que ello coadyuve, junto a los paquetes de estímulo fiscal (para compensar el ajuste del sector privado) y a la reanudación del proceso de apalancamiento del sistema financiero (y por lo tanto la restauración del canal crediticio), a estimular la demanda mundial en el segundo semestre del año.





II. Actividad Económica

12. Se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 5,0 por ciento en el Reporte de marzo a 3,3 por ciento, tomando en consideración el menor dinamismo de la actividad económica observado en los primeros meses del año y el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. La actividad económica creció 1,8 por ciento en el primer trimestre de 2009 en un entorno de una fuerte desaceleración de la economía mundial, que se ha reflejado en una menor demanda por nuestros productos de exportación. Con ello, la demanda interna se contrajo 0,8 por ciento en el primer trimestre (su primera variación negativa desde el segundo trimestre de 2001). De manera similar a lo que se viene observando en el resto del mundo, buena parte de la menor producción obedece al fuerte ajuste a la baja de los inventarios.

En efecto, alrededor de cuatro puntos porcentuales de la reducción de la demanda interna se estima obedece a la contracción de inventarios. Se prevé que, en la medida que los niveles de inventarios se aproximen a los nuevos valores deseados, se inicie un proceso de recuperación de los niveles de producción que paulatinamente se verá reforzado por el impacto de las medidas de estímulo monetario y fiscal, y por una gradual recuperación de la economía mundial.

13. Se proyecta que la demanda interna crezca 2,4 por ciento en 2009 (5,0 por ciento en el Reporte de marzo), incluso por debajo del crecimiento del PBI, como resultado del ajuste a la baja de los inventarios, lo que también se ve reflejado en las menores importaciones. Por componentes de gasto, se espera un menor incremento de la inversión privada (2,5 por ciento) y del consumo privado (2,5 por ciento), lo que sería compensado parcialmente por un alto dinamismo de la inversión pública (49,4 por ciento).

CUADRO 4
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
1. Demanda interna	11,9	12,3	-0,8	5,0	2,4	5,7	5,7	5,8
a. Consumo privado	8,4	8,7	3,7	5,5	2,5	5,2	3,6	4,2
b. Consumo público	3,0	1,8	8,2	2,6	6,8	4,5	3,4	3,6
c. Inversión privada	19,7	25,6	1,8	8,0	2,5	8,0	6,1	6,2
d. Inversión pública	68,8	42,8	22,2	51,1	49,4	13,2	14,7	11,4
2. Exportaciones	14,1	8,2	-3,0	1,9	-1,3	6,6	5,5	9,6
3. Importaciones	21,4	19,9	-13,7	2,1	-4,7	5,1	6,2	9,2
4. Producto Bruto Interno	10,3	9,8	1,8	5,0	3,3	6,0	5,5	5,7
Nota:								
Gasto público	14,6	13,1	11,8	19,2	21,7	8,3	8,2	7,2
Gasto privado sin inventarios	10,8	12,5	3,2	6,2	2,5	5,9	4,2	4,7
Demanda interna sin inventarios	11,2	12,6	4,1	7,8	4,8	6,2	4,8	5,1

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

14. Para 2010 se proyecta una tasa de crecimiento del PBI de 5,5 por ciento y para 2011, sería de 5,7 por ciento, como parte de una senda de retorno a la tasa de crecimiento potencial de largo plazo (estimada para este periodo entre 5 y 6 por ciento).

CUADRO 5 DEMANDA Y OFERTA GLOBAL (Contribuciones a la variación porcentual real)								
	2008			2009*		2010*	2011*	
	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	Año			
1. Demanda interna	13,9	9,2	12,5	-0,8	2,5	5,9	5,9	
a. Consumo privado	6,2	5,2	5,9	2,5	1,7	2,4	2,8	
b. Consumo público	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,3	0,3	
c. Inversión Privada	6,0	4,3	5,1	0,4	0,6	1,4	1,4	
d. Inversión Pública	1,8	1,3	1,4	0,6	2,1	0,9	0,8	
e. Variación de existencias	-0,3	-1,5	-0,1	-4,9	-2,5	0,9	0,7	
2. Exportaciones netas (a+b)	-3,0	-2,7	-2,7	2,6	0,8	-0,3	-0,2	
a. Exportaciones (+)	1,4	0,4	1,6	-0,6	-0,3	1,0	1,8	
b. Importaciones (-)	-4,4	-3,1	-4,3	3,2	1,1	-1,3	-2,0	
3. Producto bruto interno (1+2)	10,9	6,5	9,8	1,8	3,3	5,5	5,7	
Nota:								
Gasto público	2,0	1,2	1,6	1,2	2,7	1,2	1,1	
Gasto privado sin inventarios	12,2	9,5	11,0	2,9	2,3	3,7	4,2	
Demanda interna sin inventarios	14,2	10,7	12,6	4,1	5,0	4,9	5,2	

* Proyección.

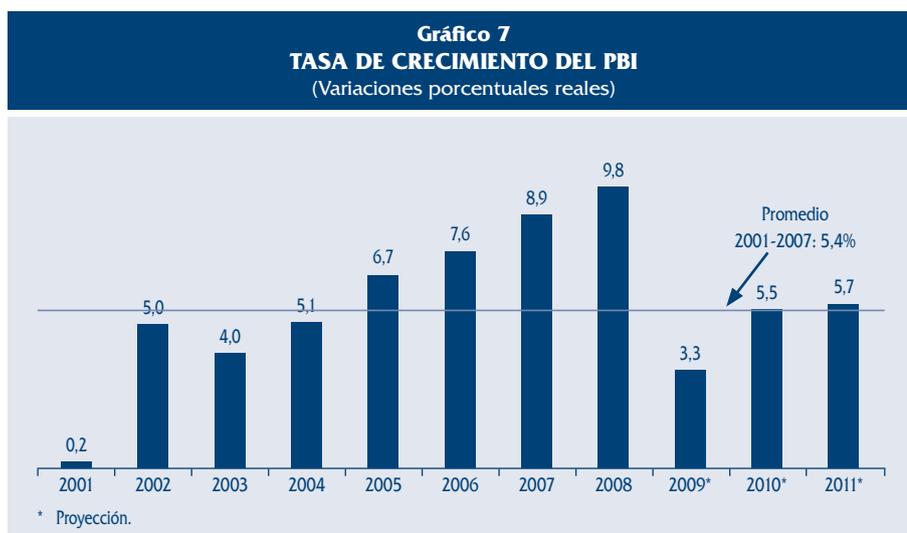




Gráfico 8
NIVEL DE INVENTARIOS DE BIENES FINALES CON RESPECTO AL MES ANTERIOR
Sector Manufactura

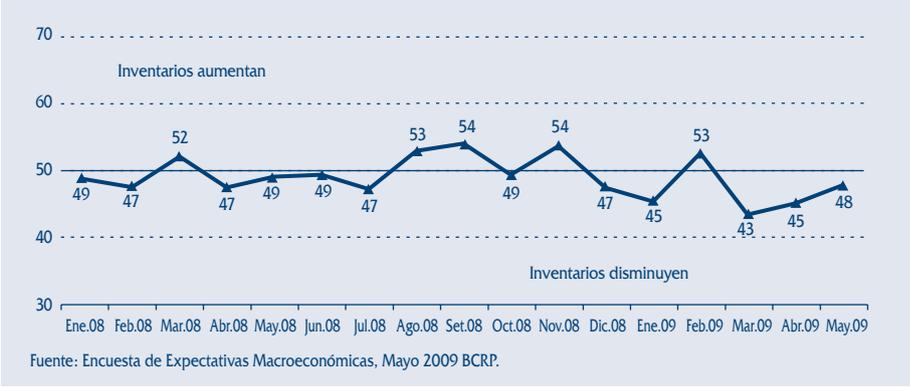


Gráfico 9
NIVEL DE INVENTARIOS DE PRODUCTOS TERMINADOS EN DÍAS DE PRODUCCIÓN Y/O VENTAS

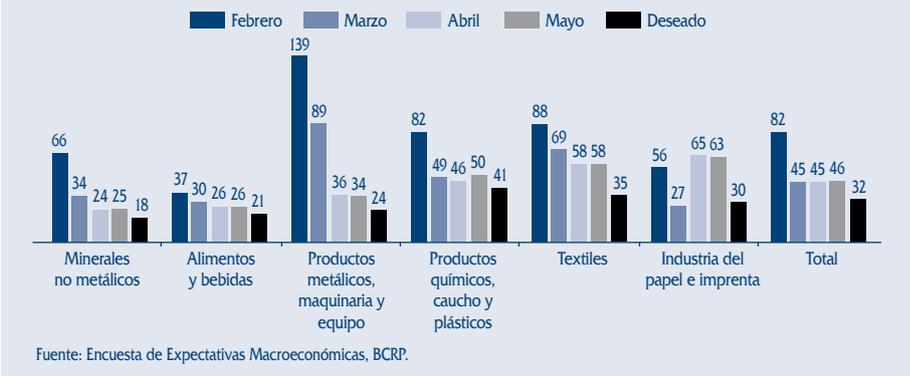
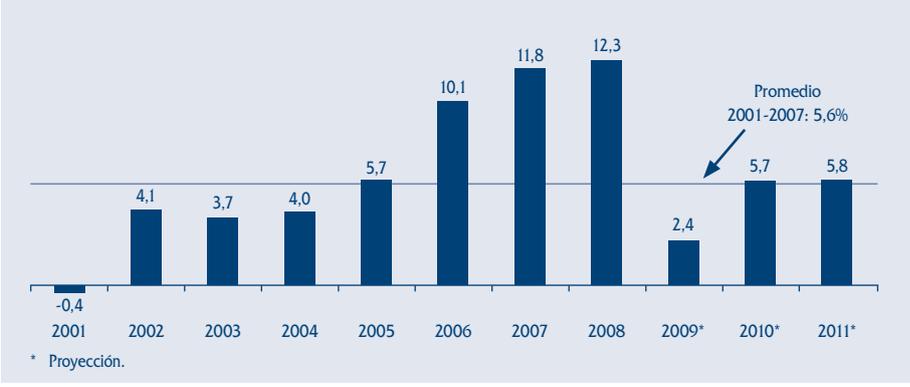
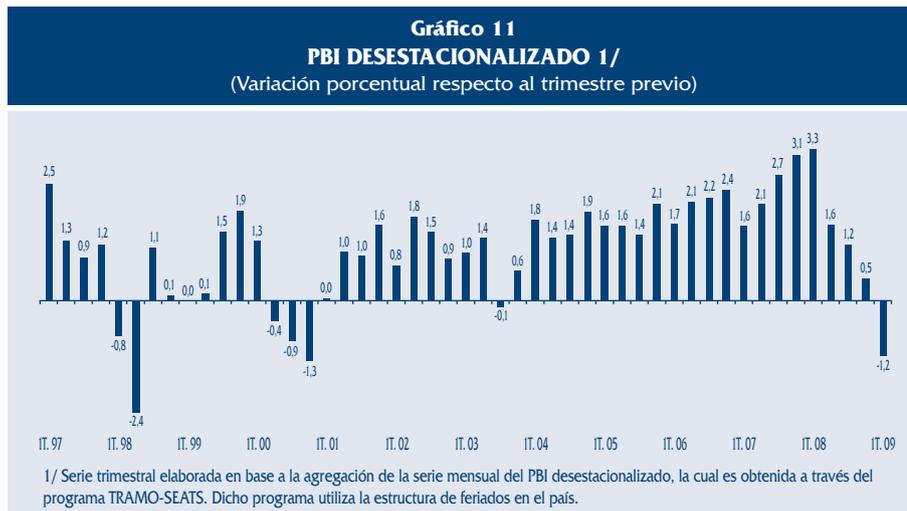


Gráfico 10
TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)



PBI desestacionalizado

15. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, mostró el mayor crecimiento de la presente década durante el primer trimestre de 2008, y comenzó a moderar su crecimiento a partir de entonces. Cuando se agudizó la crisis financiera internacional, en el cuarto trimestre de 2008, el crecimiento del PBI desestacionalizado fue de 0,5 por ciento, la cifra más baja desde el año 2004. Los efectos de la recesión mundial fueron mucho más severos durante el primer trimestre de 2009, observándose una caída de 1,2 por ciento en el PBI desestacionalizado, destacando en esta evolución la caída de inventarios.

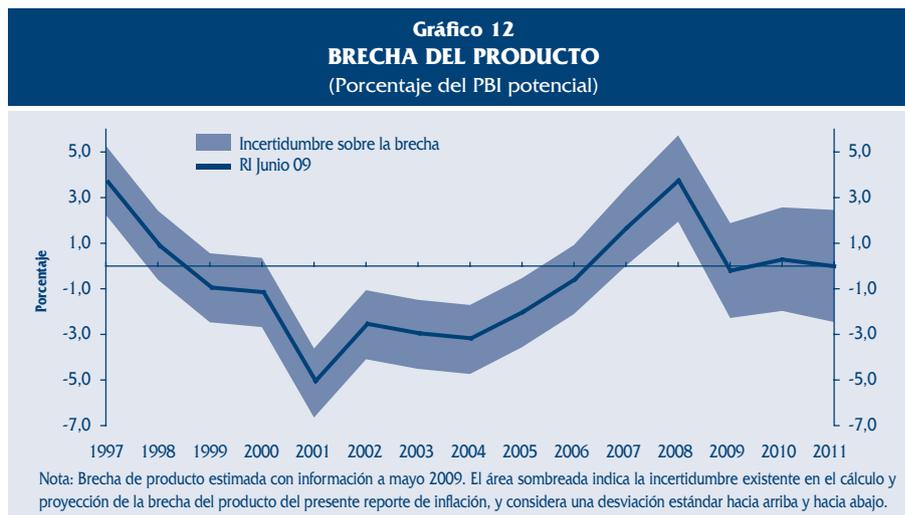


PBI potencial

16. La proyección de crecimiento del PBI para el periodo 2009-2011 es consistente con una brecha del producto negativa para este año, es decir un nivel del PBI inferior al PBI potencial, en particular en la primera parte del año. La recuperación económica proyectada a partir del segundo semestre del presente año alcanzaría una trayectoria de crecimiento económico consistente con el PBI potencial de la economía.

El crecimiento estimado del PBI potencial para el horizonte de proyección 2009-2011 se ubica entre 5 y 6 por ciento, lo que incorpora la menor inversión proyectada y un menor crecimiento de la productividad asociado a la crisis internacional. Acciones orientadas a mejorar nuestra productividad en los diferentes campos (infraestructura, apertura comercial, desarrollo de mercado de capitales, etc.) permitirían mantener, o inclusive aumentar, las altas tasas de crecimiento del PBI potencial proyectadas en este Reporte.





Componentes del gasto agregado

17. A diferencia del concepto del PBI, el ingreso nacional disponible agrega el efecto de los precios internacionales y las transferencias de nacionales residentes en el exterior. Luego de crecer 8,2 por ciento en 2008, el ingreso nacional disponible crecería menos este año (2,1 por ciento) debido a los menores términos de intercambio y a una reducción de las remesas provenientes de peruanos en el exterior. En este contexto se prevé que el consumo privado aumente 2,5 por ciento en 2009, lo que implica una importante desaceleración con respecto al año previo (8,7 por ciento).

Para 2010 y 2011, el ingreso nacional disponible crecería 5,8 y 6,1 por ciento respectivamente, en línea con la recuperación esperada de la economía. Con dicho entorno, el consumo privado crecería 3,6 por ciento en 2010 y 4,2 por ciento en 2011.

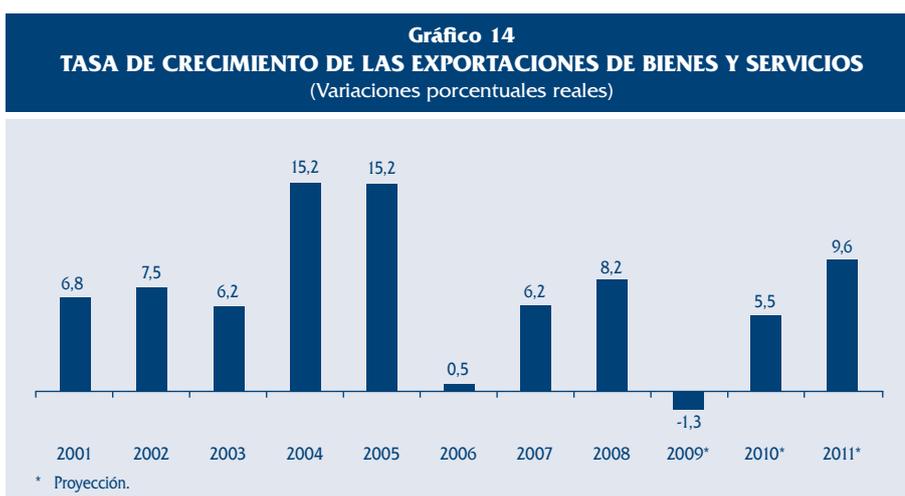
CUADRO 6
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
1. Producto bruto interno	10,4	9,8	1,8	5,0	3,3	6,0	5,5	5,7
2. Producto nacional bruto	8,7	12,2	4,5	9,1	5,2	5,3	5,9	6,1
3. Ingreso nacional bruto	8,4	8,5	-1,1	5,9	2,4	5,7	5,8	6,1
4. Ingreso nacional disponible 1/	8,2	8,2	-1,2	5,8	2,1	5,6	5,8	6,1

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.



18. Las exportaciones reales de bienes y servicios se reducirían 1,3 por ciento en 2009 principalmente por el menor dinamismo de las exportaciones no tradicionales en un contexto de menor demanda mundial. Se espera que se recuperen en 2010 considerando las perspectivas de mejores precios internacionales y una recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones. Para el año 2011 se prevé un alto crecimiento de las exportaciones debido a los mayores volúmenes de productos mineros y de hidrocarburos ante el inicio de operación de varios proyectos mineros. Además la proyección considera un mayor acceso a mercados externos a través de acuerdos comerciales, los que favorecerían a los productos no tradicionales.



19. Para el año 2009 se prevé una desaceleración de las importaciones reales debido a un menor ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital asociado al ajuste de inventarios y al menor crecimiento del consumo y la inversión privada.





Para 2010 y 2011 las importaciones reales de bienes y servicios registrarían tasas de crecimiento de 6,2 y 9,2 por ciento, respectivamente, en línea con el mayor crecimiento de la economía.

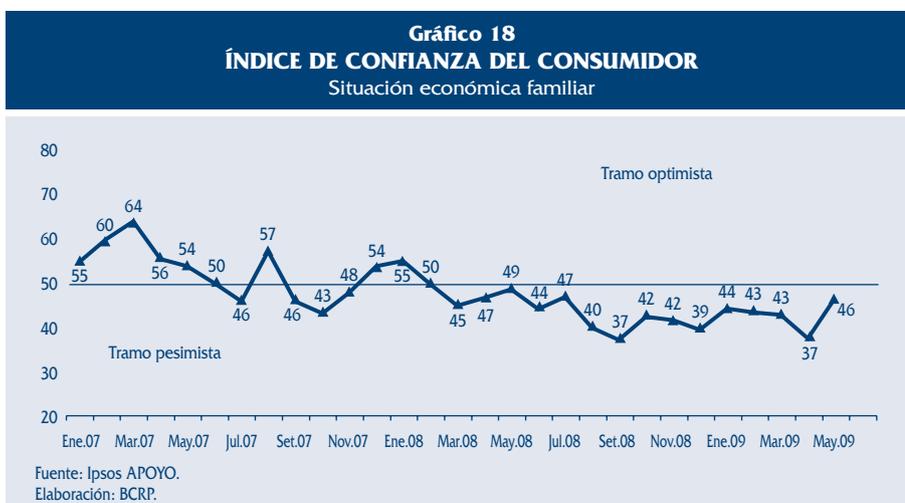
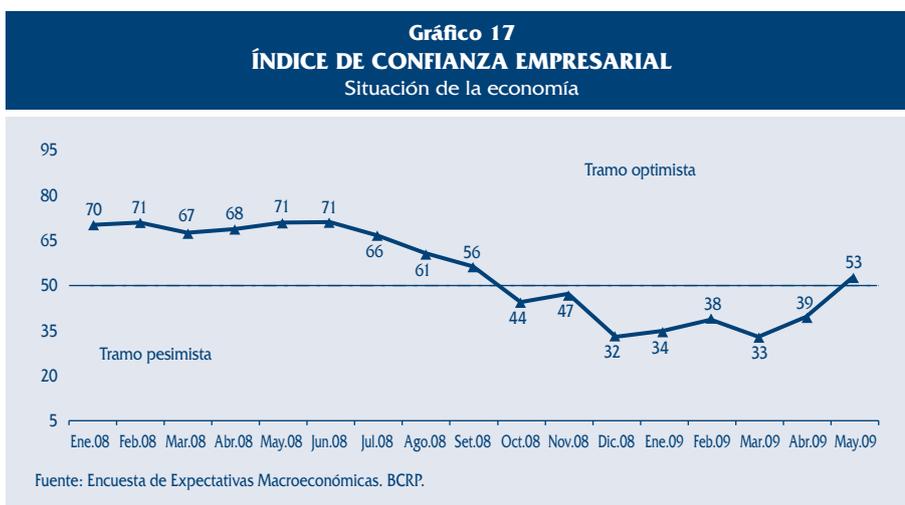


20. Como resultado de la importante desaceleración económica y la incertidumbre asociada a la crisis económica internacional se proyecta un aumento de 2,5 por ciento de la inversión privada para este año. Una vez que se comience a registrar una recuperación de la economía doméstica y se disipe la incertidumbre sobre la economía mundial, se espera que la inversión privada crezca a tasas de 6 por ciento en el periodo 2010-2011. Este ritmo de crecimiento de la inversión incrementa el acervo de capital de la economía y su productividad, lo cual favorece un aumento del producto potencial para los siguientes años. Parte de este impulso proviene de proyectos entre los que destacan las obras para la exportación de gas natural de Peru LNG como Camisea II (gas natural licuefactado), y proyectos mineros como Tía María (cobre) y Antapaccay (cobre).



