



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2009

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

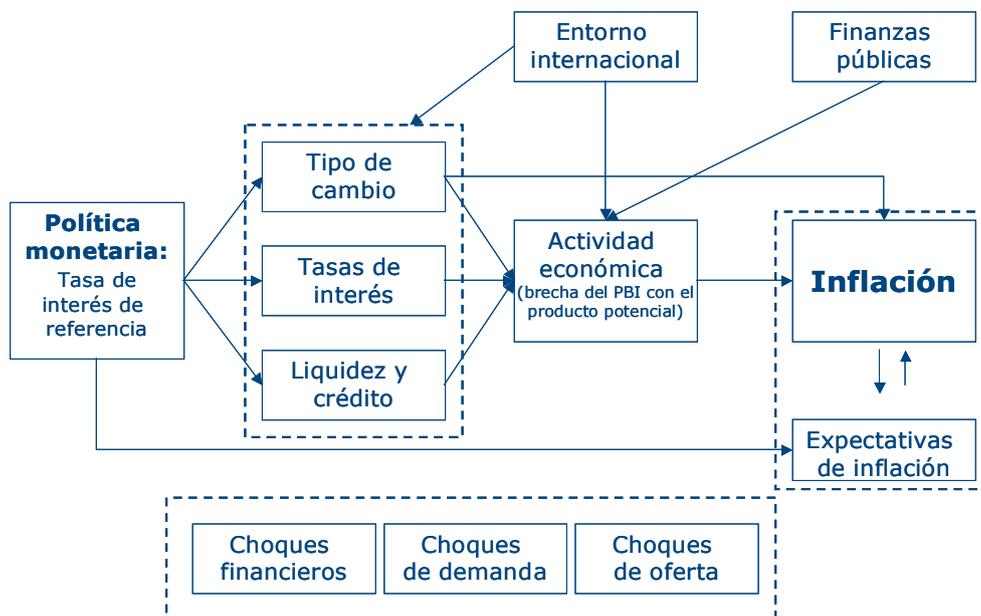


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2009-2011

Setiembre 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

Setiembre 2009

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	23
III. Balanza de pagos	46
IV. Finanzas públicas	57
V. Política monetaria	67
VI. Inflación	86
VII. Balance de riesgos	94

RECUADROS

1. ¿Es suficiente el crecimiento de China para mantener el dinamismo mundial?	21
2. Avances y agenda pendiente en competitividad	42
3. Racionalidad de la intervención cambiaria del BCRP	80
4. Medidas monetarias del BCRP frente a la crisis internacional	82
5. Regulación y supervisión macro-prudencial: primeras lecciones de la crisis financiera internacional	83

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.

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 ocho 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 diciembre.





Resumen

- i. 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.

- ii. 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. 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.

- iii. 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.

- iv. 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, 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.





- v. 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.

- vi. 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.
- vii. 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.

- viii. 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.

- ix. 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.



I. Escenario Internacional

1. Luego de un deterioro severo en los primeros meses del año, la actividad económica y financiera mundial viene registrando signos de estabilización y, en muchos casos, de mejoría. Ello ha incrementado la expectativa de una recuperación relativamente rápida de la economía mundial en el segundo semestre, con lo que se empezaría a superar la mayor recesión de los últimos 60 años. En el caso particular de EE.UU., las expectativas apuntan también a una recuperación luego de una recesión que se viene prolongando, a agosto de este año, por 20 meses¹.

Estas perspectivas favorables han generado una menor aversión al riesgo en los mercados de renta fija y variable, una mejora de las cotizaciones de *commodities* y de los términos de intercambio, y una depreciación del dólar frente al resto de monedas.

Esta recuperación, sin embargo, aún enfrenta algunos riesgos potenciales. Por un lado, parte importante del crecimiento reciente se debe a la reversión del ciclo de desacumulación de inventarios y al impacto del estímulo monetario y fiscal, factores básicamente de carácter temporal que deberían ser sucedidos por una recuperación del consumo (actualmente afectado por el elevado desempleo y el alto nivel de endeudamiento) y de la inversión privada. De otro lado, las condiciones crediticias vienen observando un proceso de normalización más lento en las principales economías desarrolladas debido, entre otros factores, a la incertidumbre respecto al tratamiento de los activos tóxicos de la banca.

