



Síntesis

# Reporte de Inflación

Setiembre 2009

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

Indicadores recientes de la actividad económica y de los mercados financieros internacionales señalan el inicio de la fase de recuperación de la economía mundial. Esto supone que la contribución negativa del ciclo de ajuste de inventarios habría llegado a su término y las políticas de estímulo fiscal y monetario empezarían a reactivar el componente de la demanda. Dado que esta crisis internacional tiene su origen en problemas de solvencia del sistema financiero de países desarrollados, se espera que la recuperación de estas economías sea gradual.

Los resultados ligeramente positivos en el crecimiento del segundo trimestre en economías como Alemania, Francia y Japón, la mejora de indicadores líderes de producción manufacturera y de expectativas sobre el crecimiento futuro de la economía global, así como la recuperación de algunos flujos de comercio y de precios de *commodities* reflejarían el mayor dinamismo esperado para el segundo semestre del año. Por el lado de los mercados financieros, las fuertes inyecciones de liquidez y la reducción de tasas de interés han logrado estabilizar los mercados de dinero y disminuir la aversión al riesgo, lo cual viene permitiendo también un mayor acceso a los mercados de capital y una aún lenta normalización de las condiciones crediticias.

En este contexto, se prevé una caída del PBI mundial para este año de 1,3 por ciento, en línea con lo previsto en el Reporte de junio. Se proyecta una recuperación más rápida para los años 2010 y 2011 con tasas de crecimiento de 3,0 y 3,7 por ciento, respectivamente.

Tal como señalamos en el Reporte de junio, la evolución de la actividad económica durante el año en nuestro país estaba sujeta a la dinámica de ajuste de los inventarios hacia los nuevos niveles deseados por parte de las empresas, a la recuperación de la actividad económica mundial y al efecto sobre la demanda de las políticas de estímulo macroeconómicas domésticas. Los indicadores del primer semestre muestran que, tanto la corrección del ciclo de inventarios en el mercado interno como la desaceleración de la economía mundial, fueron más fuertes de lo esperado.

Otro factor que afectó la evolución de la actividad económica durante el primer semestre fue la evolución más negativa de la inversión privada debido al reperfilamiento que se ha venido produciendo en el horizonte de varios proyectos de inversión.

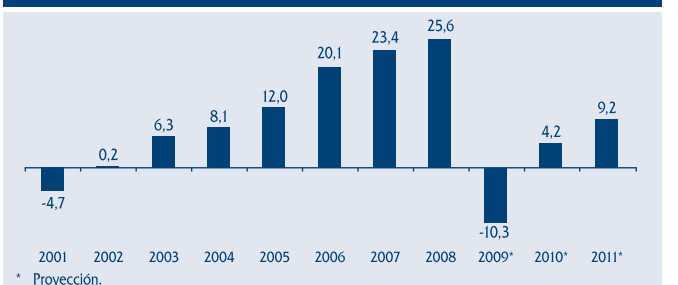
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

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

**CONTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE INVENTARIOS AL CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Puntos porcentuales)



**TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA**  
(Variaciones porcentuales reales)



De igual manera, el dinamismo de la inversión pública en el primer semestre fue también menor al esperado y se proyecta una aceleración de esta variable para el segundo semestre del año.

Considerando estos elementos se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI para 2009 de 3,3 a 1,8 por ciento. Se prevé una recuperación que sería más pronunciada a partir del cuarto trimestre del año en la medida que el ciclo de reducción de inventarios habría llegado a su fin y que los impulsos provenientes de las políticas de estímulo domésticas y de recuperación externa empiecen a tener efectos positivos sobre la demanda interna. La fase de expansión continuaría durante 2010 y 2011, años en los cuales las tasas de crecimiento serían 5,0 y 5,2 por ciento, respectivamente. Este escenario base asume un fenómeno El Niño leve.