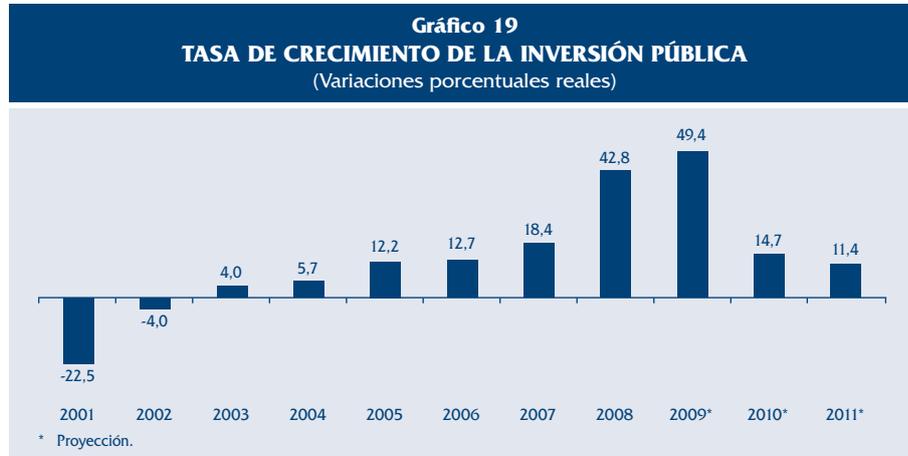
CUADRO 7 PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN				
Sector	2009	2010	2011	Total
Minería e Hidrocarburos	3 039	5 243	7 574	15 856
Electricidad	837	741	684	2 262
Transporte y Telecomunicaciones	596	446	189	1 231
Industrial	817	1 361	999	3 177
Otros Sectores	2 144	1 797	749	4 690
Total	7 433	9 588	10 195	27 216

21. El índice de confianza empresarial a partir de octubre de 2008 se ha situado en la zona pesimista (por debajo de 50 puntos), llegando a su punto más bajo en diciembre de 2008 con 32 puntos. Sin embargo, la confianza empresarial ha revertido esa tendencia negativa ubicándose en mayo en el tramo optimista con 53 puntos.





22. Durante 2009 se proyecta que la inversión pública crecería 49 por ciento impulsada principalmente por el gasto del gobierno central. El crecimiento de 2010 sería de 15 por ciento mientras que para 2011 sería de 11 por ciento.



23. Para 2009 las proyecciones macroeconómicas del sector privado prevén un crecimiento del PBI entre 3,0 y 4,0 por ciento. Para 2010 las previsiones oscilan entre 4,5 y 5,0 por ciento, en tanto que para 2011 se ubican en el rango entre 5,4 y 6,0 por ciento.

CUADRO 8
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Porcentajes)

	Setiembre 2008	Febrero 2009	Mayo 2009
SISTEMA FINANCIERO			
2009	7,0	5,0	3,0
2010	6,5	5,5	4,5
2011		6,4	5,4
ANALISTAS ECONÓMICOS			
2009	7,0	5,0	3,2
2010	7,0	5,5	4,5
2011		6,0	5,5
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2009	7,2	5,0	4,0
2010	7,0	6,0	5,0
2011		6,0	6,0

Producción sectorial

24. En el primer trimestre de 2009 todos los sectores económicos redujeron su crecimiento respecto al ritmo registrado en el año 2008. La recesión económica mundial se tradujo en una reducción de la demanda por productos de exportación no tradicional, fabricados principalmente en el sector manufactura, así como en una menor actividad en la mediana minería, en un contexto de menores cotizaciones respecto a las observadas en el primer trimestre de 2008.

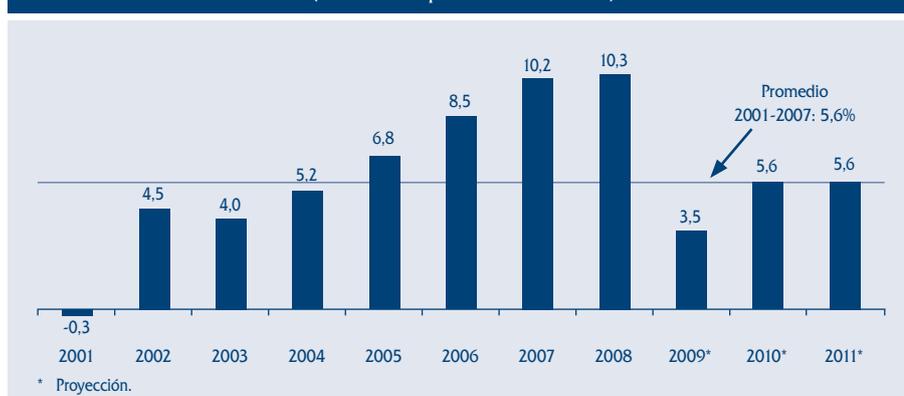
CUADRO 9
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales reales)

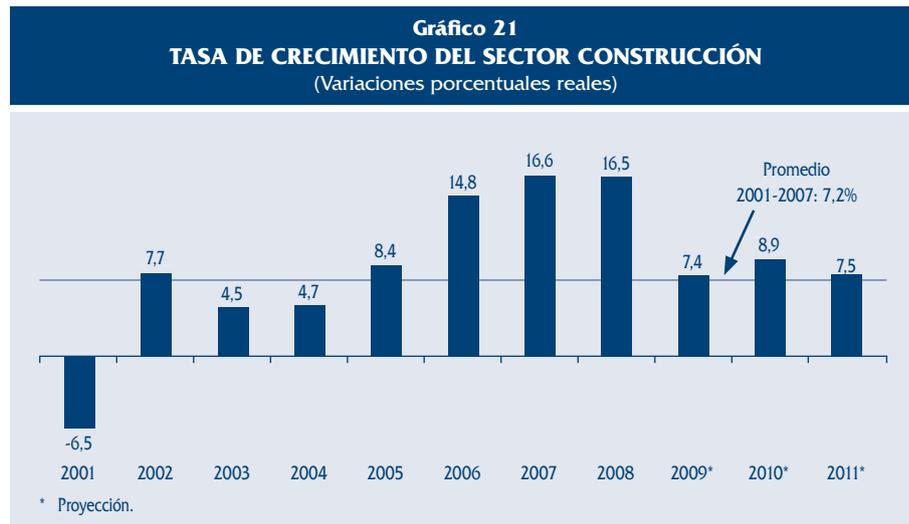
	2008		2009*			2010*		2011*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
Agropecuario	3,9	7,2	3,9	2,7	2,9	5,2	5,2	5,2
Agrícola	4,6	7,4	2,1	1,0	1,3	5,0	5,0	5,0
Pecuario	2,9	7,0	6,1	4,6	5,5	5,5	5,6	5,5
Pesca	6,6	6,2	-19,8	-4,1	-3,7	3,1	4,5	4,9
Minería e hidrocarburos	6,2	7,6	3,7	3,7	1,7	5,2	4,6	8,0
Minería metálica	6,7	7,3	0,9	1,6	0,0	3,7	3,7	7,9
Hidrocarburos	2,0	10,3	30,4	22,7	13,7	16,0	11,8	9,0
Manufactura	10,6	8,7	-5,1	4,6	-1,6	5,7	5,3	5,9
Procesadores de recursos primarios	12,5	7,6	1,6	4,3	4,1	6,3	6,3	5,6
Manufactura no primaria	10,2	8,9	-6,4	4,6	-2,9	5,5	5,0	6,0
Electricidad y agua	9,3	7,7	1,2	4,6	2,5	5,6	6,0	6,0
Construcción	19,2	16,5	5,1	9,8	7,4	10,2	8,9	7,5
Comercio	12,0	13,0	0,4	4,5	3,2	6,3	4,4	5,0
Otros servicios	10,4	9,3	3,9	5,3	4,9	5,9	5,7	5,5
PRODUCTO BRUTO INTERNO	10,3	9,8	1,8	5,0	3,3	6,0	5,5	5,7
Primario	6,3	7,4	2,6	3,2	2,5	5,3	5,2	6,2
No Primario	11,2	10,3	1,6	5,4	3,5	6,2	5,6	5,6

RI: Reporte de Inflación.
 * Proyección.

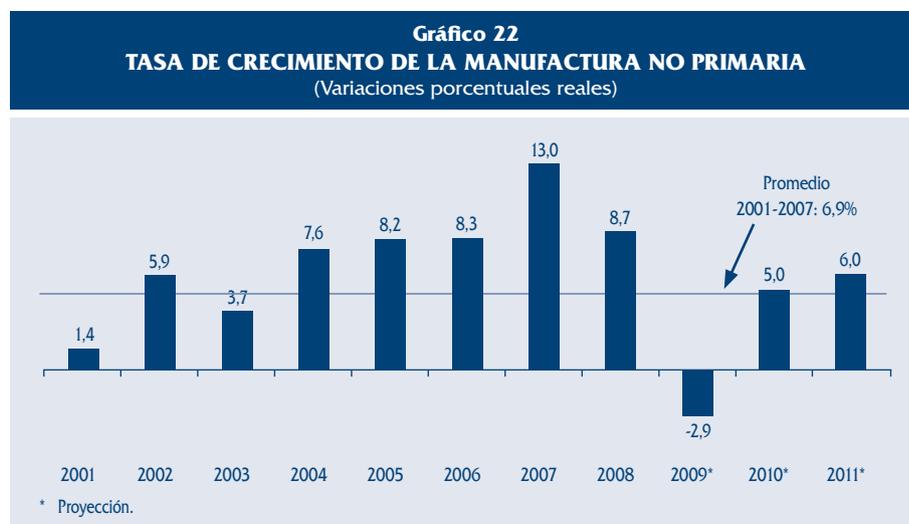
Los sectores no primarios mostraron una fuerte desaceleración respecto al crecimiento observado el año pasado. En el caso de la manufactura no primaria se observó una caída de 6 por ciento, en la cual incidió la desacumulación de inventarios y la caída de la demanda externa. Esta caída fue atenuada por el crecimiento del sector construcción, aunque a un ritmo menor que en trimestres previos.

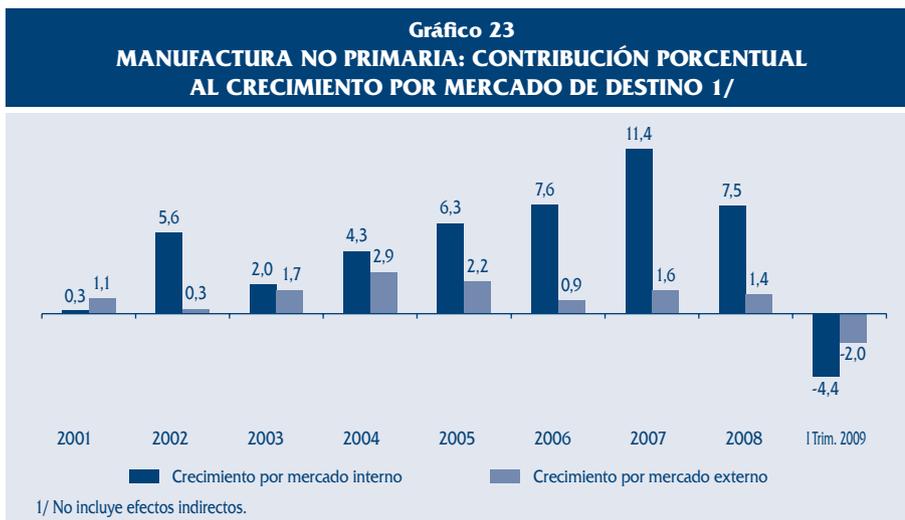
Gráfico 20
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS
 (Variaciones porcentuales reales)





25. Para el año 2009 se proyecta que los sectores no primarios reducirían su crecimiento a 3,5 por ciento, frente al crecimiento de 10,3 por ciento que se observó en 2008. Esta proyección se sustenta principalmente en la caída de la demanda externa por productos manufacturados, en la continuación del proceso de ajuste de inventarios principalmente durante el primer semestre, y en el efecto del menor crecimiento del ingreso disponible sobre la demanda de bienes de consumo por parte de los hogares. El sector que mostraría mayor dinamismo sería la construcción, principalmente en la segunda mitad del año, considerando la recuperación prevista de la economía y su efecto sobre la inversión, así como el efecto del gasto público (en el primer trimestre la construcción, mejoramiento y rehabilitación de carreteras ejecutada por el Estado creció 51 por ciento).





Para los siguientes años el escenario base asume condiciones climáticas normales, sin la presencia de un evento “Niño” o “Niña”. Estas condiciones incidirían en tasas de crecimiento entre 4 y 5 por ciento para los sectores agropecuario y pesca, considerando las inversiones realizadas en estos sectores y el desarrollo de mercados de exportación. En el sector minero destacaría el inicio de operaciones del proyecto de Tía María (cobre) en 2011, y en el sector hidrocarburos, las exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea II desde mediados de 2010.





III. Balanza de Pagos

26. La menor demanda mundial, el deterioro de términos de intercambio y, en menor medida, el reducido dinamismo de las remesas del exterior fueron los factores iniciales que deterioraron en general los resultados de cuenta corriente. Durante este periodo también se han ido corrigiendo hacia la baja los precios de importación, lo cual, junto al efecto que ha tenido la menor demanda doméstica sobre las importaciones, ha contribuido a aminorar el impacto de la crisis sobre la cuenta corriente. Asimismo, se ha observado una recuperación de los precios de exportación en lo que va del año, lo que ha permitido que se registre un superávit de la balanza comercial de US\$ 576 millones en el período enero-abril.
27. Teniendo estos factores en cuenta se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente para el año 2009, de 3,3 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de marzo, a 3,2 por ciento.

CUADRO 10
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2007	2008		2009*			2010*		2011*
		I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	1 220	-848	-4 180	-478	-4 061	-4 012	-4 332	-4 247	-3 951
<i>Porcentaje del PBI</i>	1,1	-2,8	-3,3	-1,7	-3,3	-3,2	-3,3	-3,1	-2,6
1. Balanza comercial	8 287	1 505	3 090	446	-1 368	1 145	-397	1 013	1 406
a. Exportaciones	27 882	7 771	31 529	5 313	23 576	24 596	26 696	27 097	30 568
b. Importaciones	-19 595	-6 265	-28 439	-4 867	-24 945	-23 451	-27 094	-26 084	-29 162
2. Servicios	-1 187	-412	-1 929	-278	-1 722	-1 587	-1 857	-1 741	-2 053
3. Renta de factores	-8 374	-2 598	-8 144	-1 266	-3 656	-6 103	-4 873	-6 272	-6 302
4. Transferencias corrientes	2 494	657	2 803	621	2 686	2 532	2 795	2 753	2 998
Remesas del exterior	2 131	572	2 437	536	2 334	2 183	2 430	2 395	2 611
II. CUENTA FINANCIERA	9 195	6 735	7 686	211	1 061	4 113	3 832	4 847	4 551
Del cual:									
1. Sector privado	9 148	4 392	7 657	1 208	4 536	4 452	4 405	4 728	4 129
2. Sector público	-2 473	-1 461	-1 404	923	257	1 204	-254	522	344
3. Capitales de corto plazo	2 630	2 724	1 118	-1 437	-2 827	-1 607	-448	-148	0
III. SALDO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	10 414	5 888	3 507	-266	-3 000	100	-500	600	600

Nota:

Financiamiento externo privado bruto de largo plazo

En millones US\$	9 779	3 264	7 130	2 112	5 852	6 871	6 079	7 555	7 888
En porcentaje del PBI	9,1%	10,8%	5,6%	7,6%	4,8%	5,4%	4,6%	5,5%	5,3%

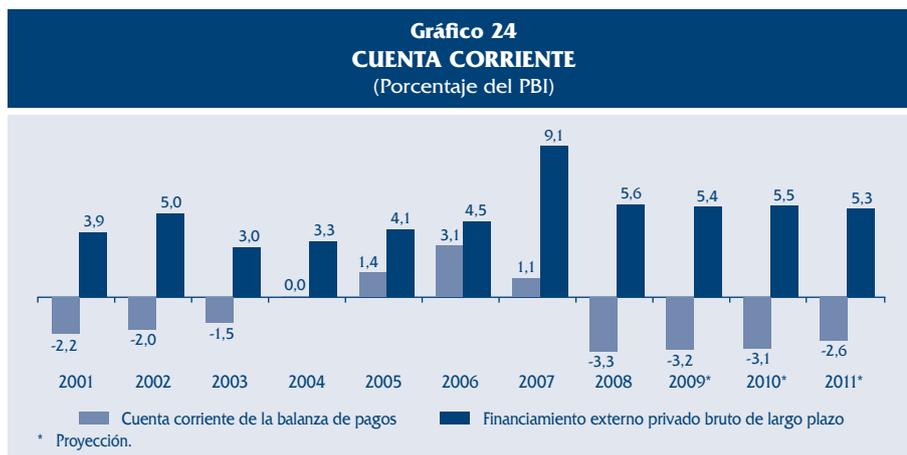
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

En el primer trimestre la cuenta corriente registró un déficit de 1,7 por ciento del PBI, menor al déficit de 2,8 por ciento observado en igual periodo de 2008. Los menores ingresos por exportaciones y remesas fueron compensados con una fuerte reducción de las importaciones y una menor generación de utilidades de las empresas con participación extranjera.

Para los años **2010** y **2011** se prevé una ligera reducción del déficit de cuenta corriente, considerando precios internacionales estables y una recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones, así como un mayor crecimiento de la economía doméstica y su impulso sobre el volumen de importaciones.

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



28. Durante el horizonte de proyección el ahorro del sector privado mantendrá una tendencia creciente, lo cual, sumado a los flujos de capitales de largo plazo, contribuirá a financiar la inversión interna. El ahorro interno superaría el 26 por ciento del producto en el año 2011, tres puntos porcentuales por encima del cierre del año 2008.

CUADRO 11
BRECHA AHORRO-INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2007	2008		2009*		2010*		2011*	
		I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
Inversión Bruta Interna 1/ = Ahorro total	22,9	25,9	26,9	23,0	27,4	26,5	27,7	28,0	29,1
1. Ahorro interno	24,0	23,1	23,6	21,3	24,0	23,4	24,4	25,0	26,4
a. Sector privado	17,8	16,3	17,2	15,8	18,8	18,9	18,8	19,8	20,6
b. Sector público	6,2	6,8	6,4	5,5	5,2	4,5	5,6	5,2	5,8
2. Ahorro externo	-1,1	2,8	3,3	1,7	3,3	3,2	3,3	3,1	2,6

1/ Incluye flujo de inventarios.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.



**Balanza comercial**

29. En el primer trimestre de 2009 se ha observado una desaceleración de la actividad económica mundial, lo que se ha traducido en una caída en los volúmenes de exportación. Ello también se ha reflejado en un menor crecimiento de la economía y un ajuste de inventarios, así como en menores tasas de expansión del consumo y la inversión del sector privado. Como consecuencia, se observó una caída en la demanda por importaciones, tanto de bienes intermedios como de bienes de consumo y capital, lo cual contribuyó al superávit de la balanza comercial. Para el año 2009 se ha revisado la proyección de la balanza comercial, proyectándose un superávit cercano a US\$ 1,1 mil millones, considerando los mejores precios de exportación y la caída que se viene registrando tanto en el volumen como en el precio de las importaciones. Estos factores atenuarían el impacto de la menor demanda mundial por los productos de exportación no tradicional.
30. Para los años 2010 y 2011 se proyecta que la balanza comercial continuaría siendo superavitaria. En este resultado influirían la recuperación de la economía mundial, que tiene un impacto positivo sobre el volumen de exportaciones no tradicionales, y sobre todo en 2011 la operación de proyectos mineros y de hidrocarburos destinados a la exportación, como Camisea II (gas natural licuefactado) y Tía María (cobre).