Crecimiento mundial

2. Luego de una caída sincronizada y sin precedentes de la economía mundial en el cuarto trimestre de 2008 y primer semestre de 2009, la economía mundial ha empezado a registrar signos de recuperación desde el tercer trimestre². Se estima que dicha mejora continuaría en el transcurso de 2009 y que se mantendría en los próximos dos años.

La caída estimada del PBI mundial en la primera mitad del año habría sido aproximadamente entre 2 y 3 por ciento. Si bien las economías desarrolladas presentan el peor desempeño, la revisión a la baja en las tasas de crecimiento de las economías emergentes ha sido significativa.

Esta caída del primer semestre contrarrestaría las mejores expectativas del mercado para lo que resta del año por lo que aún se mantiene la proyección de caída del PBI mundial para el año 2009 de 1,3 por ciento prevista en el Reporte de junio.

1 El NBER señala que el pico del último ciclo de expansión se ubicó en diciembre 2007.

2 En algunos casos como Francia, Alemania y Japón ya se ha registrado crecimiento desde el segundo trimestre de este año.

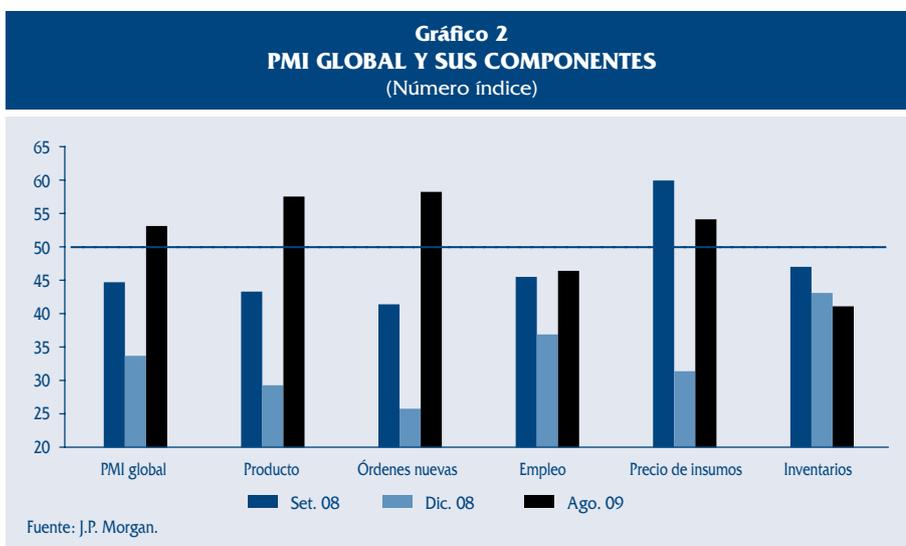




Para los años 2010 y 2011 se observa una mejora generalizada en las perspectivas de crecimiento: las tasas estimadas para dichos años han sido revisadas al alza respecto al Reporte previo a 3,0 y 3,7 por ciento.

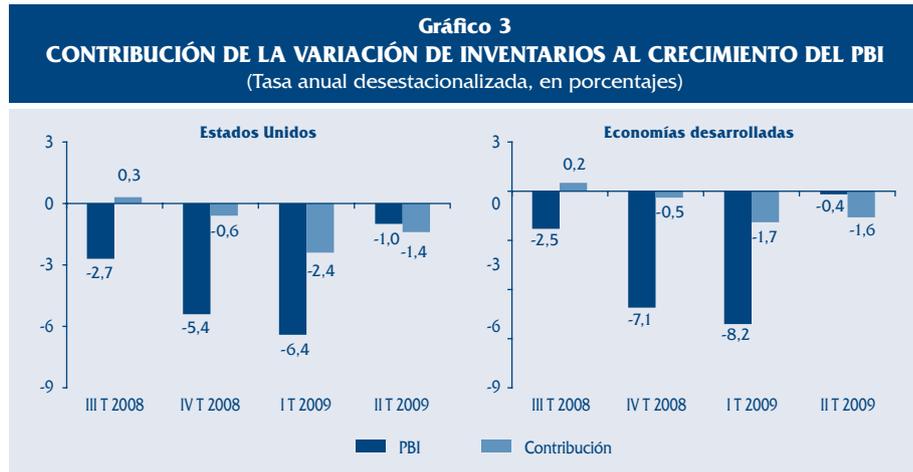
CUADRO 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)								
	2007	2008	2009		2010		2011	
			Ri.Jun.09	Ri.Set.09	Ri.Jun.09	Ri.Set.09	Ri.Jun.09	Ri.Set.09
Economías desarrolladas	2,7	0,5	-3,7	-3,4	1,0	1,7	2,2	2,3
1. EE.UU.	2,1	0,4	-3,0	-2,7	1,5	2,2	2,6	2,9
2. Eurozona	2,7	0,6	-3,8	-3,9	0,1	0,9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