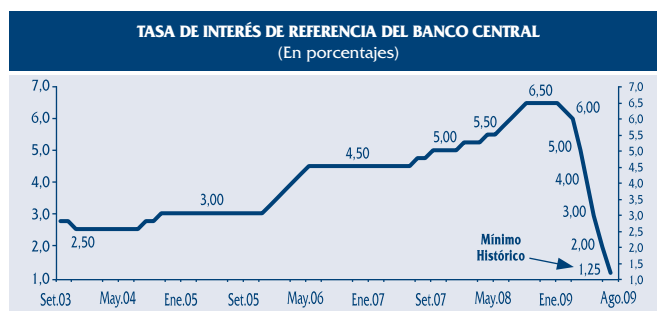
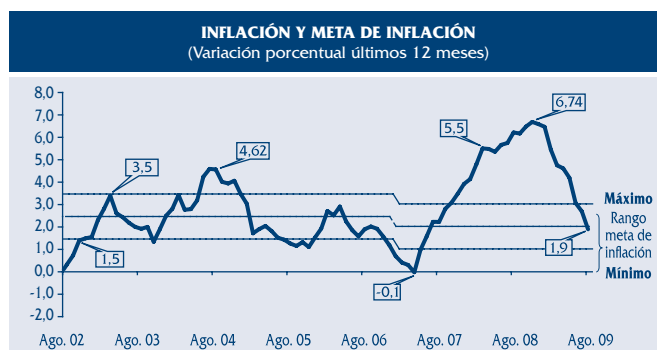
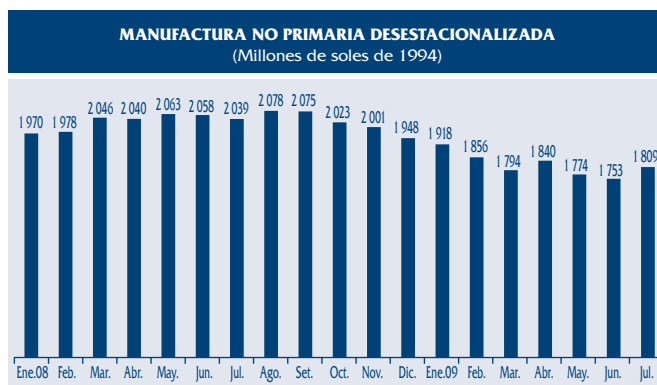
La inflación retornó al rango meta en julio en un entorno de ciclo económico débil, menores expectativas de inflación, menor inflación importada y reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos. De esta forma, la inflación acumulada en los últimos 12 meses pasó de 6,7 por ciento en diciembre de 2008 a 1,9 por ciento en agosto. Esta dinámica decreciente en la inflación continuará hasta comienzos del próximo año, principalmente por factores transitorios de oferta, y se prevé que se ubique transitoriamente debajo del límite inferior del rango meta entre fines de 2009 y primeros meses de 2010.

Salvo el breve periodo mencionado, la proyección de inflación en el horizonte de proyección 2009-2011 se ubica en el rango meta y supone la siguiente evolución en sus determinantes: a) un alza moderada de la inflación importada acorde con mejores expectativas sobre el grado de recuperación de la actividad económica mundial, b) el efecto positivo de las políticas de estímulo, fiscal y monetaria, para sostener el dinamismo de la actividad económica y c) expectativas de inflación ancladas a la meta. Esta previsión es consistente con una evolución de la actividad económica en línea con el PBI potencial en el horizonte de proyección 2010-2011.

Desde la publicación del Reporte de junio, el Banco Central continuó flexibilizando la política monetaria mediante reducciones adicionales en la tasa de interés de referencia, manteniendo de esta manera el estímulo monetario iniciado el último trimestre de 2008 cuando, como consecuencia de la crisis financiera internacional, redujo las tasas de encajes, introdujo nuevos instrumentos monetarios y amplió los plazos de otros como una manera de inyectar liquidez al mercado. Desde julio de este año, la reducción de la tasa de interés de referencia fue de 175 puntos básicos, situándose actualmente en 1,25 por ciento frente al 6,5 por ciento vigente en febrero de este año.