CUADRO 12
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2007	2008		2009*			2010*		2011*
		I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
EXPORTACIONES	27 882	7 771	31 529	5 313	23 576	24 596	26 696	27 097	30 568
De las cuales:									
Productos tradicionales	21 464	5 951	23 796	3 870	16 742	18 069	19 451	20 069	22 834
Productos no tradicionales	6 303	1 792	7 543	1 415	6 663	6 334	7 065	6 812	7 488
IMPORTACIONES	19 595	6 265	28 439	4 867	24 945	23 451	27 094	26 084	29 162
De las cuales:									
Bienes de consumo	3 192	976	4 527	934	4 499	4 420	4 984	4 762	5 755
Insumos	10 435	3 438	14 553	2 043	10 915	10 569	11 879	12 284	13 461
Bienes de capital	5 861	1 821	9 239	1 850	9 423	8 323	10 114	8 932	9 817
BALANZA COMERCIAL	8 287	1 505	3 090	446	-1 368	1 145	-397	1 013	1 406

Nota: Var. %

Volumen de exportaciones

Volumen de importaciones

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

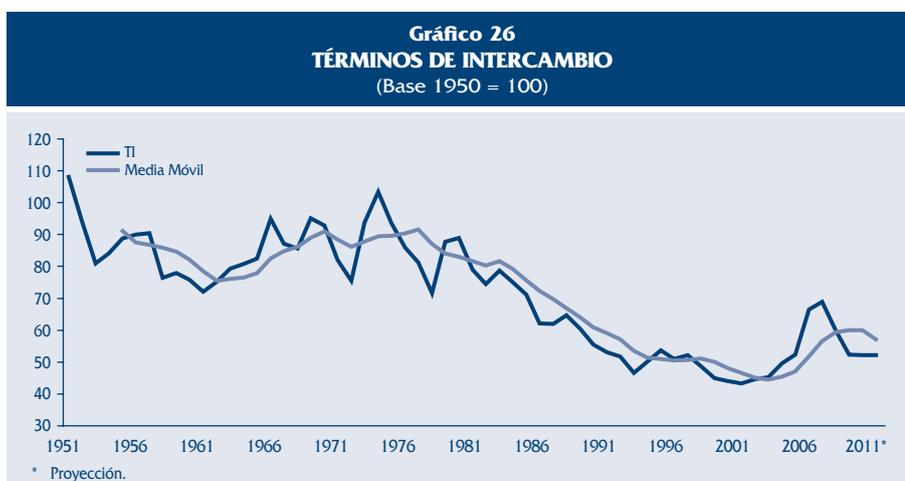


Términos de intercambio

31. Los términos de intercambio mostrarían, en promedio, una caída de 13 por ciento para el año 2009, aunque a precios de fin de periodo (diciembre 2008-diciembre 2009) registrarían un incremento de 10 por ciento. Las proyecciones de precios de exportaciones e importaciones han sido revisadas al alza, en línea con los desarrollos en los precios de los *commodities* de los primeros meses del año.

En términos generales los *commodities* han estado presionados ligeramente al alza por la demanda de algunas economías (en particular de China) y por algunas condiciones específicas de oferta (en particular en el caso de los alimentos). Se espera que, en línea con las previsiones de crecimiento, los *commodities* se mantengan o presenten alzas moderadas desde el segundo semestre del año.

Se considera que los términos de intercambio se mantendrían estables en el período 2010 - 2011.





CUADRO 13
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Datos promedio anuales)

	2007	2008	2009*		2010*		2011*
			RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
Términos de intercambio (var. % anual)	3,6	-13,3	-14,6	-12,8	2,4	-0,2	-0,2
Precios de Exportaciones (var. % anual)	14,0	5,1	-26,6	-20,3	6,1	4,4	2,3
Del cual:							
Cobre (US\$ por libra)	3,23	3,15	1,52	1,89	1,60	2,00	2,00
Oro (US\$ por onza)	697	872	881	920	890	935	948
Precios de Importaciones (var. % anual)	10,0	21,2	-14,1	-8,7	3,6	4,7	2,5
Del cual:							
Petróleo (US\$ por barril)	72	100	49	54	59	65	69
Trigo (US\$ por TM)	231	293	225	227	245	256	264
Maíz (US\$ por TM)	138	192	154	159	172	175	178
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 092	731	782	777	868	869

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.
Fuente: Bloomberg.

Exportaciones

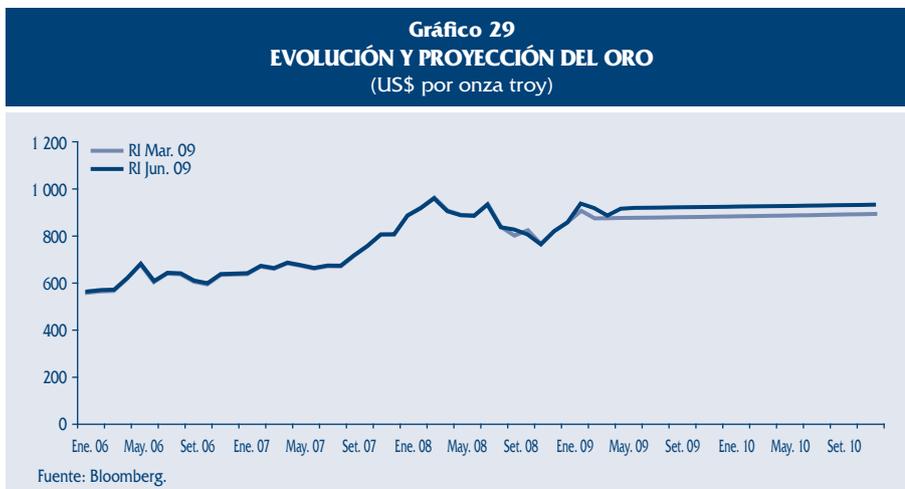
En el año 2009 las exportaciones se reducirían en US\$ 7 mil millones respecto al año previo, por una caída de US\$ 6 mil millones en las exportaciones tradicionales y por la disminución de US\$ 1 mil millones en las no tradicionales. Estas reducciones se deben a las menores cotizaciones promedio de los metales en el primer caso, y a la caída en la demanda externa en el segundo. Las exportaciones no tradicionales, principalmente los productos textiles, agropecuarios, y sidero-metalúrgicos y joyería, caerían por la menor actividad económica en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, como se ha venido observando desde fines de 2008.



En 2010 se recuperarían las exportaciones debido a la entrada en operación de Camisea II a mediados de año por las exportaciones de gas licuefactado. Por su parte, las exportaciones no tradicionales subirían debido a la recuperación prevista en las principales economías del mundo y a los acuerdos comerciales con otros países. En 2011 se espera la plena operación de Camisea II y el inicio de operaciones del proyecto cuprífero Tía María, de Southern.

Oro

32. El balance del mercado indica presiones a la baja asociadas a la recuperación de la economía mundial, por ende de las bolsas, y al aumento de la oferta después de tres años de caídas. Sin embargo, el mercado estima que prevalecerían las presiones al alza apoyadas por las perspectivas de un debilitamiento mundial del dólar, los temores de inflación, así como la posible mayor demanda china en busca de recomponer su portafolio de reservas y la demanda para joyería particularmente de Turquía e India.

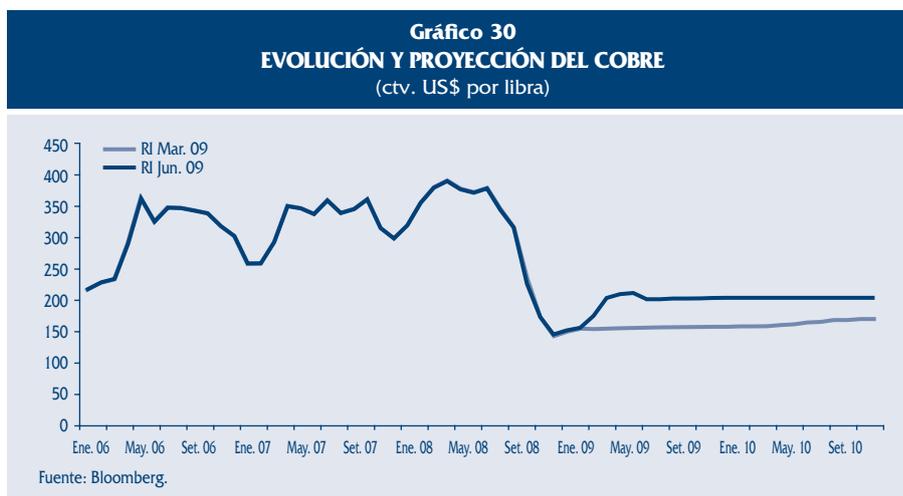




Cobre

33. La cotización internacional del cobre aumentó 48 por ciento en los primeros cinco meses del año llegando a cotizar en US\$ 2,17 por libra el 29 de mayo de 2009, nivel superior en 57 por ciento al mínimo del año (US\$ 1,38 por libra el 23 de enero).

Esta recuperación estaría apoyada en la mayor demanda de China. El mercado señala que se estaría dando una recomposición de inventarios y de reservas estratégicas, por lo que existe incertidumbre respecto a una corrección de precios en el corto plazo en un mercado que continúa ajustado, a pesar de la caída en el consumo. La demanda de países desarrollados como la Unión Europea y Estados Unidos recién se empezaría a recuperar a fines de año, pero a un ritmo menor a las compras chinas.

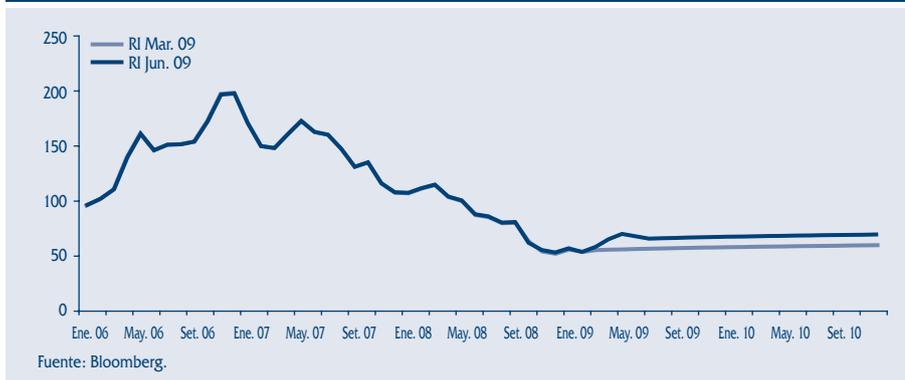


Zinc

34. La cotización promedio del zinc se ha recuperado 36 por ciento en los cinco primeros meses del año, alcanzando los US\$ 0,68 por libra el 29 de mayo, nivel mayor en 40 por ciento al mínimo del año (US\$ 0,48 por libra el 20 de febrero).

En el mercado de zinc, la oferta se viene contrayendo a un ritmo elevado debido a los cierres, recortes y reprogramación de operaciones. Se estima que la oferta caería 6 por ciento en 2009 ya que el ajuste de producción de este metal se inició mucho antes que la crisis. Por otro lado, la demanda de zinc aumentó debido a las mayores importaciones chinas, las cuales alcanzaron un récord histórico en marzo y su mayor nivel trimestral desde 1997. Por ello, el superávit que está generando este mercado como consecuencia del menor consumo global es pequeño en comparación a ciclos previos.

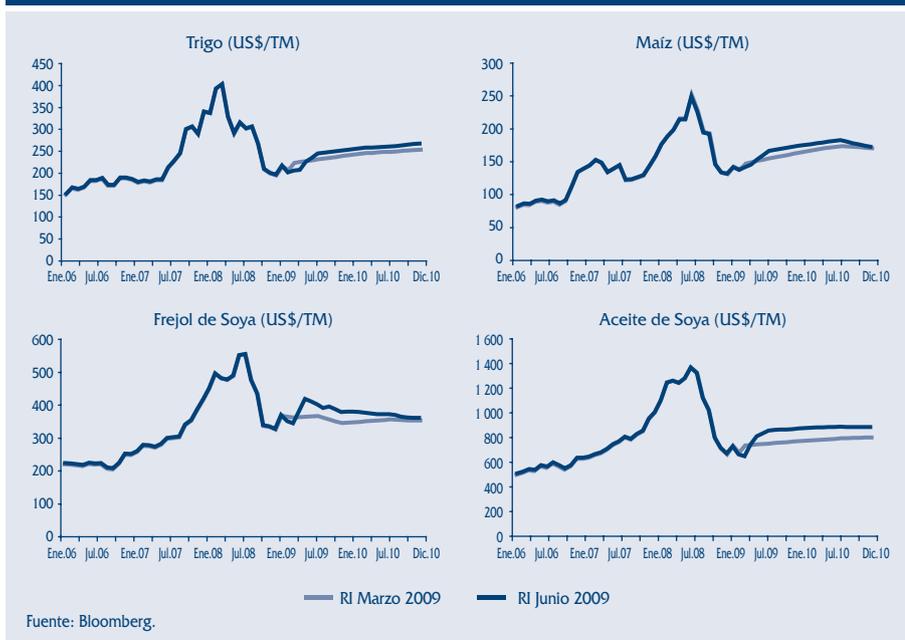
Gráfico 31
EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DEL ZINC
(ctv. US\$ por libra)



Importaciones

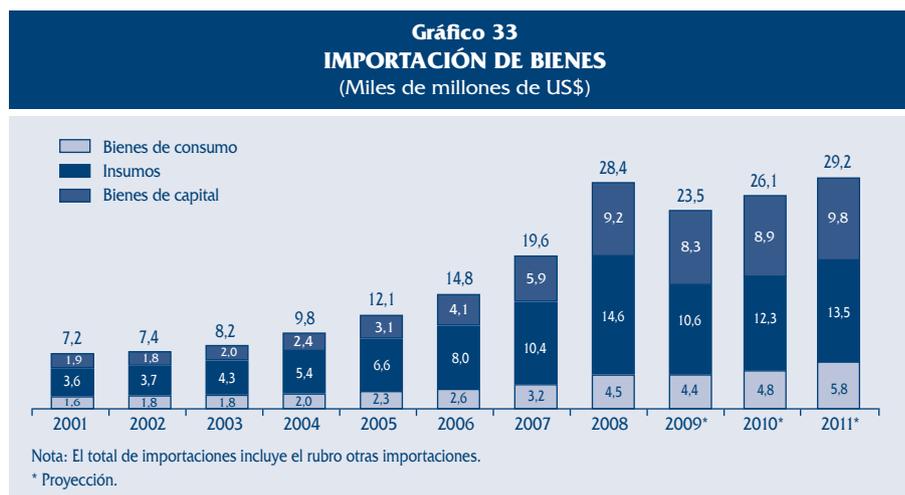
35. El ajuste de los inventarios de las empresas durante el primer trimestre de 2009 se reflejó por una parte en una desaceleración de la actividad económica, y por otra, en una menor demanda por importaciones, tanto de insumos como de bienes finales. Como consecuencia, el volumen de importaciones disminuyó 16 por ciento en el primer trimestre. Ello, sumado a menores precios (7 por ciento, principalmente en bienes de consumo, alimentos y combustibles) se tradujo en una caída de 23 por ciento en el valor de las importaciones (US\$ 1,4 mil millones, respecto al mismo período de 2008).

Gráfico 32
EVOLUCIÓN DE PRECIOS DE ALIMENTOS





Para 2009 se espera una caída del valor de las importaciones debido al ajuste de inventarios y al menor crecimiento del gasto privado tanto de consumo como de inversión. En 2010 y 2011, en línea con el mayor crecimiento de la economía, se proyecta un crecimiento de las importaciones, principalmente de insumos y de bienes de capital.



Cuenta financiera

36. En el primer trimestre de 2009, la cuenta financiera de la balanza de pagos ascendió a US\$ 1 208 millones, explicados casi en su totalidad por la entrada neta de recursos externos destinados a Inversión Directa Extranjera (IDE) que alcanzó a US\$ 1 386 millones, así como el flujo de desembolsos de largo plazo netos de amortización (US\$ 509 millones). En sentido contrario, destaca tanto la salida de capitales de inversionistas nacionales (especialmente de las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP) que aumentaron su preferencia por activos financieros del exterior) cuanto la menor tenencia de Bonos de Tesoro Público por parte de inversionistas no residentes.

Por el contrario, el flujo de capitales de corto plazo resultó negativo (US\$ 1 437 millones), explicado principalmente por la menor tenencia de Certificados de Depósito del BCRP por parte de no residentes y la reducción de pasivos externos de corto plazo en manos de agentes no financieros.

37. En 2009 la cuenta financiera del sector privado registraría un ingreso neto de US\$ 4 452 millones, explicado por un flujo de IDE de US\$ 3 887 millones. Este monto considera un crecimiento en la cartera de inversiones respecto a lo observado en el Reporte de Inflación anterior (US\$ 2 824 millones), lo que estaría en línea con algunos signos de recuperación económica (el crecimiento de los precios de nuestras exportaciones a partir de marzo y la mejora de las expectativas de crecimiento), así como los actuales costos reducidos de materiales e insumos.

CUADRO 14
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2007	2008	2009*			2010*		2011*
			I Trim. 09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
I. INVERSIÓN DIRECTA Y PRÉSTAMOS	8 749	6 480	1 895	5 136	5 517	5 280	6 121	6 019
1. Inversión Directa	5 425	4 079	1 386	2 824	3 887	4 005	3 689	4 473
2. Préstamos de Largo Plazo	3 324	2 401	509	2 312	1 629	1 275	2 432	1 546
a. Desembolsos	4 354	3 051	726	3 028	2 983	2 074	3 866	3 415
b. Amortización (-)	-1 030	-650	-217	-716	-1 354	-799	-1 435	-1 869
II. INVERSIÓN DE CARTERA	398	1 177	-687	-600	-1 065	-875	-1 393	-1 890
1. Bonos y Participación de Capital	205	85	-84	0	-84	0	0	0
a. Bonos	135	0	0	0	0	0	0	0
b. Participación de Capital	70	85	-84	0	-84	0	0	0
2. Otros Activos y Pasivos Externos	194	1 092	-603	-600	-981	-875	-1 393	-1 890
a. Activos (Inversiones en el exterior de residentes)	-485	1 102	-369	-600	-1 181	-930	-1 393	-1 890
b. Pasivos (Inversiones de no residentes)	679	-10	-234	0	200	56	0	0
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (I+II)	9 148	7 657	1 208	4 536	4 452	4 405	4 728	4 129

* Proyección.

Por otro lado, entre las entradas de capitales destacan el flujo neto de desembolsos, que estaría en el nivel de US\$ 1 629 millones, y el retorno de capitales externos para adquirir Bonos de Tesoro Público. Esto sería parcialmente compensado por la mayor adquisición de activos externos por parte de las AFP.

38. Para 2010 y 2011 el flujo de la cuenta financiera sería positivo en US\$ 4 728 millones y US\$ 4 129 millones, respectivamente. Ello considera inversiones de alrededor de US\$ 3 689 millones y US\$ 4 473 millones, las que incluyen reinversión y aportes de las matrices (ambos considerados como IDE), además de desembolsos externos de largo plazo. Se esperan flujos de inversiones importantes en los sectores minero, hidrocarburos, telecomunicaciones, electricidad, infraestructura vial, agroindustria, entre otros.

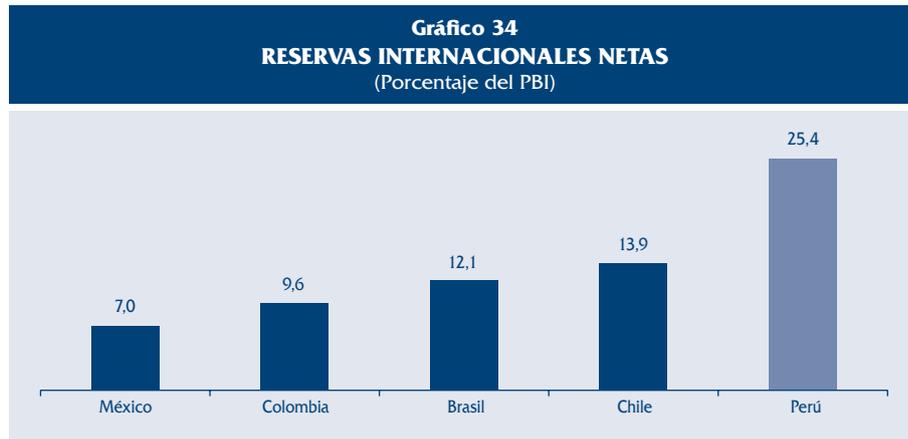
Asimismo, los desembolsos de largo plazo del sector privado serían mayores a los niveles de 2009, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica esperada en estos años. También se estima que continuaría el proceso de compra neta de activos financieros en el exterior por parte de inversionistas institucionales locales.

39. Al cierre de mayo, las reservas internacionales netas ascienden a US\$ 31 mil millones. En términos del PBI, ello representa un 25 por ciento, lo que indica un importante grado de resguardo de nuestra economía a probables restricciones de capitales externos.





Otro indicador frecuentemente observado de vulnerabilidad externa mide el nivel de capitales que saldría del país en caso de una corrida masiva. Incluye la deuda de corto plazo, la deuda de largo plazo que vencerá en un año o menos, así como los depósitos de no residentes a plazos menores a un año. En el Perú, este total representa el 22 por ciento de las RIN, lo cual indica una muy baja dependencia de capitales de corto plazo, por lo que los efectos de una eventual fuga de capitales serían limitados.