- Las perspectivas favorables de crecimiento a partir del segundo semestre se sustentan en el mantenimiento de la tendencia positiva de algunos indicadores señalados en el Reporte de Inflación de junio. En primer lugar, la evolución del indicador líder de actividad industrial Purchasing Managers Index (PMI) ha continuado recuperándose. El PMI global, tras alcanzar su nivel más bajo en diciembre de 2008 (33,7), se ha elevado consecutivamente por 8 meses hasta mostrar, por primera vez, una expansión del sector manufacturero en agosto (53,1). Este aumento es el de mayor magnitud desde junio 2007. La recuperación ha sido prácticamente generalizada a nivel de países. Cabe señalar, sin embargo, que los componentes del PMI global que registran la mayor recuperación son los asociados a la producción e inversión, los que incluso se sitúan en niveles por encima de setiembre de 2008, cuando se profundizó la crisis.



En el mismo sentido, la evolución reciente y las perspectivas favorables se reflejan en el cambio de expectativas respecto al panorama económico mundial. Una serie de factores han apoyado esta mejora en las perspectivas de crecimiento. En primer lugar, el significativo estímulo monetario y el agresivo impulso fiscal aplicado no sólo por las principales economías desarrolladas sino también por una parte importante de las economías emergentes; dentro de estas últimas destaca por su importancia y magnitud, el paquete fiscal adoptado por China. En segundo lugar, existe la expectativa de que la contribución negativa del ciclo de inventarios estaría llegando a su fin. Los datos al segundo trimestre muestran una contribución negativa pero mucho menor a la registrada en los trimestres previos.





4. En las **economías desarrolladas**, las tasas de crecimiento al primer semestre han sido negativas aproximadamente entre 3,0 y 4,0 por ciento, aunque con perspectivas favorables para los próximos trimestres.

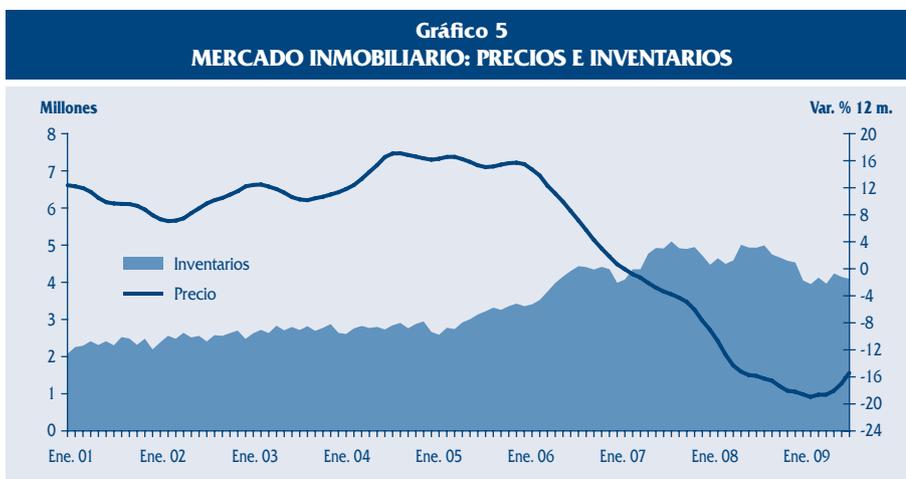
Además de las reducciones de tasas de interés y de las medidas no convencionales de política monetaria, la paulatina recuperación de la confianza y los paquetes fiscales, particularmente en EE.UU., Eurozona (Alemania y Francia) y Japón, han tenido un impacto significativo en el sector industrial (en particular en el sector automotor) en los meses recientes, con efectos sobre la actividad de las economías emergentes. Sin embargo, los indicadores del empleo, particularmente en EEUU, aún no muestran signos claros de mejora, lo que estaría influyendo en la falta de vigor que aún registra el consumo a nivel global, a pesar de que éste ya se habría estabilizado.