Estas acciones de política monetaria han permitido proveer de una mayor disponibilidad de financiamiento a las empresas del sector privado presionando hacia la baja las tasas de interés de corto y largo plazo, en un contexto de inflación decreciente, a fin de que el impulso en el gasto privado conlleve a una reversión del ciclo económico débil.

En la medida que ya han empezado a aparecer algunas señales de recuperación en la economía peruana, dado el alto estímulo monetario alcanzado, el Banco Central anunció en sus últimos Comunicados de Política Monetaria que no efectuaría ajustes adicionales en la tasa de referencia salvo



modificaciones importantes en la proyección de inflación o en sus determinantes.

En este entorno de crisis financiera internacional, la balanza de pagos no ha sido un factor de riesgo en la medida que se han mantenido niveles sostenibles de déficit junto con importantes inlfujos de capital dirigidos a financiar la actividad productiva y un nivel adecuado de reservas internacionales en poder del Banco Central. Desde el mes de mayo, el Banco Central no ha intervenido en el mercado cambiario. En lo que va del año, las reservas internacionales se han elevado desde un saldo de US\$ 31 196 millones al cierre del año 2008 a uno de US\$ 31 955 millones en agosto.

La mejora de los términos de intercambio observada en el segundo trimestre del año, especialmente por el lado de las exportaciones, aunada al bajo dinamismo de la demanda interna que ha llevado a una contracción de las importaciones mayor a la esperada, sustentan la revisión hacia la baja de la proyección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 3,2 a 2,1 por ciento para el año. Considerando el resultado del primer semestre (-0,8 por ciento), la proyección asume una recuperación de las importaciones hacia los últimos meses del año, lo cual es consistente con el impulso esperado por el lado de la demanda interna. Para los años 2010 y 2011 también se ha revisado la proyección de déficit de cuenta corriente hacia la baja a 2,4 y 2,5 por ciento, respectivamente (respecto al 3,1 y 2,6 por ciento del Reporte de junio) teniendo en cuenta la más rápida recuperación de la economía mundial prevista en este escenario de proyección y los mejores precios de exportación.