IV. Finanzas Públicas

Resultado económico

43. Frente a un escenario de rápida desaceleración de la actividad económica provocado por la crisis internacional, la respuesta coordinada entre países y entre políticas macroeconómicas domésticas viene siendo de vital importancia. En este contexto, las acciones de política fiscal han estado dirigidas a reducir el impacto de la crisis sobre la demanda interna. La posibilidad de hacer política fiscal contracíclica ha dependido en muchos casos de la prudencia con la cual se ejecutó la política fiscal durante los años previos de expansión económica mundial.
44. Los programas anunciados por los gobiernos en materia de estímulo fiscal involucran la asignación de cuantiosos recursos destinados a financiar el gasto.



45. Los anuncios de mayor gasto, junto a los menores ingresos por recaudación previstos bajo un escenario de crisis, estarían elevando nuestras previsiones de déficit fiscal para el horizonte de proyección de este Reporte a niveles por encima de los establecidos en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Cabe indicar que mediante Ley N° 29368 (29 de mayo de 2009) se ha suspendido durante 2009 y 2010 la aplicación de las reglas macrofiscales referidas al déficit y crecimiento del gasto público.





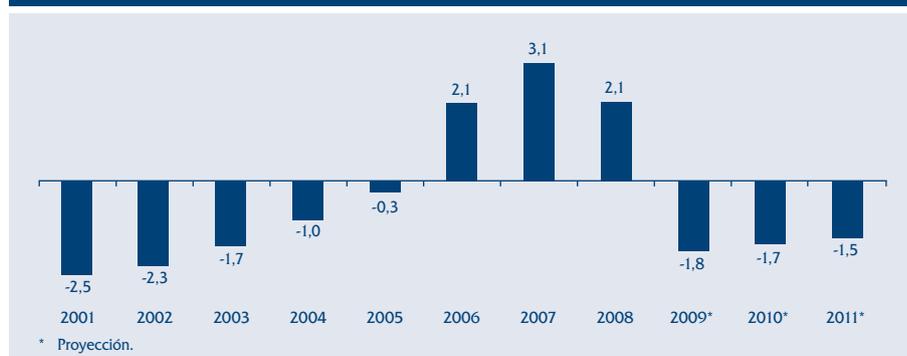
CUADRO 15
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2008		2009*			2010*		2011*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	20,9	20,8	19,3	19,4	18,5	19,1	18,7	19,0
<i>Variación % real</i>	12,6	5,8	-10,6	-5,6	-10,0	5,2	6,1	7,6
2. Gastos no financieros del Gobierno General	14,3	17,3	16,6	19,1	19,3	18,9	19,2	19,4
<i>Variación % real</i>	16,3	13,5	12,0	12,5	13,2	5,2	5,0	6,5
Del cual:								
a. Corriente	12,1	13,2	13,5	13,1	13,3	12,6	12,8	12,6
<i>Variación % real</i>	9,9	6,9	7,9	1,1	1,9	2,5	1,9	3,5
b. Formación bruta de capital	2,1	3,9	2,8	5,8	5,9	6,1	6,2	6,5
<i>Variación % real</i>	70,6	45,8	28,4	51,7	51,7	11,8	12,2	11,1
3. Otros	-0,2	0,1	1,2	0,1	0,3	0,0	0,3	0,2
4. Resultado Primario (1-2+3)	6,4	3,7	3,9	0,4	-0,4	0,3	-0,3	-0,2
5. Intereses	2,1	1,6	1,8	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3
6. Resultado Económico	4,3	2,1	2,2	-1,0	-1,8	-1,0	-1,7	-1,5
Ingresos corrientes del Gobierno Central	18,0	18,2	16,4	16,7	15,9	16,4	16,0	16,3
Gastos no financieros del Gobierno Central	11,4	14,7	13,8	16,0	16,2	15,9	16,1	16,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

46. Para 2009 el déficit del SPNF sería de 1,8 por ciento del producto, mayor en comparación con el previsto en el Reporte de Marzo (1,0 por ciento). Este deterioro se explica básicamente por la caída en los ingresos tributarios asociados a la menor dinámica económica, y, en menor grado, por el incremento del gasto corriente, específicamente en el consumo público, por efecto del Plan de Estímulo Económico que incorpora gastos de mantenimiento en infraestructura dentro de este rubro de gasto.

Gráfico 36
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)



Al primer trimestre del año los resultados muestran un superávit del Sector Público no Financiero (SPNF) de 2,2 por ciento del PBI, inferior en 2,1 por ciento al registrado en el primer trimestre del año anterior. Esto debido a la caída en los ingresos corrientes del gobierno central por el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica y al mayor gasto público destinado a contrarrestar los efectos de la crisis internacional.

47. Para 2010 y 2011, se prevé una senda decreciente del déficit fiscal (1,7 y 1,5 por ciento del producto, respectivamente). Esta mejora se explicaría por un crecimiento moderado de los ingresos del gobierno general asociado a la recuperación del crecimiento económico hacia su tendencia de largo plazo y al incremento de los precios internacionales de los metales y de hidrocarburos.

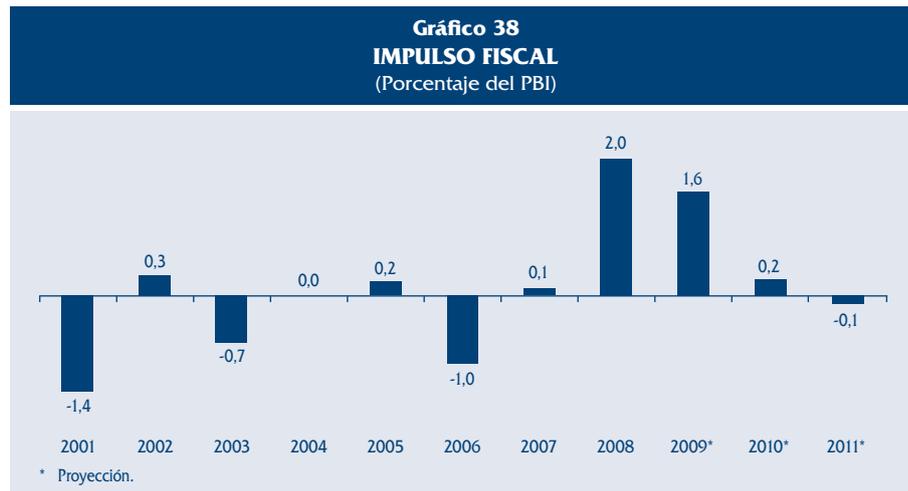
Resultado económico estructural

48. El resultado económico estructural, medida que aísla del déficit fiscal el efecto de la posición de la economía en el ciclo económico así como el impacto de los mayores precios de exportación de minerales y del precio del petróleo en los ingresos fiscales, sería negativo en los próximos años.



El impulso fiscal, indicador que permite apreciar el impacto propio de las decisiones de política fiscal sobre la demanda agregada, sugiere que la política fiscal sería expansiva en los años 2009 y 2010, años en los que se ejecuta el plan de estímulo. Por el contrario, en 2011, el impulso fiscal sería negativo, consecuencia de una menor dinámica del gasto público, más próxima al crecimiento potencial de la economía.





49. Cabe indicar que, a diferencia de lo registrado en la ejecución de los últimos años, las proyecciones para las cuentas fiscales exceden los topes establecidos por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). La norma que suspende la aplicación de las reglas macrofiscales establece que el déficit fiscal anual del SPNF no podrá ser mayor al 2 por ciento del producto (antes 1 por ciento) y que el incremento anual del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 10 y 8 por ciento en 2009 y 2010, respectivamente (antes 4 por ciento). Esta suspensión se da en un contexto de recesión global, que demanda una oportuna respuesta de la política fiscal de carácter anticíclico, lo que significa adelantar la ejecución de ciertos proyectos y poner en marcha programas que contribuyan al sostenimiento de la demanda interna.
50. Este mayor gasto fiscal destinado a mitigar los efectos de la crisis global sobre el sector real de la economía está centralizado en el Plan de Estímulo Económico, el mismo que tiene por objetivo la convergencia de la tasa de crecimiento en estos años de crisis hacia su tendencia de largo plazo y la creación de empleo a través de mayor inversión pública.

Así, el gobierno ha anunciado diversas medidas por un total de gasto de S/. 12 561 millones, que representan 3,2 por ciento del PBI, de los cuales S/. 7 821 millones corresponden a obras de infraestructura, S/. 3 459 millones a programas de impulso directo a la actividad económica, S/. 1 242 millones a protección social en apoyo a sectores económicos afectados por la crisis y S/. 40 millones a otros programas. A fines de mayo se ha ejecutado el 21 por ciento de este gasto total, con mayor dinamismo en el rubro de impulso a la actividad económica (37 por ciento), seguido por el de protección social (32 por ciento). Cabe señalar que este mayor gasto no compromete la sostenibilidad de las cuentas fiscales, dada la naturaleza temporal y extraordinaria de la mayoría de medidas.

CUADRO 16
PRINCIPALES MEDIDAS DEL PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO
(Millones de nuevos soles)

Concepto	Norma	Mill. Nuevos Soles
1. Impulso a la Actividad Económica		3 459
- Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles	DU 06 y 09-2009	1 000
- Compras a las Mypes uniformes y mobiliario escolar	DU 015-2009	150
- Programa de Reconversión Laboral	DU 021-2009	100
- Fondo de Garantía Empresarial (FOGEM)	DU 024-2009	300
- Construyendo Perú - Projoven	DS 016-2009-EF	76
- Aumento Temporal del Drawback	DS 018-2009-EF	360
- Créditos y garantías del Fondo Agroperú	DU 027-2009	210
- Fortalecimiento de Mypes	DU 019-2009	5
- Detracciones del Foncomun	Ley 29332	450
- Depreciación acelerada en construcción	Ley 29342	808
2. Obras de Infraestructura		7 821
- Proyectos de inversión	DU 010-2009	1 967 1/
- Fondo de inversión en Infraestructura - COFIDE	DU 018-2009	320
- IIRSA Sur	DU 025-2009	773
- Fideicomisos Regionales	DU 028-2009	2 600
- Proyecto Costa Verde	DS 019-2009-EF	16
- Continuidad de Inversiones	DS 013 y 017-2009-EF	1 765 2/
- Continuidad de Inversiones - Tarma	DU 039-2009	60
- Mantenimiento de Carreteras	DS 034-2009-EF	300
- Carretera Santiago de Chuco Shorey	Ley 29321	20
3. Protección Social		1 242
- Mantenimiento de Instituciones Educativas	DU 003 y 011-2009	290 3/
- FORSUR	DU 005-2009	146
- Mantenimiento y Equipamiento de Establecimientos de Salud	DU 016 y 022-2009	165 4/
- Mantenimiento de Infraestructura de Riego	DU 016 y 054-2009	153
- Infraestructura Básica Gobiernos Locales	DU 016 y 050-2009	318
- Inversión Social - Fondo Igualdad	Ley 29322	105
- Programa de Complementación Alimentaria	DS 022-2009-EF	64
4. Otros		40
Total Plan de Estímulo		12 561

1/ Neto de proyectos considerados en continuidad de inversiones (S/. 108 millones).

2/ Incluye proyectos considerados prioritarios (S/. 108 millones).

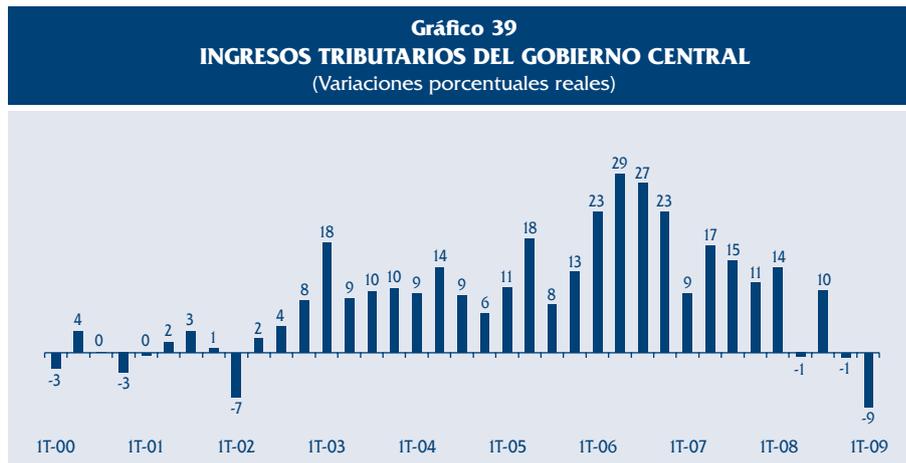
3/ En los proyectos prioritarios del DU 010-2009 están incluidos S/. 270 millones considerados en el DU 011-2009.

4/ Equipamiento S/. 51 millones y mantenimiento S/. 114 millones.

Evolución de los ingresos fiscales

51. En el primer trimestre del año, los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 19,3 por ciento del PBI, lo que significó una reducción de 10,6 por ciento en términos reales respecto a similar periodo de 2008. Los ingresos tributarios del gobierno central disminuyeron en el trimestre en 9 por ciento, la mayor caída observada desde el tercer trimestre de 1999. Esta contracción responde al menor dinamismo de la actividad económica que ya había mostrado un impacto negativo en la tributación desde el último trimestre de 2008. Los más afectados son los ingresos asociados a las utilidades, las importaciones y a los precios de los minerales e hidrocarburos.



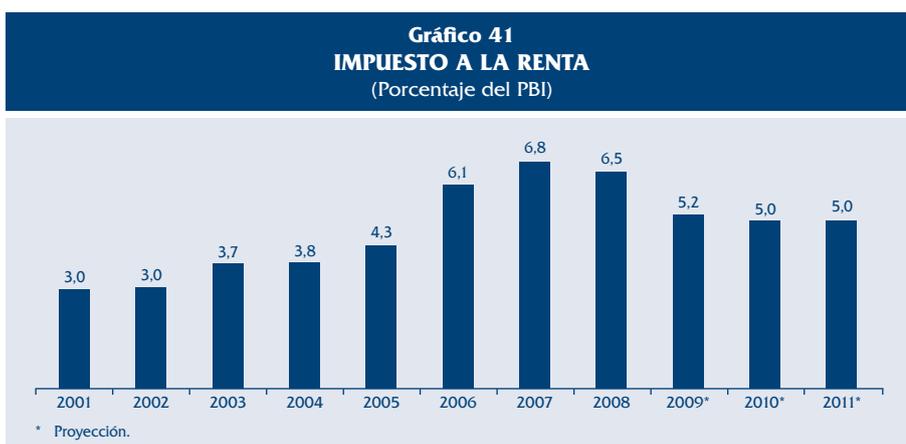
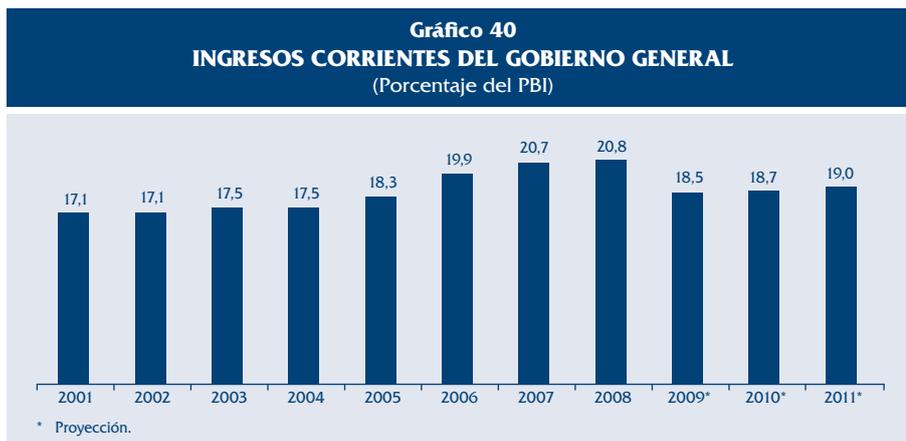


52. La recaudación por Impuesto a la Renta mostró una contracción total de 13 por ciento, a pesar de la mayor regularización registrada en marzo (21 por ciento). En particular los sectores que registraron las mayores caídas en sus pagos a cuenta en el primer trimestre fueron minería e hidrocarburos que disminuyeron en 73 y 33 por ciento en términos reales, respectivamente, reflejo de la fuerte caída en los precios de nuestras exportaciones mineras y de crudo. Por el lado del IGV, si bien el total de ingresos cayó sólo 1 por ciento en términos reales, el rubro de IGV a las importaciones mostró una contracción de 12 por ciento por nuestras menores compras al exterior. Asimismo, los ingresos por canon y regalías cayeron en 38 y 50 por ciento en términos reales debido a las menores cotizaciones internacionales de minerales e hidrocarburos.

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

	2007	I T. 08	II T. 08	III T. 08	IV T. 08	2008	I T. 09	Var. % real I T. 09/08
Pagos a cuenta	13 258	3 769	3 872	4 093	3 187	14 921	2 896	-27,2
Minería	6 439	1 425	2 021	1 787	822	6 056	407	-72,9
Comercio	1 364	458	422	491	527	1 898	538	11,2
Manufactura	1 450	464	436	490	466	1 856	486	-0,9
Intermediación financiera	646	365	183	222	241	1 011	407	5,6
Hidrocarburos	792	202	213	305	201	921	144	-32,5
Otros servicios	2 208	742	520	713	833	2 808	794	1,3
Otros	360	111	77	85	97	371	119	1,4
Regularización	3 829	472	1 536	89	151	2 248	595	19,3
Total	17 087	4 241	5 408	4 182	3 338	17 169	3 490	-22,1

Fuente: Sunat.



53. Para el año 2009, se proyecta que los ingresos del gobierno general ascenderían a 18,5 por ciento del PBI, lo que equivale a una disminución real de 10,0 por ciento respecto al año anterior. Esta caída reflejaría el menor impulso de la actividad económica y los menores precios de nuestros productos en los mercados





internacionales, ambos asociados a la crisis global, así como también las menores tasas que rigen desde el primero de enero de este año para el Impuesto a las Transacciones Financieras -ITF- (de 0,07 a 0,06 por ciento) y para el Impuesto Temporal a los Activos Netos -ITAN- (de 0,5 a 0,4 por ciento).

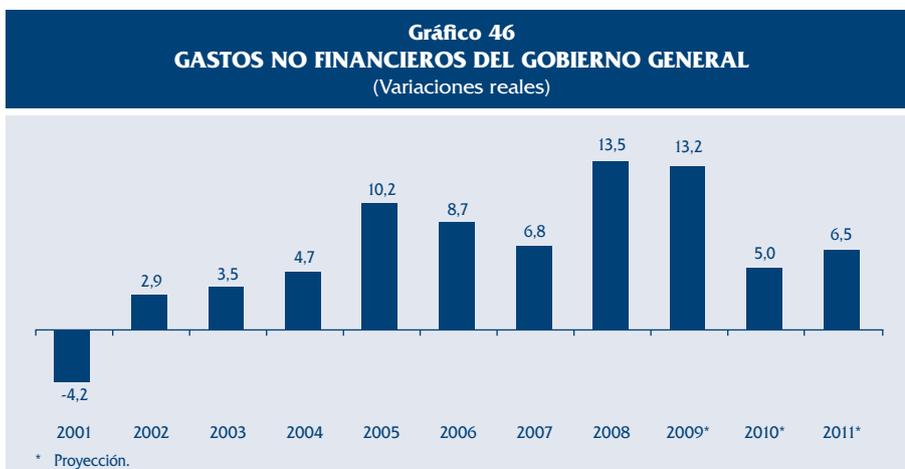
54. El impuesto a la renta pasaría de representar el 6,5 por ciento del PBI en 2008 a ser 5,2 por ciento en 2009. Este ratio refleja, entre otros aspectos, los menores pagos a cuenta que realizarían las empresas durante el año como producto de los menores coeficientes que resultan del ejercicio 2008 y la aplicación, a partir del mes de abril, de los saldos a favor que disponen. El Impuesto General a las Ventas, actualmente nuestro principal ingreso tributario, caería de 8,5 por ciento del PBI en 2008 a 8,0 por ciento este año, principalmente por su componente importado que se reduciría de 4,2 a 3,5 por ciento del producto por la fuerte caída de nuestras importaciones. El único impuesto que registraría un crecimiento en términos del producto es el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) que pasaría de 0,9 a 1,1 por ciento del PBI, básicamente como producto del impacto de los aumentos de tasas del ISC a los combustibles decretados en octubre y noviembre de 2008.



55. Las proyecciones para los años **2010** y **2011** consideran ingresos corrientes de 18,7 y 19,0 por ciento del producto, respectivamente, niveles consistentes con la recuperación de dinámica de la actividad económica y de las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación.

Evolución de los gastos fiscales

56. En el primer trimestre de 2009, el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 16,6 por ciento del producto, es decir, se incrementó 12 por ciento en términos reales. Esta variación registrada principalmente en el mayor gasto en inversión (28 por ciento) es consecuencia de los programas de estímulo destinados a aminorar los efectos de la crisis global sobre la demanda y las facilidades otorgadas a los gobiernos subnacionales a fin de agilizar la ejecución de proyectos de inversión. Así, la inversión de los gobiernos regionales fue la más dinámica (llegó a registrar un incremento de 82 por ciento en términos reales), seguida por las instancias del gobierno nacional (36 por ciento), y en menor medida los gobiernos locales (17 por ciento).