CUADRO 2
PBI: EJECUCIÓN DEL PRIMER SEMESTRE 2009
(Tasas % desestacionalizadas, anualizadas)

	1T.09	2T.09	1S.09
Estados Unidos	-6,4	-1,0	-2,1
Eurozona	-9,5	-0,5	-2,7
Alemania	-13,4	1,3	-2,9
Francia	-5,3	1,3	-0,7
Reino Unido	-9,3	-2,6	-3,7
Japón	-15,2	2,3	-2,9

5. En **EE.UU.**, la contracción de la inversión y la desacumulación de inventarios habrían alcanzado su nivel más bajo en el segundo trimestre (cuando el PBI registró una caída de 1 por ciento); se estima que los componentes del producto distintos al consumo serían los que liderarían la recuperación del segundo semestre.

La debilidad en la recuperación del consumo se explicaría por el impacto de la crisis sobre la riqueza de las familias (caída del precio de viviendas y pérdidas bursátiles) y el alto desempleo (9,7 por ciento en agosto, niveles no observados desde 1983). Cabe señalar que el mercado laboral ha mostrado algunos signos de estabilización, pero las condiciones de dicho mercado aún no son suficientemente decisivas para dinamizar significativamente el consumo (que representa casi dos terceras partes del PBI), lo cual se refleja por ejemplo en la volatilidad de las ventas minoristas.



6. En la **Eurozona**, donde el impulso fiscal ha tenido una significancia especial dado el peso relativo del sector público y la existencia de estabilizadores automáticos, se registró una leve contracción global en el segundo trimestre pero con ligeros crecimientos del PBI en Alemania y Francia. La recuperación de la Eurozona vendría liderada por estas economías y por una mayor contribución de las exportaciones netas. En el caso de **Reino Unido**, donde el estímulo monetario no convencional





presentó las mayores demoras, la ejecución del primer semestre ha sido peor que la esperada básicamente por el sector servicios (principal componente del producto) y la contracción del consumo (que representa más del 70 por ciento del gasto). Sin embargo, en los últimos meses la actividad ha mostrado signos de estabilización y de mejoría. Por su parte, las economías de mayor desarrollo en Asia (Japón y Corea) al igual que Oceanía, se vienen beneficiando ampliamente de la mayor recuperación de la demanda de China.

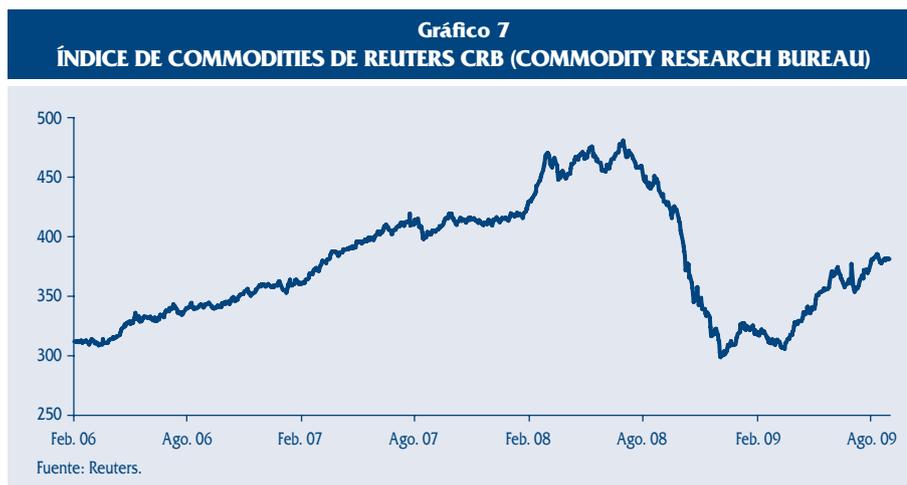
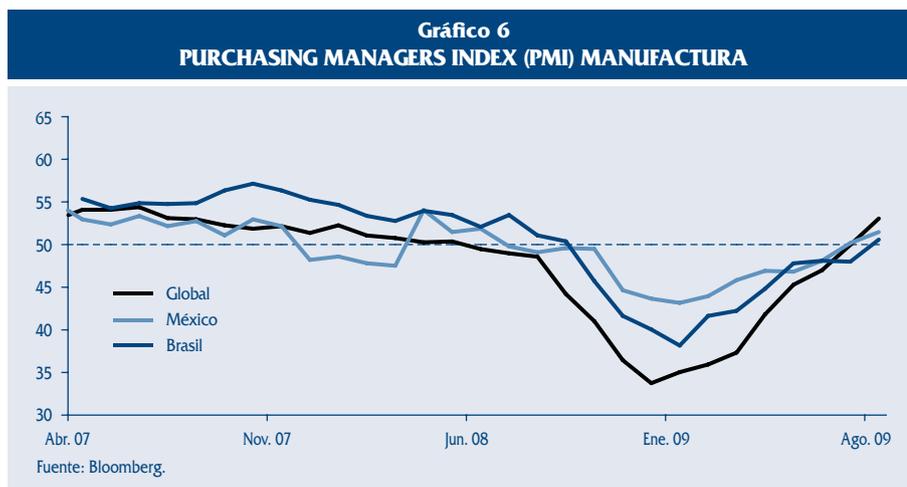
7. Las **economías emergentes** vienen liderando el mejor desempeño de la actividad económica mundial, particularmente las de Asia, luego de las drásticas caídas en el PBI del primer semestre de las economías más abiertas de la región. Estas economías se han visto favorecidas por la recuperación del comercio internacional.