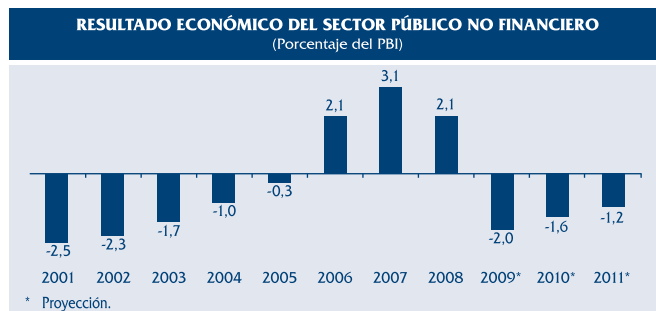
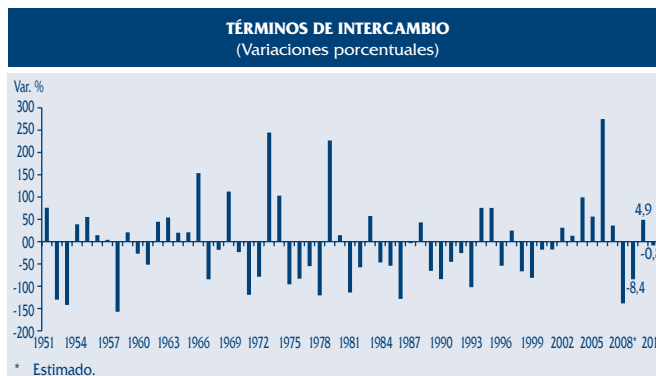
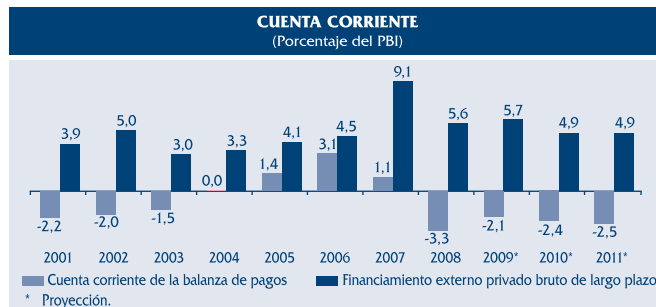
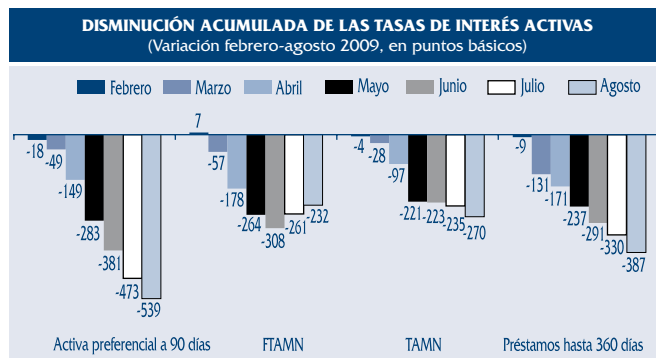
El escenario de recuperación para el segundo semestre del año asume que el gobierno continuará con sus esfuerzos para impulsar la demanda interna mediante una política de gasto más activa intensificando de esta manera el estímulo fiscal respecto a lo que se ha venido observando durante el primer semestre. Se ha revisado la proyección de déficit fiscal para este año de 1,8 a 2,0 por ciento por menor recaudación y mayor gasto corriente. También se ha revisado hacia la baja el déficit para los siguientes años (a 1,6 y 1,2 por ciento para 2010 y 2011, respectivamente) tomando en cuenta las mejores perspectivas de precios de exportación.

### BALANCE DE RIESGOS

Dado el contexto macroeconómico, las proyecciones continúan sujetas a un alto nivel 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 menores precios de alimentos domésticos:

**Mayor deterioro de la economía mundial.** El escenario base considera un escenario de inicio de la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, existe la probabilidad de una recuperación más lenta o inclusive algún riesgo de retroceso en la recuperación. 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. Estas acciones continuarían siendo complementadas con operaciones monetarias que faciliten un rápido traslado hacia las tasas de interés y el mantenimiento de una adecuada posición de liquidez en ambas



monedas. En caso que el escenario contingente de deterioro internacional esté acompañado por una excesiva volatilidad al alza en el tipo de cambio, el Banco Central de Reserva cuenta con una holgada posición de reservas internacionales para enfrentar esta contingencia y evitar un deterioro de la posición patrimonial de las empresas y del sistema financiero.

**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, y a la finalización del proceso de ajuste de inventarios. 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 mantendría por un mayor tiempo la posición de estímulo monetario con fines contracíclicos.

**Menores precios de alimentos domésticos.** En lo que va del año, se ha registrado una corrección importante del precio de los alimentos por menores precios de insumos importados de alimentos y mejores condiciones de oferta doméstica de alimentos. Un menor nivel de precios de alimentos en el horizonte de proyección respecto al escenario base, podría implicar un mayor tiempo por debajo del rango meta. De manera análoga, al caso observado en los dos años previos, cuando los precios de los alimentos se elevaban, el Banco Central de Reserva no responderá a choques de oferta de naturaleza transitoria, salvo que los mismos afecten de manera no deseada a las expectativas 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 alternativas de energía más caras.