Por su parte, el gasto corriente del gobierno general registró un incremento de 7,9 por ciento en términos reales, variación que se explica en gran medida por la transferencia al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo por S/. 1 000 millones que permitió reducir los pasivos con las refinerías y los importadores de combustibles. Si descontáramos este efecto, el gasto corriente habría disminuido 1,1 por ciento.

Para el año 2009 se proyecta un aumento del gasto de 13 por ciento principalmente por la evolución de la inversión que mantendría en el año el impulso inicial de las medidas anticrisis y registraría un crecimiento alrededor del 50 por ciento en términos reales. Para los años **2010** y **2011** se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 5 y 7 por ciento, respectivamente. Este crecimiento estará focalizado nuevamente en el gasto en inversión, el que pasaría de un nivel de 3,9 por ciento del PBI registrado en 2008 a 6,5 por ciento al final del período de proyección.

Requerimiento financiero

57. Los mayores requerimientos financieros producto de un resultado económico negativo en los próximos años serán satisfechos mediante un mayor endeudamiento público y el uso de depósitos en el BCRP.

El gobierno consideró conveniente realizar una emisión internacional en marzo de 2009 aprovechando las condiciones favorables del mercado. Se emitieron US\$ 1 064 millones en bonos, de los cuales US\$ 1 000 se colocaron en el mercado externo a un precio de 99,5 por ciento, con un cupón de 7,125 por ciento y un plazo de 10 años. El mercado mostró un gran interés en el bono superando la demanda en 5 veces la colocación. Ésta fue la primera emisión externa del Perú luego de obtener la calificación de país con grado de inversión, así como, la primera después de dos años en los que no se recurrió al financiamiento mediante emisiones de bonos globales. Cabe señalar, que la tasa de colocación ha sido la segunda más baja obtenida a la fecha luego de la emisión de los bonos globales a 30 años (cupón 6,550 por ciento) y constituye una reducción de casi 258 puntos básicos respecto al cupón del bono global 2012, último bono emitido internacionalmente por el Perú a 12 años.



CUADRO 18
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2008		2009*			2010*		2011*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Mar.09	RI Jun.09	RI Jun.09
I. Usos	-458	-827	-301	2 459	3 617	2 766	3 730	4 053
1. Amortización	842	1 971	300	1 203	1 221	1 381	1 397	1 787
a. Externa	737	1 449	207	949	925	1 108	1 069	1 102
b. Interna	105	522	93	254	296	273	328	686
Del cual: Bonos de Reconocimiento	20	94	18	122	138	125	154	129
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 300	-2 798	-601	1 256	2 396	1 385	2 332	2 266
II. Fuentes	-458	-827	-301	2 459	3 617	2 766	3 730	4 053
1. Externas	185	1 100	-76	936	1 364	1 104	1 840	1 626
2. Bonos 2/	111	473	1 064	881	1 780	462	1 015	888
3. Internas 3/	-755	-2 400	-1 290	642	474	1 200	875	1 540

Nota:

Saldo de deuda pública bruta

En millones de US\$

En porcentaje del PBI

Saldo de deuda neta 4/

En millones de US\$

En porcentaje del PBI

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.

Los requerimientos financieros de los próximos años se esperan sean cubiertos principalmente con préstamos externos, principalmente de organismos internacionales y por emisiones de bonos soberanos a largo plazo, contribuyendo de esta manera a la reducción de los riesgos cambiario y de tasa de interés, a través de mayores emisiones en soles y a tasa fija y a una mayor extensión de la deuda pública que actualmente alcanza una vida promedio de 11,2 años (9,3 años la deuda externa y 16,3 años la deuda interna).

Gráfico 48
DEUDA PÚBLICA POR MONEDA
(Participación porcentual)



* Proyección.





En 2008 se registraron importantes reducciones de la deuda bruta y de la deuda neta (indicador de la posición de pasivos netos y de la solvencia del sector público) por dos factores: una adecuada estrategia de deuda que incluyó prepagos al Club de París y a la Corporación Andina de Fomento y una importante acumulación de activos producto de un elevado crecimiento de la economía.

Se espera que la deuda bruta llegue en 2009 a un nivel de 25,6 por ciento y la deuda neta a 13,6 por ciento medidos en términos del PBI y que en los próximos años se priorice la utilización de los depósitos para financiar al sector público. De esta manera, en 2011, se espera una reducción en el nivel de deuda bruta (a 23,5 por ciento) y un incremento en el de la deuda neta (a 14,6 por ciento).

V. Política Monetaria

58. Desde el último Reporte de Inflación se acentuaron las perspectivas desfavorables sobre la economía mundial. Las continuas revisiones hacia la baja de las proyecciones de crecimiento vienen confirmando una recesión más profunda de las economías desarrolladas y una mayor desaceleración de la actividad económica para el conjunto de economías emergentes para 2009. Este mayor deterioro del entorno internacional incrementó el riesgo de una desaceleración más rápida de la economía doméstica, lo que se materializó en un menor crecimiento de la actividad económica durante el primer trimestre de 2009. Asimismo, la tendencia decreciente del ritmo inflacionario y de las expectativas de inflación indica un menor riesgo inflacionario en el horizonte de proyección.

Frente a este escenario, el Banco Central aceleró la flexibilización de su posición de política monetaria fomentando condiciones monetarias y crediticias más favorables. Para ello aceleró el ritmo de reducción de la tasa de referencia, iniciada en febrero de 2009, acumulando a junio de 2009 una reducción de 350 puntos básicos. Estas acciones de política monetaria se han traducido en menores tasas de interés tanto en el sistema financiero como en el mercado de capitales, generándose condiciones crediticias y monetarias más flexibles, que se espera contribuyan a sostener la demanda agregada.

59. El BCRP establece la posición de su política monetaria a través de la tasa de referencia para el mercado de préstamos interbancarios, la misma que afecta a la inflación a través de distintos canales. Las operaciones monetarias de regulación de liquidez del sistema financiero se orientan a que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique, permanentemente, lo más cerca posible del nivel de la tasa de interés de referencia. La tasa interbancaria sirve de guía para la formación del resto de tasas en Nuevos Soles, con mayor incidencia sobre las operaciones de menor riesgo y plazos más cortos. Ello debido a que este tipo de operaciones depende menos de otros factores como el riesgo crediticio o las expectativas de inflación de largo plazo. Sin embargo, en situaciones de elevada volatilidad e incertidumbre, el BCRP utiliza instrumentos complementarios de inyección de liquidez para garantizar el normal flujo del sistema de pagos. Asimismo, las operaciones cambiarias de compra y/o venta de moneda extranjera que realiza el Banco Central se orientan a reducir la excesiva volatilidad del tipo de cambio para evitar efectos perjudiciales sobre la posición financiera de los agentes económicos.

En este sentido, desde setiembre de 2008, el Banco Central ha implementado medidas orientadas a mantener el dinamismo del mercado de dinero a fin de evitar que se interrumpa el proceso de intermediación del sistema financiero. Estas medidas han incluido la reducción rápida de los encajes, la inclusión de nuevos colaterales para inyección de liquidez del BCRP, la ampliación de los plazos de las operaciones de inyección monetaria y la recompra de los certificados del BCRP. En





conjunto, estas acciones permitieron inyectar liquidez por un total equivalente a 7,5 por ciento del PBI.

CUADRO 19
OPERACIONES DE INYECCIÓN MONETARIA
(En millones de nuevos soles)

	Saldos		Flujo (b) - (a)
	Ago. 08 (a)	Abr. 09 (b)	
Total	-39 002	-11 188	27 814 ^{1/}
Repo		4 039	4 039
CDs BCRP ^{2/}	-34 024	-13 515	20 509
Swap		600	600
Encaje	-4 978	-2 312	2 666

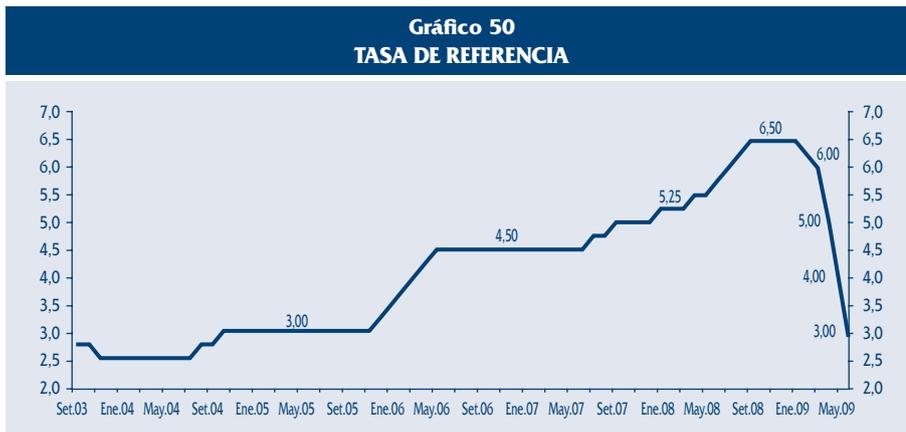
1/ Este flujo total es equivalente al 7,5 por ciento del PBI de 2008.

2/ Incluye los CD BCRP, CD BCRP-NR y CDR BCRP.

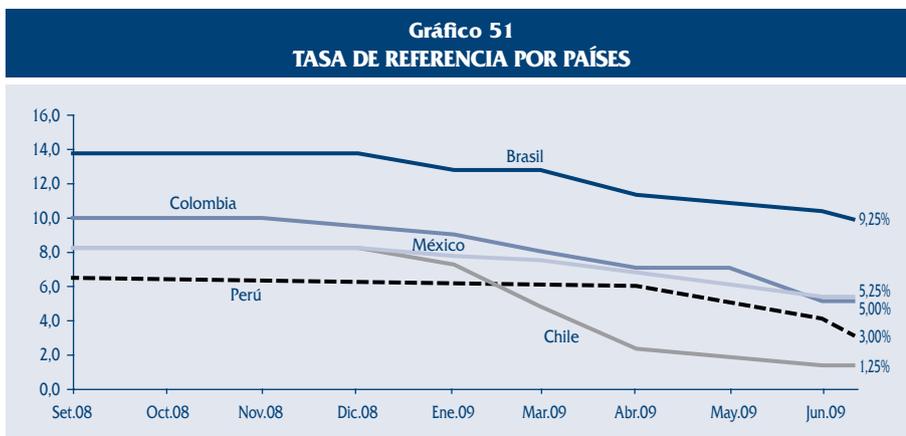
60. Estas acciones han contribuido a amortiguar el impacto de la crisis financiera mundial sobre las condiciones crediticias domésticas permitiendo una rápida convergencia de las tasas de interés del mercado de dinero, de las preferenciales del sistema financiero y del mercado de bonos. Asimismo, permitieron sostener el flujo normal de crédito. Esta rápida mejora en las condiciones crediticias y en el financiamiento en el mercado de dinero ha creado las condiciones para una mayor y más rápida flexibilización de la posición de política monetaria.
61. Desde la publicación del Reporte de Inflación de Marzo, las proyecciones de crecimiento mundial y de inflación se han revisado sucesivamente a la baja debido a un deterioro de las condiciones reales externas mayor al previsto y a la mayor velocidad de convergencia de la inflación hacia su rango meta. Este escenario llevó al Banco Central a adoptar medidas de estímulo monetario más agresivas, previstas dentro de los escenarios de riesgo del último Reporte de Inflación, con el fin de amortiguar el impacto de la mayor desaceleración de la economía global sobre la demanda interna y garantizar la convergencia de la inflación al nivel meta.

Así, desde abril de este año, el Banco Central redujo la tasa de interés de referencia en tres oportunidades sucesivas (100 puntos básicos en cada una), decisión sin precedentes desde la implementación del esquema actual de Metas Explícitas de Inflación en 2002. Con ello se complementó la reducción de tasas realizada en febrero y marzo, acumulando en lo que va del año una disminución de la tasa de referencia de 350 puntos básicos.

Esta mayor flexibilización en la posición de la política monetaria responde a la mayor velocidad observada en la transmisión de la profundización de la recesión mundial hacia la economía doméstica, en un contexto caracterizado por un mayor debilitamiento de la actividad económica (crecimiento de 1,8 por ciento en el primer trimestre de 2009) y disminuciones de la inflación (de 6,7 por ciento en diciembre a 4,2 por ciento en mayo) así como de las expectativas de inflación.



Con relación a los países de América Latina con el esquema de metas explícitas de inflación, el Perú mantiene una de las tasas de política monetaria más bajas, sólo después de Chile cuya tasa es de 1,25 por ciento.



**RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DEL PROGRAMA MONETARIO:
Marzo 2009 – Junio 2009**

Marzo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,0 por ciento. Con esta decisión el Banco Central continúa ajustando su posición de política monetaria ante la observación de menores presiones inflacionarias y expectativas de inflación decrecientes, en un entorno de menor crecimiento de la economía mundial.

El Directorio se mantiene atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular, el desarrollo de la demanda interna y la situación económica y financiera internacional.





Abril: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,0 a 5,0 por ciento, con lo que se acumula una disminución de 150 puntos básicos en lo que va del año. La decisión de acelerar la reducción en la tasa de referencia se sustenta en la disminución de las presiones inflacionarias, que ha llevado a que la tasa de inflación se reduzca desde 6,7 por ciento en diciembre a 4,8 por ciento en marzo, y en la desaceleración que se viene registrando en el gasto del sector privado por efecto del ajuste de inventarios y del deterioro de la economía mundial. De mantenerse esta tendencia, el Banco seguirá flexibilizando su política monetaria.

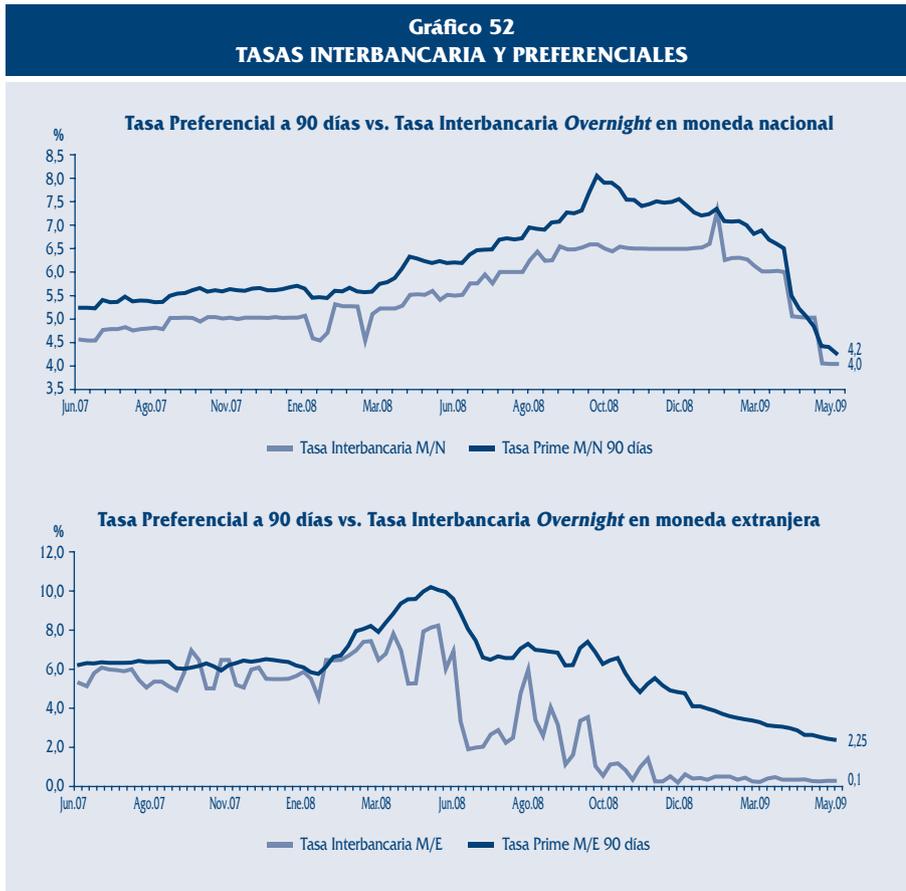
Mayo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir por cuarto mes consecutivo la tasa de interés de referencia de la política monetaria, de 5,0 a 4,0 por ciento, con lo que se acumula una disminución de 250 puntos básicos en lo que va del año.

Con esta decisión el Banco Central continúa con la flexibilización de su posición de política monetaria, la que se sustenta en las disminuciones de la inflación, desde 6,7 por ciento en diciembre a 4,6 por ciento en abril, y de las expectativas de inflación; así como en la mayor desaceleración que se viene registrando en el gasto del sector privado por efecto del ajuste de inventarios y del deterioro de la economía mundial. De mantenerse esta tendencia, el Banco seguirá flexibilizando su política monetaria.

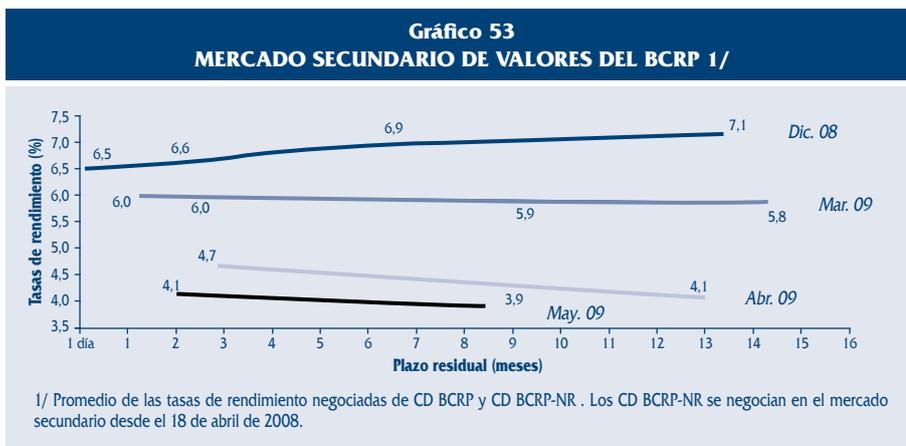
Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir por quinto mes consecutivo la tasa de interés de referencia de la política monetaria, de 4,0 a 3,0 por ciento, con lo que se acumula una disminución de 350 puntos básicos en lo que va del año.

Esta decisión se sustenta en la observación de disminuciones sostenidas de la inflación, desde 6,7 por ciento en diciembre a 4,2 por ciento en mayo, y de las expectativas de inflación; así como en la desaceleración que se viene registrando en la actividad económica.

62. Como resultado de las medidas implementadas por el Banco Central, la tasa de interés preferencial para clientes corporativos se redujo de 6,69 a 4,20 por ciento entre marzo y mayo, en línea con la reducción de la tasa de referencia. Así, el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa corporativa en Nuevos Soles se ubicó en alrededor de 27 puntos básicos, nivel por debajo del registrado en abril (54 puntos básicos) lo que refleja expectativas de mayores reducciones en la tasa de referencia.

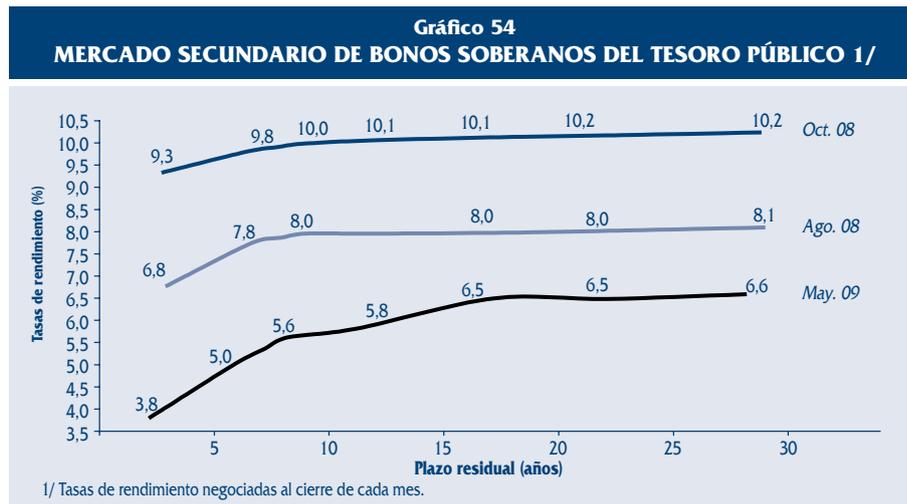


63. En los últimos meses, las tasas de interés de los certificados del Banco Central negociados en el mercado secundario vienen reflejando expectativas de que las tasas de corto plazo continúen a la baja en 2009, lo que se refleja en una curva de rendimiento invertida con tasas *overnight* por encima de las tasas a mayor plazo.