China, tras la implementación de los planes de impulso fiscal y monetario para afrontar la crisis, registró tasas de crecimiento de 6,1 y 7,9 por ciento en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente. Estas políticas podrían haber devenido en un crecimiento excesivo del crédito (23 por ciento en junio 2009 respecto a junio 2008) que puede generar una burbuja especulativa en el sector inmobiliario o en el mercado bursátil. Por ello, las autoridades han decidido limitar el crecimiento del crédito y no han lanzado un segundo paquete fiscal (para evitar sobrecalentamiento y burbuja de precios en activos). En este contexto se espera una moderación de la demanda interna que compensaría parcialmente la recuperación prevista de las exportaciones. Sin embargo, China mantendría su liderazgo con el mayor crecimiento mundial y en la demanda de materias primas.

Las economías de **Europa emergente**, apoyadas por los paquetes de ayuda financiera de los organismos multilaterales y por una mayor demanda de la Eurozona verían estabilizadas sus economías, siendo más lenta su recuperación debido a su mayor vulnerabilidad. Las economías de Europa Central y del Este se encuentran en un escenario recesivo, con una marcada caída para el presente año. Se espera que su desempeño esté por debajo de los países de Asia Emergente y América Latina. Los factores comunes a estos países serían una contracción de las exportaciones y un menor flujo de capitales a la región. La recuperación de estas economías gira en torno al desempeño de Europa Occidental, el destino más importante de sus exportaciones (dos tercios del total), así como a la mayor fuente de la inversión extranjera. Sin embargo, el FMI a través de sus programas de ayuda financiera contribuyó a amortiguar el impacto de la crisis. Latvia, Hungría, Rumanía y Serbia han recibido financiamiento, mientras que Polonia cuenta con un préstamo contingente (Línea de Crédito Flexible) el cual está dirigido a países con sólidos fundamentos macroeconómicos.

América Latina, luego de presentar la mayor caída en el primer semestre, estaría entrando en fase de recuperación apoyada por el mayor comercio mundial y el incremento de precios de *commodities*. Asimismo, se viene registrando una recuperación del consumo, particularmente en Brasil, como consecuencia del

apoyo fiscal y la expansión de las operaciones de crédito liderado por los bancos públicos. Por su parte, México, economía con alta dependencia del ciclo de EE.UU., se vería beneficiada por la mejora de la industria automotriz y las mejores perspectivas de EE.UU.