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

Los riesgos se han inclinado más hacia el lado optimista en lo referente a restricciones de oferta eléctrica y a mayores precios de *commodities* alimenticios y petróleo. Por otro lado, los riesgos de deterioro de la economía mundial y de menor gasto interno se mantienen. Finalmente, se ha incorporado un nuevo riesgo: la tendencia a la baja de los precios de alimentos domésticos.

La ponderación de los riesgos mencionados arroja como resultado un balance con sesgo a la baja sobre la proyección central de la inflación, a diferencia del Reporte de junio, que arrojaba como resultado un balance neutral.

ANEXO								
	2007	2008	2009 1/		2010 1/		2011 1/	
			RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09
<b>Var.% real</b>								
1. Producto bruto interno	8,9	9,8	3,3	1,8	5,5	5,0	5,7	5,2
2. Demanda interna	11,8	12,3	2,4	-0,4	5,7	5,9	5,8	5,7
a. Consumo privado	8,3	8,7	2,5	2,5	3,6	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	4,5	1,8	6,8	9,5	3,4	4,0	3,6	3,0
c. Inversión privada fija	23,4	25,6	2,5	-10,3	6,1	4,2	6,2	9,2
d. Inversión pública	18,4	42,8	49,4	40,0	14,7	15,6	11,4	7,2
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,2	8,2	-1,3	-2,7	5,5	4,7	9,6	6,1
4. Importaciones de bienes y servicios	21,3	19,9	-4,7	-11,6	6,2	9,2	9,2	8,3
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,7	2,6	-1,7	-1,7	2,2	2,7	3,3	3,4
Nota:								
Brecha de producto 2/ (%)	1,7	3,8	-1,0 - 0,0	-1,0 - 0,0	-1,0 - +1,0	-1,0 - +1,0	-1,0 - +1,0	-1,0 - +1,0
<b>Var. %</b>								
6. Inflación proyectada	3,9	6,7	1,0-2,0	0,0 - 1,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	9,4	38,5	-46,1	-39,7	20,2	24,8	6,9	4,3
8. Tipo de cambio nominal 3/	-7,0	4,5	-0,2	-4,2	1,5	2,0	0,3	0,8
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-1,7	-4,8	-7,7	-3,4	2,2	1,6	0,3	0,5
10. Términos de intercambio	3,6	-13,8	-12,8	-8,4	-0,2	4,9	-0,2	-0,8
a. Índice de precios de exportación	14,0	4,9	-20,3	-13,9	4,4	11,0	2,3	1,7
b. Índice de precios de importación	10,0	21,7	-8,7	-5,9	4,7	5,8	2,5	2,6
<b>Var. % nominal</b>								
11. Circulante	27,1	16,7	7,0	10,0	8,5	12,5	9,0	14,0
12. Crédito al sector privado 4/	33,0	29,6	9,0	7,0	11,5	10,5	12,5	11,5
<b>% del PBI</b>								
13. Tasa de inversión interna	22,9	26,9	26,6	23,6	28,1	25,4	29,2	26,7
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	1,1	-3,3	-3,2	-2,1	-3,1	-2,4	-2,6	-2,5
15. Balanza comercial	7,7	2,4	0,9	2,9	0,7	3,1	0,9	2,7
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	9,1	5,6	5,4	5,7	5,5	4,9	5,3	4,9
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,7	20,8	18,5	18,4	18,7	19,0	19,0	19,3
18. Gastos no financieros del gobierno general	16,0	17,3	19,3	19,3	19,2	19,2	19,4	19,1
19. Resultado económico del sector público no financiero	3,1	2,1	-1,8	-2,0	-1,7	-1,6	-1,5	-1,2
20. Saldo de deuda pública total	29,6	24,0	25,6	26,0	24,8	25,3	23,5	24,8
RI: Reporte de Inflación.								
1/ Proyección.								
2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje).								
3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.								
4/ Crédito de Sociedades de depósito medido a tipo de cambio constante.								
5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.								