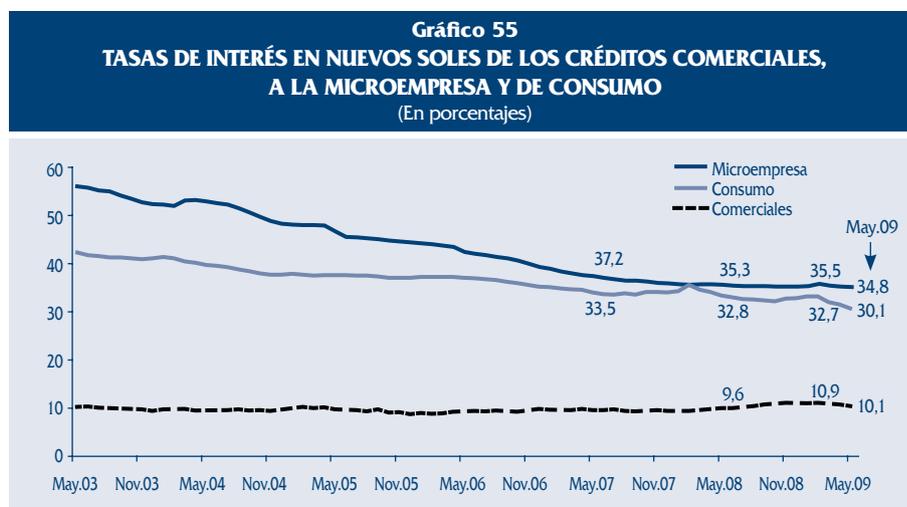


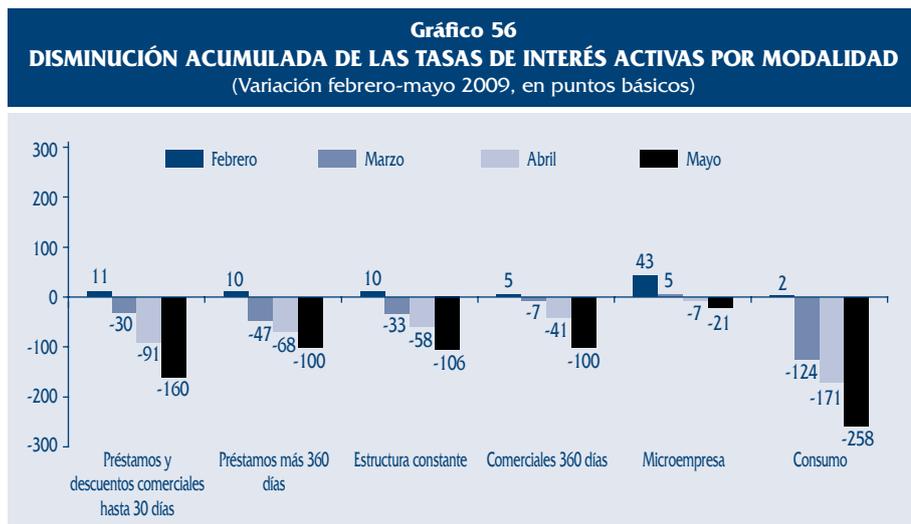


64. La flexibilización de la política monetaria, conjuntamente con las menores expectativas de inflación y la caída del riesgo país, generaron un desplazamiento de la curva de rendimiento hacia abajo, situándose en mayo incluso por debajo de las tasas vigentes en agosto de 2008, antes de la agudización de la crisis global.

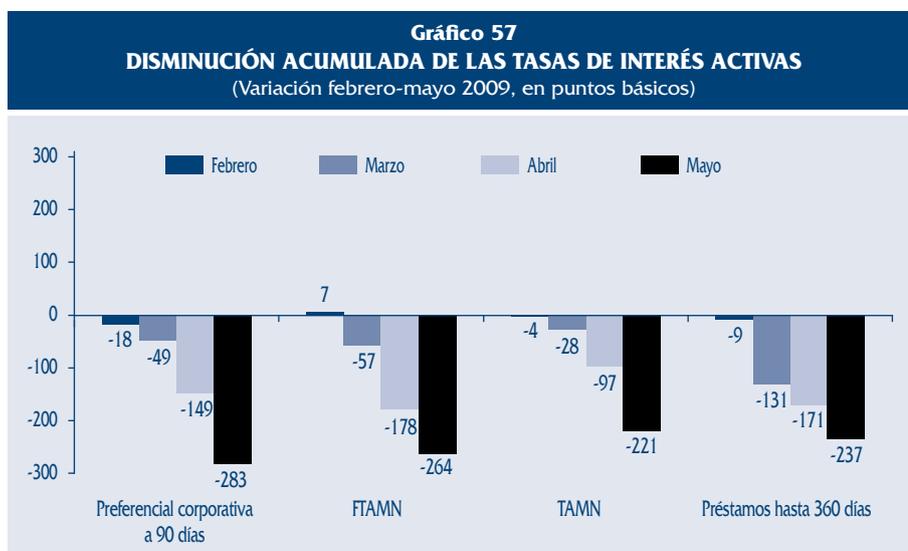


65. Las condiciones monetarias más flexibles en los mercados de dinero y de capitales también han influido en la evolución hacia la baja de las tasas tanto activas como pasivas del sistema financiero. Así, entre febrero y mayo, se redujeron las tasas de interés para créditos de microempresas de 35,5 a 34,8 por ciento, para créditos de consumo de 32,7 a 30 por ciento y para créditos comerciales de 10,9 a 10 por ciento.





66. Las tasas promedio de las operaciones de crédito bancario efectuadas en este periodo (FTAMN) se redujeron en 264 pbs, de 23,0 por ciento en febrero de 2009 a 20,4 por ciento en mayo de 2009. Las mayores reducciones en las tasas de interés activas se dieron a partir de abril, periodo en el que se aceleró la reducción de la tasa de referencia.



67. En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas para depósitos hasta 30 días y hasta 180 días se redujeron de 6,6 a 3,9 por ciento, y de 6,5 a 5,5 por ciento, respectivamente. De manera similar, se observó una reducción de 6,5 a 6,0 por ciento en la tasa para depósitos de 181 a 360 días.





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

	Nuevos Soles		Dólares		Dif. (pbs) (may-feb)	
	Feb. 2009	May. 2009	Feb. 2009	May. 2009	Nuevos Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	6,6	3,9	0,6	0,4	-267	-23
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	6,5	5,5	2,9	2,1	-99	-83
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	6,5	6,0	4,4	4,0	-53	-43
4. Activa preferencial corporativa	7,2	4,5	3,3	2,4	-265	-94
5. Activa promedio hasta 360 días	15,4	13,1	9,3	8,6	-228	-67
6. Activa promedio estructura constante	17,4	16,2	10,0	9,7	-116	-25
7. Activa promedio comercial	10,9	10,1	9,2	8,9	-75	-32

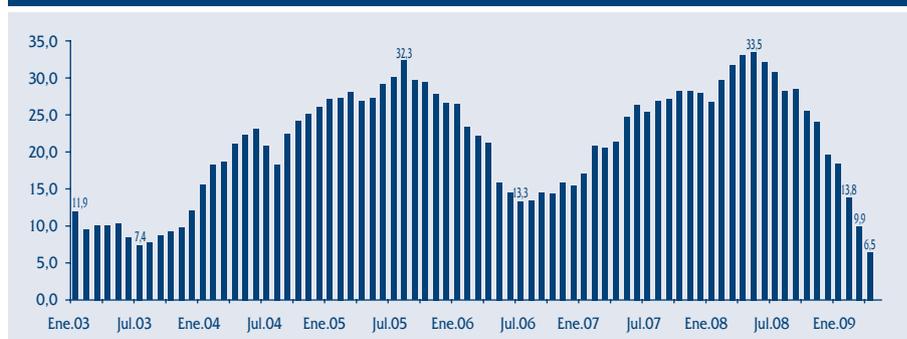
68. Las tasas de interés en moneda extranjera también se han reducido en línea con la caída en el riesgo país y las menores tasas de interés internacionales. Así, en cuanto a las tasas activas, la preferencial corporativa se redujo de 3,3 a 2,4 por ciento y la promedio hasta 360 días de 9,3 a 8,6 por ciento. En el caso de las tasas pasivas, la tasa para depósitos a plazo de 31 a 180 días se redujo de 2,9 a 2,1 mientras que la de 181 a 360 días lo hizo de 4,4 a 4,0 por ciento.

69. En resumen, la evolución de las tasas de interés tanto en el sistema financiero como en el mercado de capitales muestran condiciones crediticias más flexibles. Se espera que estas mejores condiciones contribuyan a sostener la demanda por créditos y represente un impulso en la evolución de la demanda agregada.

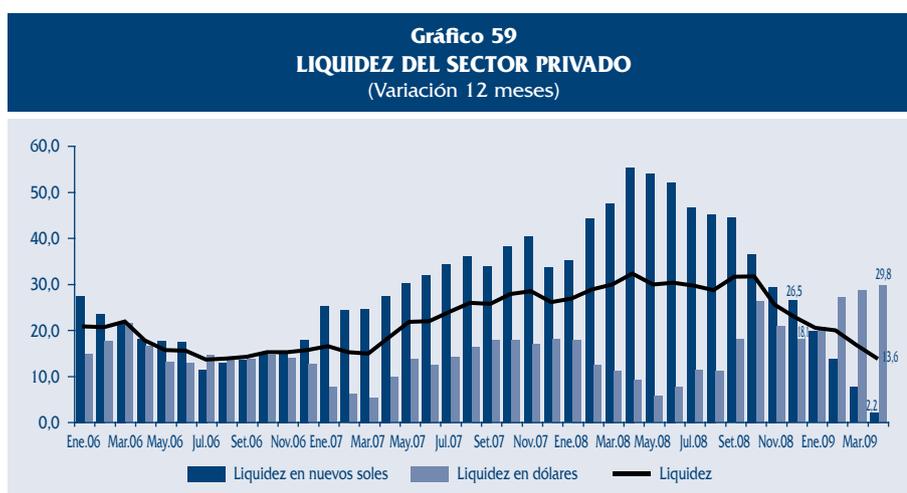
Liquidez y crédito

70. La desaceleración del crecimiento del nivel de actividad y el aumento de la dolarización se han reflejado en una menor expansión en el circulante, que ha pasado de 13,8 por ciento en febrero a 6,5 por ciento en abril.

Gráfico 58
CIRCULANTE PROMEDIO
(Variación porcentual 12 meses)



71. En lo que va del año, la liquidez del sector privado en dólares ha mantenido su ritmo de crecimiento mientras que la liquidez en nuevos soles se ha ido desacelerando. Así, entre diciembre y abril de 2009, la tasa de crecimiento de la liquidez en dólares ha pasado de 18,1 a 29,8 por ciento; en tanto que, la tasa de expansión de la liquidez en nuevos soles ha pasado de 26,5 a 2,2 por ciento. De este modo, la liquidez del sector privado a tipo de cambio constante ha reducido su ritmo de crecimiento al igual que el circulante, reflejando un menor crecimiento de la actividad económica.



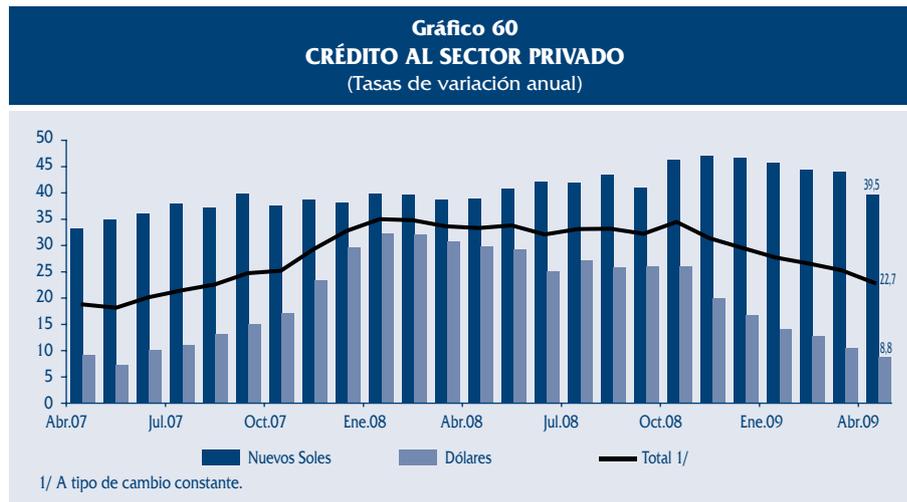
72. Después del rápido proceso de dolarización que tuvieron los depósitos a partir de setiembre de 2008, asociado a la incertidumbre generalizada como consecuencia de la profundización de la crisis financiera global, el coeficiente de dolarización de la liquidez se ha mantenido en niveles cercanos a los que tenía a fines de 2007. Cabe recordar que, a partir de enero del año pasado, la dolarización se redujo en un escenario caracterizado por un importante flujo de capitales y fuertes presiones apreciatorias de la moneda, periodos previos al estallido de la crisis financiera.

Crédito al sector privado

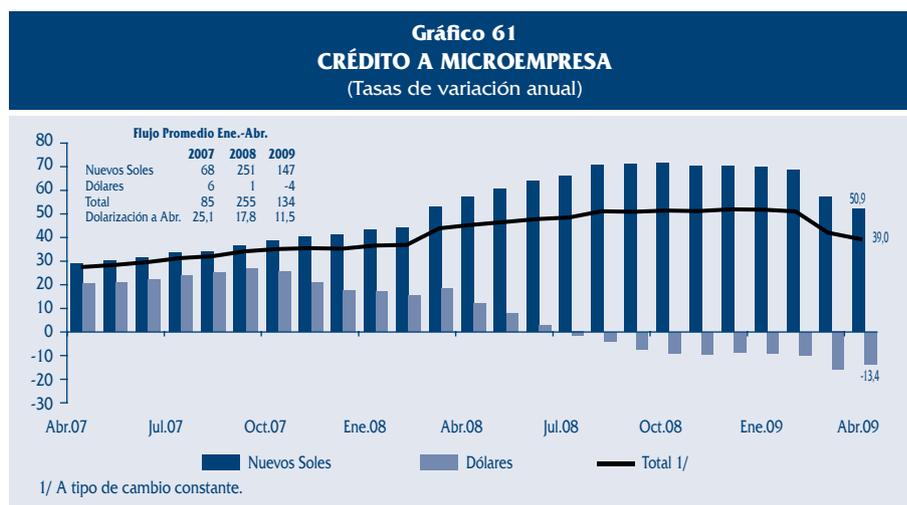
73. El crecimiento anual del crédito al sector privado en nuevos soles fue 39,5 por ciento en abril de 2009, tasa menor a la registrada en febrero (44,1 por ciento); mientras que el crédito al sector privado en dólares continuó con la tendencia observada desde setiembre de 2008 y redujo su crecimiento a 8,8 por ciento en abril de 2009. La evolución del crédito en ambas monedas se reflejó en un menor dinamismo del crédito total, el cual creció 22,7 por ciento.

74. El flujo mensual promedio del crédito total entre octubre 2008 y marzo 2009 fue S/. 1 275 millones, menor al promedio alcanzado entre enero 2008 y setiembre 2008 (S/. 1 680 millones). Este menor dinamismo del crédito al sector privado se atribuye principalmente al menor crecimiento que se viene observando en el nivel de actividad económica y al efecto estadístico del alto incremento del crédito

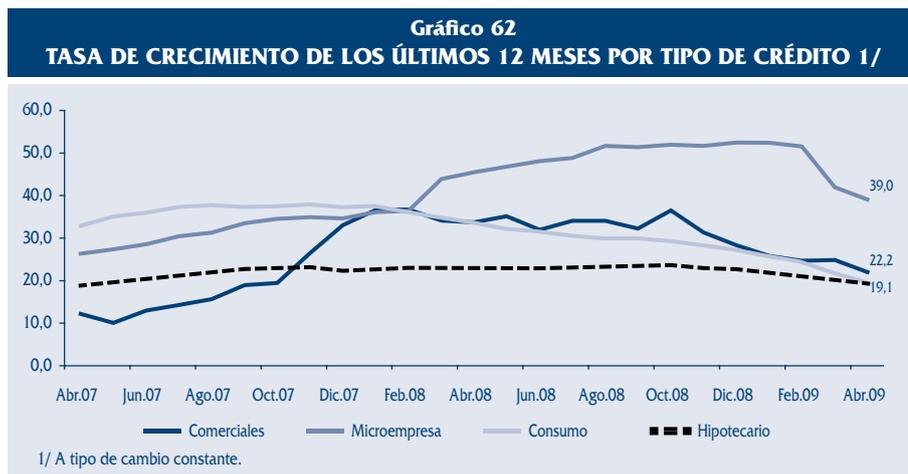




observado durante 2008. Cabe resaltar que la mayor desaceleración en el crédito se ha venido dando en el segmento corporativo, debido a la sustitución con fondeo del mercado de capitales, y no tanto en las microempresas. Sin embargo, en los últimos dos meses, el dinamismo de este último segmento se ha reducido.



75. Por tipo de crédito, se mantiene la desaceleración en la evolución del crédito de consumo, cuya tasa de crecimiento últimos 12 meses se redujo de 24,1 por ciento en febrero de 2009 a 19,1 por ciento en abril de 2009. Asimismo, los créditos para microempresas mostraron una reducción importante en su tasa de crecimiento doce meses llegando a 39,0 por ciento, tasa menor a la observada en los meses anteriores. Por su parte las tasas de crecimiento de los créditos corporativos e hipotecarios fueron 22,2 y 19,1 por ciento, respectivamente.



76. Asimismo, en los últimos meses se ha observado una recuperación significativa de las emisiones privadas de bonos corporativos de empresas no financieras, luego de un período de incertidumbre sobre la marcha de la economía. Ello es indicativo de que las condiciones de liquidez de la economía y los planes de inversión de las empresas se mantienen, sobre todo las de aquellas vinculadas a la demanda interna.



77. El mercado de bonos es uno de los mecanismos de financiamiento directo que en los últimos años ha sido utilizado por las grandes empresas, como una manera de financiar proyectos de inversión de largo plazo y que ha complementado el financiamiento a través del sistema bancario. Este desarrollo del mercado de bonos corporativos ha sido posible por la presencia de inversionistas institucionales, el desarrollo de una curva de rendimiento soberana y la estabilidad macroeconómica.

En el último trimestre de 2008, las emisiones de bonos corporativos se vieron afectadas como consecuencia de la incertidumbre generada por el impacto de la crisis financiera





internacional, que se reflejó en incrementos sustanciales de las tasas de interés. Así, el rendimiento del Bono Soberano al 2037 se elevó de 8,09 por ciento en agosto de 2008 a un máximo de 10,24 por ciento, el 27 de octubre del mismo año.

Desde fines de 2008 y en lo que va de 2009 se observa una recuperación de las emisiones de bonos corporativos vinculadas a empresas no financieras, conjuntamente con una reducción significativa de las tasas de interés de las colocaciones en línea con la caída de las tasas de largo plazo soberanas. Las mejoras en las condiciones de financiamiento en el mercado de capitales reflejan en parte el resultado de las acciones de política del Banco Central, adoptadas en el cuarto trimestre de 2008, que se orientaron a inyectar liquidez en los mercados de dinero y en los mercados de bonos buscando amortiguar el efecto del deterioro de las condiciones crediticias externas en estos mercados. Asimismo, la normalización de la liquidez y el funcionamiento de estos mercados estaría permitiendo un mayor traspaso de la reducción en la tasa referencia hacia las tasas de largo plazo.

Las emisiones privadas de bonos se ven favorecidas por una liquidez elevada en el mercado de capitales, lo que en las últimas emisiones de bonos corporativos se ha traducido en una demanda de títulos muy superior a la oferta, a favor básicamente de empresas grandes vinculadas al sector interno.

Se espera que la reducción de los *spreads* continúe en los siguientes meses en línea con la menor incertidumbre sobre la marcha de la economía, las menores expectativas de inflación, una posición de política monetaria más expansiva y con la mayor demanda de estos instrumentos por los inversionistas. Asimismo, se espera que este mayor dinamismo del financiamiento en el mercado de capitales contribuya a una mayor reducción en las tasas activas del sistema financiero en la medida que las empresas sustituyan el financiamiento bancario por financiamiento en el mercado de capitales.

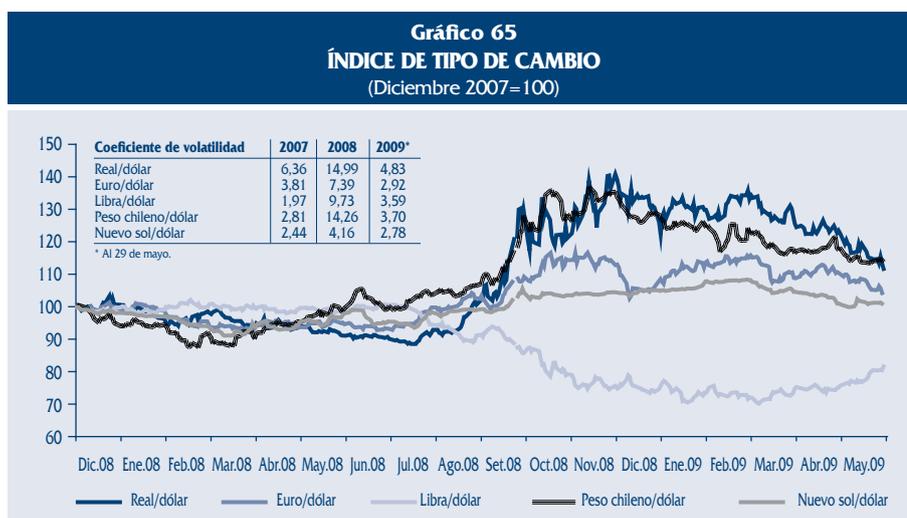
78. La evolución del financiamiento directo se complementa con el crecimiento del crédito al sector privado, que se mantiene en niveles por encima del 20 por ciento, reflejando el efecto de la desaceleración de la actividad económica y adecuados niveles de liquidez en los mercados.



Tipo de cambio

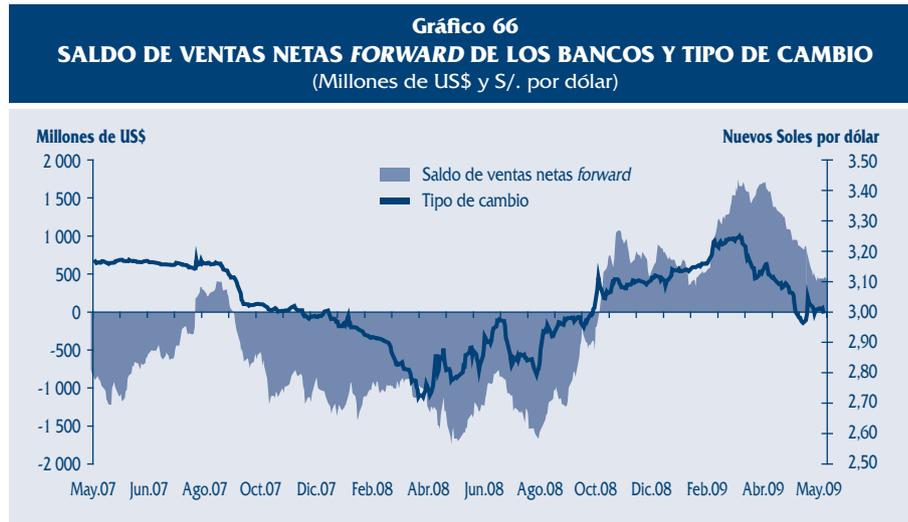
79. Al cierre de mayo el tipo de cambio nominal se apreció 7,9 por ciento con respecto al cierre de febrero. Cabe destacar que hasta el cierre de febrero se venía registrando una tendencia depreciatoria. La reversión de esta tendencia se inició en la segunda semana de marzo, explicada inicialmente por la mayor oferta de dólares en el mercado cambiario debido al pago de la regularización del Impuesto a la Renta y a la venta de dólares por parte de los bancos para reducir su posición de cambio. Ello posteriormente se reforzó por las mejores expectativas de los agentes respecto a la crisis financiera internacional, llevando a inversionistas no residentes a disminuir su aversión al riesgo sobre los mercados emergentes.

La disminución del tipo de cambio no ha sido un hecho aislado en la economía peruana. Las monedas de países como Brasil (-17,6 por ciento), Colombia (-16,1 por ciento), México (-13,9 por ciento) y Chile (-5,8 por ciento) también se apreciaron.



Las expectativas apreciatorias también se observaron en el mercado *forward*. Así, hasta fines de febrero las expectativas de depreciación de los agentes se vieron reflejadas en el incremento del saldo de ventas netas *forward*, el cual alcanzó un máximo de US\$ 1 751 millones el 26 de febrero. Posteriormente, la menor aversión al riesgo en los mercados emergentes generó una caída del saldo de ventas netas *forward*, tanto por nuevos contratos compras *forward* como por el vencimiento de contratos ventas *forward* que no se renovaron; por lo que el saldo de ventas *forward* pasó de US\$ 1 654 millones al cierre de febrero a US\$ 386 millones al cierre de mayo.

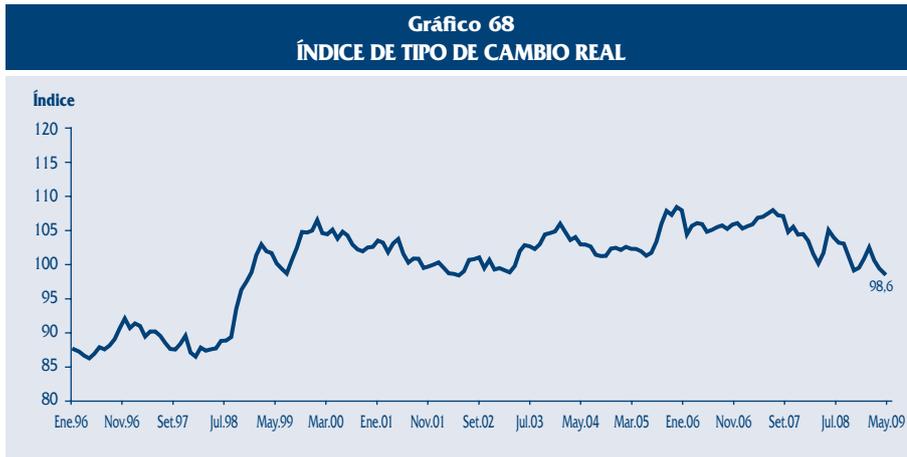




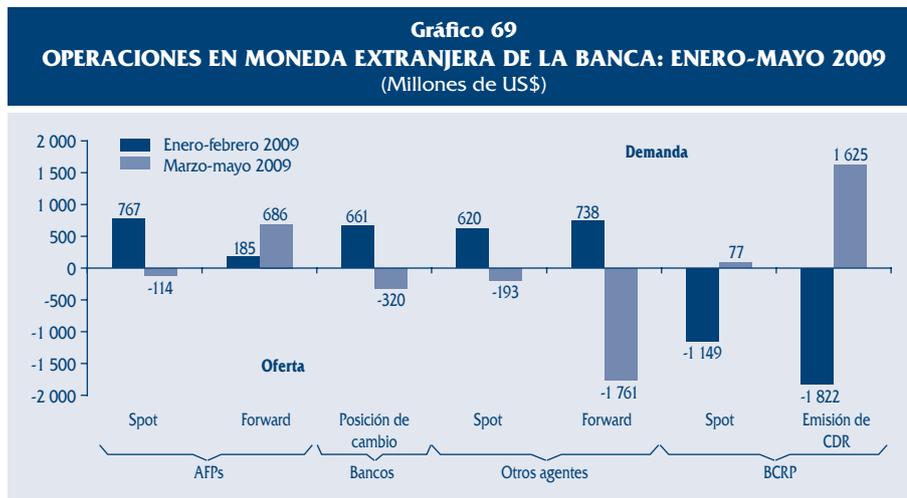
Durante los meses de marzo y abril el BCRP no intervino en el mercado cambiario. No obstante, debido a la mayor volatilidad del tipo de cambio que se registró en mayo, el BCRP realizó compras por US\$ 77 millones. Las acciones realizadas por el BCRP en lo que va del año permitieron que las RIN se mantuvieran estables, las que pasaron de un saldo de US\$ 31 196 millones al cierre del año 2008 a un saldo de US\$ 31 189 millones al cierre de mayo.



El tipo de cambio real ha mantenido una evolución estable en los últimos años debido a la fortaleza de los fundamentos de la economía peruana tales como la buena posición fiscal, bajos niveles de deuda y una cuenta corriente en un nivel sostenible.



El portafolio de monedas de los agentes se vio influenciado por los acontecimientos internacionales relacionados a la crisis financiera mundial (planes de estímulo fiscal en EE.UU., resultados corporativos de empresas financieras a nivel internacional, evolución de indicadores de actividad en EE.UU., etc). Así, las AFP redujeron su demanda neta de dólares con respecto a lo realizado entre enero y febrero. De otro lado en el mercado *forward* se registró oferta neta de dólares.



**RECUADRO 3****EL TRASPASO DE LA TASA DE REFERENCIA AL RESTO DE TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**

Un aspecto crucial en la efectividad de la política monetaria es la magnitud y la velocidad de transmisión de los cambios en la tasa de política monetaria al resto de tasas del sistema financiero. En la medida que el traspaso sea mayor y más rápido, mayor será la potencia de la política monetaria.

Este traspaso depende del grado de desarrollo de los mercados de dinero y de capitales, y de la efectividad en la comunicación de las acciones de política monetaria por parte del Banco Central. En mercados desarrollados, donde sus participantes tienen capacidad para arbitrar efectivamente entre distintos segmentos del mercado de créditos y depósitos, los cambios en la tasa de interés de referencia se reflejarán más rápidamente en las tasas de interés de estos mercados. Asimismo, si el Banco Central comunica con mayor efectividad la dirección de su política monetaria puede inducir mayores efectos sobre las tasas de interés cuando, por ejemplo, se espera que los cambios en la tasa de referencia persistan por varios periodos en la misma dirección.

En el caso del Perú, estimaciones econométricas muestran que este traspaso se ha venido incrementando en los últimos años de manera importante. La siguiente tabla muestra los resultados de las estimaciones del grado de traspaso de tasas de interés para distintos sub-periodos sobre la base de una actualización de los resultados mostrados en Lahura (2006) y de los resultados presentados en el recuadro 1 del Reporte de Inflación de enero 2004. En esa oportunidad se reportó el efecto traspaso para la submuestra febrero 2001 - marzo 2003. Para fines de comparación, los resultados correspondientes a esta submuestra también se muestran en el siguiente cuadro.

	IMPACTOS (en puntos porcentuales)			DURACIÓN MEDIA DEL IMPACTO (en meses)		
	Abr.95-Ene.01	Feb.01-Mar.03	Feb.01-May.09	Abr.95-Ene.01	Feb.01-Mar.03	Feb.01-May.09
Tasas de Interés						
Préstamos						
A 360 días	0,11	0,46	0,56	4,6	4,6	2,1
A más de 360 días	0,61	0,61	0,64	9,1	9,1	8,3
Preferencial corporativa a 90 días *	n.d.	n.d.	1,00	n.d.	n.d.	0,6
Depósitos						
Ahorro	0,04	0,25	0,46	0,3	1,5	3,1
Plazo hasta 30 días	0,18	0,61	0,82	0,0	0,6	1,1
Plazo 31-179 días	0,06	0,44	0,78	0,2	2,3	3,0
Plazo 180-360 días	0,21	0,21	0,67	3,0	3,0	3,7
Plazo más de 360 días	0,13	0,13	0,48	6,0	6,0	6,3

* Esta serie se encuentra disponible a partir de octubre de 2000. Por ende, n.d. indica que no se encuentra disponible. Por ello, la estimación del efecto traspaso para esta tasa toma en cuenta el período febrero 2001 - mayo 2009.

Como se puede observar, el grado de traspaso se ha incrementado de manera considerable desde el año 2001 para todo el conjunto de tasas de interés consideradas. Así por ejemplo, para el periodo más reciente el impacto de una modificación de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria sobre la tasa de préstamos hasta 360 días es de 0,56 puntos porcentuales en el lapso de 2 meses en promedio, mayor al impacto de 0,46 puntos porcentuales de traspaso estimados para el periodo hasta marzo de 2003.

Una evolución similar se observa en el traspaso de los cambios en la tasa de referencia sobre las tasas pasivas. Así por ejemplo, en el caso de los depósitos de ahorro, el efecto traspaso se ha incrementado de 0,25 puntos porcentuales a 0,46 puntos porcentuales. Lo mismo se verifica para el caso de los depósitos a plazo, con mayor claridad en el caso de los depósitos a plazo entre 180 a 360 días.

El cuadro también muestra la duración media del impacto, que indica en cuánto tiempo se registra el impacto máximo del cambio de la tasa de referencia en el resto de tasas. Así, en el caso de las tasas activas, éste se habría reducido para los préstamos a menos de 360 días a sólo dos meses, menos de la mitad del el estimado anterior.

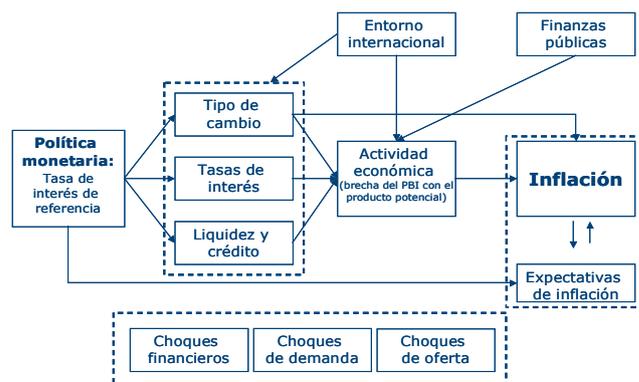
El mayor efecto traspaso estimado de la tasa de referencia es consistente con lo observado recientemente en la evolución de las tasas de interés del mercado financiero, principalmente en las tasas preferenciales corporativas a 90 días, que se han reducido casi lo mismo que la reducción en 350 puntos básicos de la tasa de referencia del mercado interbancario desde febrero de 2009. Ello es consistente con el coeficiente de traspaso en el caso de la tasa activa preferencial corporativa a 90 días, que es igual a 1, y por tanto predice un traspaso perfecto, con una duración media de impacto igual a 0,6 meses (ó 18 días).

**RECUADRO 4
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Las acciones de política monetaria, reflejadas en los movimientos del nivel de referencia para la tasa de interés interbancaria, tienen impactos sobre la actividad económica y la inflación a través de diversos canales de transmisión. Así, la política monetaria afecta distintas variables y mercados a determinados plazos e intensidades.

El siguiente esquema ilustra el proceso de transmisión de la política monetaria en una economía pequeña, abierta y parcialmente dolarizada como la peruana:

ESQUEMA DE TRANSMISIÓN DE LAS ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA





Por ejemplo, una expansión monetaria, que se manifiesta en una disminución de la tasa de interés interbancaria, tiene efectos directos sobre las tasas de corto plazo del mercado y aumenta las expectativas de inflación de los agentes económicos, reduciendo las tasas de interés reales de operaciones a mayores plazos. Esto estimula un mayor gasto de consumo e inversión y aumenta la demanda agregada. Este mecanismo se denomina “canal de tasas de interés”.

Asimismo, la disminución de la tasa de interés produce presiones depreciatorias en el muy corto plazo, induciendo dos resultados: un aumento de precios de las importaciones y, a través del efecto sobre el tipo de cambio real, mayores exportaciones netas que conllevan a un aumento de la demanda agregada. Este mecanismo es conocido como “canal de tipo de cambio”. De otro lado, el efecto depreciatorio de corto plazo sobre el tipo de cambio induce una apreciación esperada a futuro, determinando una disminución de las tasas de interés reales en dólares que refuerzan el efecto del aumento de la demanda agregada.

Por otro lado, los efectos de este proceso de transmisión pueden ser amplificados por el denominado “canal crediticio”, es decir, una mayor oferta de créditos del sector bancario ante una política monetaria más expansiva.

Por último, el “canal de expectativas” vincula directamente la credibilidad del Banco Central a la toma de decisiones de los agentes económicos en la planificación del gasto, el cual es función de sus expectativas de inflación futura. Mientras las expectativas de inflación sean consistentes con la meta de inflación del Banco Central, la efectividad de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios será mayor.

Política monetaria en contextos de riesgo

El manejo de la política monetaria y la transmisión de esta política a través de los distintos canales previamente explicados, está sujeto a coyunturas de riesgo. Estos escenarios aparecen como consecuencia de distintas fuentes de choques (por ejemplo, financieros) cuyo origen puede ser doméstico o, como en el caso de la reciente crisis financiera, externo. A continuación se explican las implicancias de algunos de estos contextos de riesgo sobre la transmisión monetaria, así como las acciones de política llevadas a cabo en respuesta a estos episodios.

• Alta volatilidad cambiaria

La excesiva volatilidad cambiaria causa, en economías parcialmente dolarizadas como la peruana, un efecto perjudicial. Esto debido a la vulnerabilidad del balance de los agentes económicos con pasivos dolarizados. Cuando se tiene un porcentaje importante de créditos en moneda extranjera, cuyos pagos están en función del tipo de cambio, los deudores netos experimentan alta variabilidad en el pago de sus obligaciones, teniendo un efecto perjudicial en su gasto. Debido a esto, la política monetaria puede ser menos efectiva para afectar el gasto y para el control de la inflación.

Ante episodios de elevada volatilidad cambiaria, el BCRP interviene en el mercado cambiario mediante la compra o venta de moneda extranjera y utiliza colocaciones de Certificados de Depósitos

Reajustables (CDR) con el objetivo de disminuir la volatilidad del tipo de cambio. Igualmente, la modificación de las tasas de encaje en moneda extranjera también puede coadyuvar al logro de este objetivo. Estas acciones permiten disminuir los perjuicios causados por la existencia de pasivos dolarizados y normalizan el funcionamiento de los mecanismos de transmisión monetaria.

• **Restricción de liquidez**

Con la crisis financiera internacional, se incrementó el riesgo de que una contracción crediticia a nivel mundial se reprodujera internamente en los mercados monetarios, de crédito y de capitales, en la forma de una contracción de financiamiento.

Por un lado, estos episodios de restricción de liquidez se traducen en un debilitamiento del canal de crédito al limitarse la disponibilidad de fondos prestables. Asimismo se produce un desfase entre la tasa de referencia del Banco Central y la tasa interbancaria que perjudica la transmisión monetaria a través del canal de tasas de interés. El efecto perjudicial sobre este canal también ocurre porque las tasas de mayores plazos se desvinculan de la evolución esperada de la tasa de referencia (es decir, se produce un empinamiento excesivo de la curva de rendimiento en el mercado monetario).

Ante este riesgo, las acciones de política monetaria del Banco Central se orientan a asegurar la liquidez necesaria para el normal funcionamiento del mercado monetario y de la cadena de pagos. Para esto, el BCRP cuenta con diferentes instrumentos: las Operaciones de Reporte y *Swaps* en moneda nacional y extranjera a distintos plazos, la recompra de Certificados de Depósitos (CD) y de CDR, y reducciones de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.





VI. Inflación

80. Entre enero y mayo del presente año se han venido revirtiendo las alzas de los precios de materias primas importadas que dieron lugar a los choques de oferta de los alimentos nacionales e importados en 2008, tendencia que se ha traducido en la desaceleración en el precio de los alimentos y bebidas de 9,7 por ciento en diciembre 2008 a 5,6 por ciento en mayo. Adicionalmente se registró una caída en el precio de los combustibles por la reducción en la cotización internacional del petróleo. Ambos efectos se reflejaron en una importante reducción de la tendencia inflacionaria, pasando de 6,65 por ciento en el año 2008 a 4,21 por ciento al mes de mayo (últimos doce meses).



Los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación acumulada en el periodo enero – mayo 2009 fueron comidas fuera del hogar, matrícula y pensión de enseñanza, cebolla, zanahoria, carne de pollo y artículos de limpieza. Por otro lado, los rubros con mayor contribución negativa en la inflación fueron kerosene, gasolina, papa, arroz, aceites y gas.

CUADRO 21
RUBROS CON CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN
ENERO - MAYO 2009

Rubros	Peso	Var. %	Contribución positiva	Rubros	Peso	Var. %	Contribución negativa
Comidas fuera del hogar	12,0	2,0	0,23	Kerosene	1,2	-17,8	-0,37
Matrícula y pensión de enseñanza	5,1	3,9	0,21	Gasolina y lubricantes	1,5	-18,8	-0,35
Cebolla	0,4	35,7	0,20	Papa	1,5	-10,8	-0,23
Zanahoria	0,2	53,7	0,11	Arroz	2,3	-7,3	-0,18
Carne de pollo	4,0	2,7	0,10	Aceites	0,8	-11,0	-0,11
Artículos de limpieza	1,4	6,7	0,10	Gas	1,3	-6,6	-0,09
Total			0,95				-1,33

Al mes de mayo de 2009 se observa una tendencia decreciente en las variaciones de los últimos doce meses de los precios de los alimentos y bebidas, así como de combustibles. El grupo “otros bienes y servicios” muestra una tendencia creciente hasta el mes de marzo, la misma que se revierte a partir de abril.

CUADRO 22 INFLACIÓN						
	Ponderación	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-May.	12 meses
Inflación	100,0	1,14	3,93	6,65	0,37	4,21
1. Alimentos y bebidas	47,5	1,76	6,02	9,70	1,30	5,59
2. Resto de componentes	52,5	0,61	2,02	3,86	-0,55	2,88
a. Combustibles y electricidad	6,2	-3,16	5,21	1,65	-9,82	-6,77
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-15,31	-15,58
Electricidad	2,2	-7,30	1,92	6,31	4,42	19,45
b. Transporte	8,4	1,12	0,82	5,86	-0,86	5,43
c. Servicios públicos	2,4	1,22	-1,44	8,68	-0,06	8,15
d. Otros bienes y servicios	35,5	1,28	1,89	3,51	1,61	4,07
Nota:						
Subyacente	60,6	1,37	3,11	5,56	1,60	5,11
Subyacente sin alimentos y bebidas	35,5	1,28	1,89	3,51	1,61	4,07

81. A continuación se detalla la evolución de los rubros con mayor contribución a la inflación:

Comidas fuera del hogar:

El alza en el precio del rubro comidas fuera del hogar (2,0 por ciento) se debe al incremento del precio de los alimentos y bebidas (1,3 por ciento).

Matrícula y pensión de enseñanza:

El aumento de 3,9 por ciento en el rubro matrícula y pensión de enseñanza se explica por el incremento del pago de las matrículas escolares (2,1 por ciento en los colegios particulares y 0,2 por ciento en los colegios estatales), así como por el alza de las pensiones de enseñanza en los colegios particulares (5,4 por ciento).

Cebolla:

El incremento del precio de la cebolla en 35,7 por ciento, se debe principalmente a una disminución del área sembrada en Arequipa que es la principal zona productora (33 por ciento en la campaña agosto-noviembre con respecto a la campaña anterior). A ello se sumó las alteraciones climáticas (ausencia de lluvias en los primeros meses y luego lluvias torrenciales) que afectaron los rendimientos. La producción de cebolla en el periodo enero-abril disminuyó 11 por ciento con respecto al mismo periodo del año 2008.





Zanahoria:

La fuerte alza en el precio de la zanahoria (53,7 por ciento) refleja principalmente los incrementos que se dieron en los meses de enero y febrero (14 y 20 por ciento). Ello debido a las lluvias y huaycos que afectaron su cosecha y comercialización en la Sierra Central. El abastecimiento a Lima registró una caída de 10 por ciento en el periodo enero-mayo respecto al mismo periodo de 2008.

Carne de pollo:

El alza del precio de la carne de pollo (2,7 por ciento) estuvo relacionada al menor abastecimiento de productos sustitutos, principalmente jurel (-47 por ciento comparado con el periodo enero-mayo 2008). Si bien a lo largo de este periodo se registraron una serie de fluctuaciones en el precio, en mayo se registró un alza extraordinaria (8,9 por ciento) en respuesta principalmente a las celebraciones por el Día de la Madre, así como por el menor abastecimiento de jurel y el temor a consumir carne de cerdo por efecto de la gripe AH1N1.

Otro factor que contribuyó al alza fue el aumento de los costos de producción, debido al mayor precio del maíz en el mercado internacional, que luego de registrar un valor mínimo de US\$/TM 106 el 5 de diciembre, aumentó sostenidamente, alcanzando un alza de 19 por ciento en los primeros cinco meses del año 2009. Ello en respuesta a las proyecciones de aumento del consumo global de este cereal, por la mayor demanda para alimentación de animales y etanol, así como por una menor producción global de maíz en la campaña 2009/2010.

Artículos de limpieza:

Los artículos de limpieza registraron un aumento de 6,7 por ciento lo que respondería al fuerte incremento de los costos de producción en 2008. Es el caso de los detergentes que contienen aditivos como el trifosfato de sodio y el dodecilbenceno, cuyos precios aumentaron 44 y 50 por ciento, respectivamente, en 2008. Sin embargo, en lo que va del presente año, los incrementos en el precio de estos insumos se han revertido.

Los rubros con contribución negativa a la inflación fueron:

Combustibles:

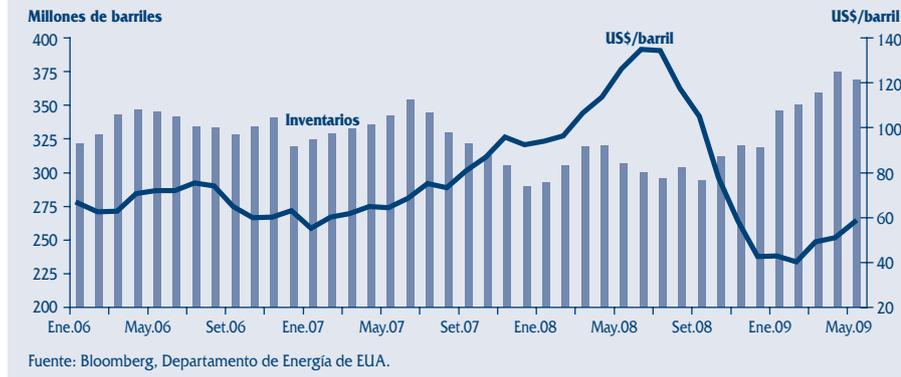
La caída en el precio de los combustibles (15,3 por ciento) responde a la caída de la cotización internacional del petróleo, que pasó de US\$ 133,9 dólares el barril en junio de 2008 a US\$ 39,1 en febrero de 2009. En los primeros meses de 2009, la cotización se mostró volátil y fluctuó alrededor de US\$ 40 por barril. A partir de marzo el precio del petróleo aumentó paulatinamente de la mano de la recuperación en la demanda mundial. Así, la cotización internacional superó los US\$ 61 por barril el 22 de mayo, casi el doble del nivel mínimo registrado en el año de US\$ 33,9 por barril el 12 de febrero.

CUADRO 23
PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES
(Variación porcentual anual)

	2006	2007	2008	2009	
				Ene.-May.	12 meses
Combustibles	-1,5	6,4	0,0	-15,3	-15,6
Gasolina	-6,2	10,7	-6,1	-18,8	-23,8
Gas	0,3	1,3	2,7	-6,6	-4,7
Kerosene	2,2	5,8	4,2	-17,8	-14,4
Cotización WTI fin de período					
US Dólares	62,0	91,4	41,4	56,4	
Nuevos soles	198,8	272,4	129,1	168,9	

Fuente: INEI, Bloomberg.

Gráfico 71
PRECIO DEL PETRÓLEO E INVENTARIOS EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bloomberg, Departamento de Energía de EUA.

Papa:

La disminución en el precio de la papa (10,8 por ciento) refleja básicamente las caídas registradas en febrero y marzo (5,4 y 6,9 por ciento) gracias al mayor abastecimiento del producto procedente de la Sierra Central, principalmente de Junín. Ello debido a mayores rendimientos del cultivo por las lluvias que ayudaron a su proceso de maduración.

Arroz

El precio del arroz cayó 7,3 por ciento debido a un aumento de su abastecimiento de aproximadamente 10 por ciento en el periodo enero-mayo con respecto al mismo periodo del año anterior. A ello contribuyó la mayor disponibilidad de agua en el norte del país y los precios favorables del grano en 2008. La producción de arroz a nivel nacional aumentó 25 por ciento en el período enero-abril con respecto al mismo periodo del año anterior.





Aceite

La caída en el precio del aceite responde a menores costos de importación (los precios FOB disminuyeron 29 por ciento en mayo con respecto a diciembre 2008 y el tipo de cambio cayó 3,7 por ciento). A ello se sumó la reducción de los derechos antidumping decretados por el Indecopi en el mes de febrero que afectaba al producto procedente de Argentina.

Inflación importada

82. La inflación importada registró a mayo una variación acumulada de -6,9 por ciento. Esta caída se explica por la evolución del componente de combustibles (-15,3 por ciento) y alimentos importados (-2,7 por ciento).

CUADRO 24
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Peso	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-May.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	12,1	0,27	10,46	2,20	-6,89	-6,88
Alimentos	5,4	2,08	18,83	4,75	-2,70	-3,10
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-15,31	-15,58
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,29	-1,50	-0,06	-0,96	-0,42
Otros	1,8	0,64	0,47	0,46	0,44	3,09
II. IPC INTERNO	87,9	1,28	2,84	7,44	1,60	6,17
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,37	4,21
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-3,86	6,74
Importado no alimentos	6,7	-1,02	4,31	0,06	-10,56	-10,22
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	1,72	4,14	10,53	1,94	7,04
Doméstico no alimentos	45,8	0,89	1,64	4,53	1,26	5,32

Gráfico 72
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



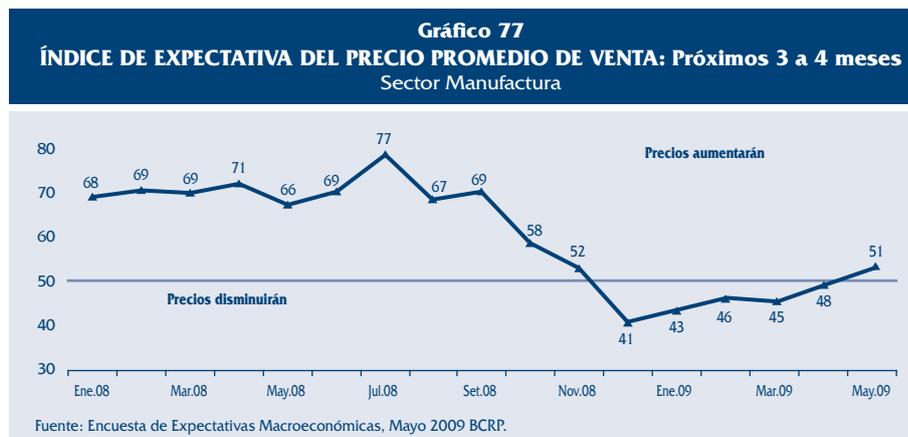
Expectativas de inflación

83. Las expectativas de inflación para 2009 de los agentes económicos se han orientado hacia la baja respecto a la información presentada en el Reporte de marzo en respuesta a la desaceleración de la tasa de inflación anualizada que se viene observando desde el mes de diciembre. Las instituciones financieras y los analistas económicos ubican sus expectativas de inflación para este año dentro del rango meta, en tanto que las empresas no financieras, si bien aún mantienen una expectativa de inflación por encima del rango meta, han reducido en 0,6 puntos porcentuales (de 4,0 a 3,4 por ciento) sus expectativas para este año. Para 2010 los agentes económicos ubican sus expectativas en el rango de la meta inflacionaria, aunque las instituciones financieras y las empresas no financieras lo hacen en el límite superior de la banda (3 por ciento). En 2011, sin embargo, las empresas no financieras, aún cuando han reducido su expectativa de inflación respecto al Reporte de marzo, ésta sigue estando fuera del rango meta.





84. 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 42 en el reporte de marzo a 52 en este reporte, lo que se debe a que el porcentaje de empresas que espera una reducción de los precios de insumos ha disminuido. De manera similar, el índice de expectativa de precio promedio de venta ha aumentado de 46 a 51 desde el último reporte lo que se explica básicamente por una reducción del porcentaje de empresas que esperan una reducción de los precios de venta.



Pronósticos de Inflación

85. La proyección de inflación de 2009 se revisa a la baja con respecto al Reporte de Inflación de marzo, como resultado de un menor crecimiento de la actividad económica y menores expectativas de inflación. De este modo, se prevé que la inflación converja hacia el rango meta durante el tercer trimestre del presente año.
86. En los primeros meses del año se ha confirmado la tendencia decreciente de la inflación. Como se mencionó antes, la tasa de inflación a 12 meses se ha reducido de 6,5 por ciento en enero 2009 a 4,2 por ciento en mayo. En términos de variaciones trimestrales anualizadas, la inflación se ha reducido de 3,3 por ciento en el trimestre diciembre 2008 - febrero 2009 a 1,4 por ciento en el periodo marzo - mayo 2009, mientras que la inflación subyacente se redujo de 5,6 a 4,3 por ciento en ese mismo lapso.

Este resultado se explica por la fuerte caída de la inflación de origen externo, así como por el menor dinamismo de la actividad económica asociado a la recesión mundial. En este contexto, las expectativas de inflación futura han disminuido, lo cual también ha contribuido a la desaceleración del ritmo inflacionario.



87. Las proyecciones consideran un punto inicial (segundo trimestre de 2009) caracterizado por una menor inflación importada que la prevista. Esto se atribuye a los efectos negativos de la recesión internacional sobre los precios de insumos importados tales como el petróleo, así como a la reversión de las presiones de depreciación del Nuevo Sol. 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.





88. En proyección, se espera una gradual corrección al alza de los *commodities* en línea con la expectativa de una mejora de la economía mundial entre 2010 y 2011. De este modo, se estima una contribución moderada del alza de la inflación importada sobre la inflación total.
89. El deterioro de las condiciones económicas globales ha sido severo y ha afectado el dinamismo de la actividad económica doméstica. Este impacto sobre la economía doméstica ha sido amplificado por el fuerte ajuste de los inventarios, y, de este modo, la desaceleración del crecimiento del PBI en el primer trimestre de 2009 resultó mayor que lo previsto en el escenario base del Reporte de Inflación de marzo y más cercana al escenario de riesgo de mayor deterioro de la economía mundial contemplado en dicho reporte. Este menor punto inicial en la proyección incide a la baja sobre el pronóstico de senda de crecimiento del PBI.
90. El crecimiento mundial se ha revisado a la baja en 2009 (de 0,2 a -1,3 por ciento) por el impacto de la crisis económica mundial. Ello implica un efecto directo negativo sobre las exportaciones, así como una menor proyección de los términos de intercambio, los cuales caerían en promedio 12,8 por ciento en 2009. En contraste, por el lado financiero, los efectos de la crisis sobre el entorno doméstico parecen estar mitigándose en vista del dinamismo del mercado de capitales, el sostenimiento del flujo crediticio y la reducción de tasas de interés. Por otro lado, a partir de 2010 se espera una mejora gradual del panorama económico global.
91. El escenario base de proyección prevé que los resultados favorables de 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 durante el segundo semestre de 2009 y durante 2010.
92. 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). Sin embargo, dada la evolución reciente de este indicador, las presiones de demanda sobre la inflación seguirían siendo negativas durante 2009 y ligeramente positivas posteriormente.

La proyección del crecimiento del PBI se corrige de 5,0 a 3,3 por ciento en 2009, y de 6,0 a 5,5 por ciento en 2010. Para 2011 se estima un crecimiento de 5,7 por ciento.

93. Por otra parte, existe evidencia sobre una reducción de las expectativas de inflación de los agentes económicos. En un contexto de reducción de las tasas inflacionarias y de desaceleración de la demanda, se espera que dichas expectativas continúen disminuyendo de manera sostenida hasta converger gradualmente hacia la meta de 2 por ciento.





VII. Balance de Riesgos

94. Dos de los factores de riesgo previstos en el Reporte de Inflación de marzo 2009 se materializaron: por un lado, la economía mundial sufrió un mayor deterioro que el esperado bajo el escenario central de proyección, y por otro lado, el gasto interno fue menor al previsto debido principalmente al ajuste de inventarios.
95. Dado el contexto macroeconómico, las proyecciones continúan sujetas a un nivel alto de incertidumbre. Como principales riesgos que podrían causar desvíos de la inflación respecto a su escenario central, se mantienen los riesgos del reporte anterior y además se incorpora un factor adicional de mayores precios de *commodities* alimenticios y del petróleo:

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

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

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

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

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

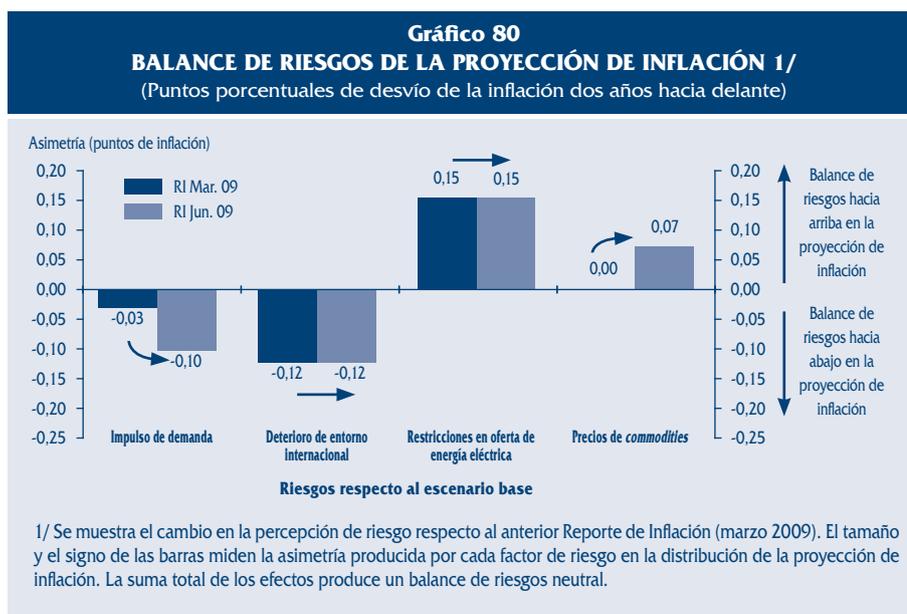
Este factor solo implicaría cambios en el comportamiento de la política monetaria si llegara a afectar las expectativas de inflación.

- **Mayores precios de *commodities* alimenticios y petróleo.** El escenario base considera que de manera paralela a la recuperación de la economía mundial, los precios de los *commodities* alimenticios y del petróleo se elevarán moderadamente. Sin embargo, un escenario de mayores alzas en estas cotizaciones impulsaría el precio doméstico de los alimentos y los combustibles por encima de la proyección central.

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

96. Los riesgos se han inclinado más hacia el lado pesimista en lo referente al gasto interno. Por otro lado, los riesgos de deterioro de la economía mundial y de restricciones de oferta eléctrica se mantienen. Igualmente, el riesgo de mayores precios de *commodities* y petróleo induce un sesgo positivo sobre la proyección.

97. La ponderación de los riesgos mencionados arroja como resultado un balance neutral sobre la proyección central de la inflación, al igual que en el Reporte de marzo.



98. Lo anterior conduce a una proyección de densidad de la inflación de carácter simétrico. Esto significa que existe la misma probabilidad de que la inflación esté por debajo o por encima del escenario base a lo largo del horizonte de proyección. El balance de riesgos de la proyección del crecimiento del PBI se considera asimétrico y con sesgo hacia la baja.





Gráfico 81
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Variación porcentual 12 meses)



Gráfico 82
PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales anuales del PBI en cada trimestre)



CONCLUSIÓN

99. Se prevé que para el tercer trimestre de 2009 se alcance una tasa de inflación a 12 meses dentro del rango meta y se culmine el año con una tasa inferior al 2 por ciento. Hacia adelante la inflación fluctuaría alrededor de 2 por ciento en el horizonte de proyección.
100. Las proyecciones contemplan el impacto de la flexibilización de la política monetaria en un entorno de recesión mundial y de desaceleración de la demanda interna, manteniendo un balance de riesgos neutral respecto a la proyección base de inflación.

ANEXO							
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN							
	2007	2008	2009 1/		2010 1/		2011 1/
			RI Mar.09	RI Jun. 09	RI Mar.09	RI Jun. 09	RI Jun. 09
Var.% real							
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	5,0	3,3	6,0	5,5	5,7
2. Demanda interna	11,8	12,3	5,0	2,4	5,7	5,7	5,8
a. Consumo privado	8,3	8,7	5,5	2,5	5,2	3,6	4,2
b. Consumo público	4,5	1,8	2,6	6,8	4,5	3,4	3,6
c. Inversión privada fija	23,4	25,6	8,0	2,5	8,0	6,1	6,2
d. Inversión pública	18,4	42,8	51,1	49,4	13,2	14,7	11,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	8,2	1,9	-1,3	6,6	5,5	9,6
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	19,9	2,1	-4,7	5,1	6,2	9,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	2,8	-0,4	-1,7	2,6	2,2	3,3
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	1,7	3,8	0,5-1,0	-1,0	0-0,5	-1;+1	-1;+1
Var.%							
6. Inflación proyectada	3,9	6,7	1,75-2,25	1,0-2,0	1,75-2,25	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,4	38,5	-50,8	-46,1	19,9	20,2	6,9
8. Precio promedio del trigo	45,2	26,7	-23,3	-22,7	9,1	13,1	2,8
9. Tipo de cambio nominal 3/	-7,0	4,5	5,1	-0,2	-0,2	1,5	0,3
10. Tipo de cambio real multilateral 3/	-1,7	-4,8	-3,7	-7,7	0,3	2,2	0,3
11. Términos de intercambio	3,6	-13,3	-14,6	-12,8	2,4	-0,2	-0,2
a. Índice de precios de exportación	14,0	5,1	-26,6	-20,3	6,1	4,4	2,3
b. Índice de precios de importación	10,0	21,2	-14,1	-8,7	3,6	4,7	2,5
Var.% nominal							
12. Circulante	27,1	16,7	13,0	7,0	13,5	8,5	9,0
13. Crédito al sector privado 4/	33,0	29,6	13,0	9,0	15,0	11,5	12,5
% del PBI							
14. Tasa de ahorro interno	24,1	23,6	24,0	23,4	24,4	25,0	26,4
15. Tasa de inversión interna	22,9	26,9	27,4	26,5	27,7	28,0	29,1
16. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,1	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3	-3,1	-2,6
17. Balanza comercial	7,7	2,4	-1,1	0,9	-0,3	0,7	0,9
18. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	9,1	5,6	4,8	5,4	4,6	5,5	5,3
19. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,8	19,4	18,5	19,1	18,7	19,0
20. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	17,3	19,1	19,3	18,9	19,2	19,4
21. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,1	-1,0	-1,8	-1,0	-1,7	-1,5
22. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	25,6	25,6	23,5	24,8	23,5
RI: Reporte de Inflación							
1/ Proyección.							
2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).							
3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.							
4/ Medido a tipo de cambio constante.							
5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.							