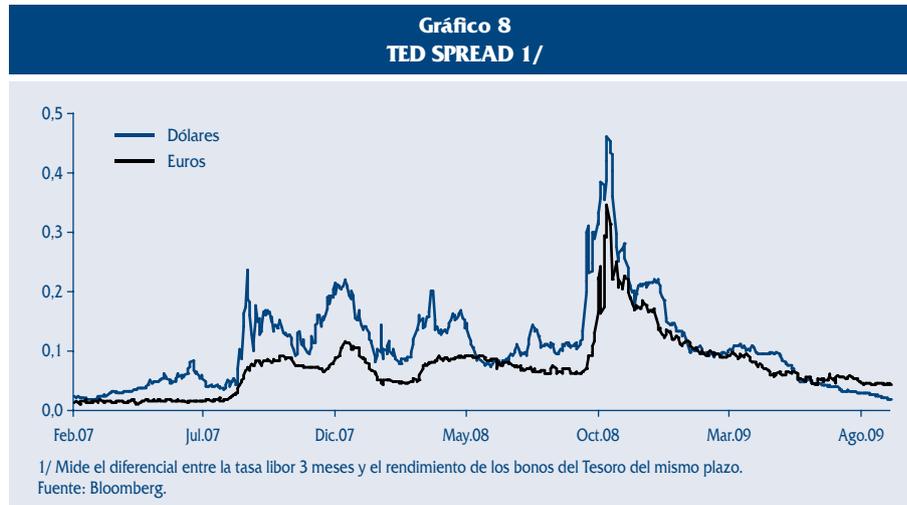
Mercados financieros

- En lo que va de 2009, particularmente en el segundo trimestre, las condiciones financieras de los mercados internacionales han mejorado significativamente.

El mercado de dinero se ha estabilizado rápidamente apoyado en las importantes inyecciones de liquidez de los bancos centrales, lo que se refleja en el mayor rendimiento de los bonos del Tesoro, tal como lo muestra el indicador del TED *spread* (mide el diferencial entre la tasa libor a 3 meses y el rendimiento de los bonos del Tesoro del mismo plazo) que ha regresado a niveles previos a la quiebra



de Lehman Brothers. Similar comportamiento se registra en la aversión al riesgo, medido por el índice VIX (*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*) que también ha disminuido significativamente.

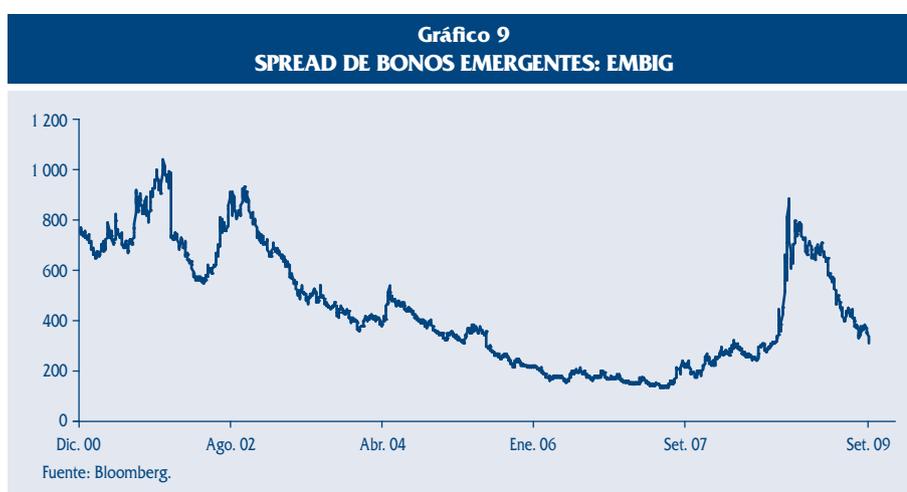


9. El proceso de estabilización del sistema bancario en las principales economías ha progresado debido a diversas acciones gubernamentales y a mejores perspectivas económicas. Esta mejora ha ido acompañada de importantes inyecciones de capital y se ha reflejado en estados financieros del sistema bancario con resultados mejores a los esperados durante el segundo trimestre. Sin embargo, no hay signos de una solución clara en el corto plazo sobre los activos tóxicos de la banca.

Cabe mencionar que la fuerte intervención de los bancos centrales en los mercados, a través de políticas monetarias no convencionales (*Quantitative Easing*), ha venido dando resultados favorables en la reducción de las tasas de interés de largo plazo. Entre los principales desarrollos de los últimos meses destaca el incremento del programa de compras de bonos del Banco de Inglaterra (BoE) por £ 50 mil millones (a un total de £ 175 mil millones). Asimismo, como parte de su programa de compras de US\$ 1,75 billones (US\$ 300 mil millones en compras de títulos del Tesoro y US\$ 1,45 billones en compras de títulos hipotecarios de las agencias que incluye derivados), la Reserva Federal de EE.UU. (FED) ha adquirido hasta el momento un total de US\$ 1,1 billones en activos.

Por otro lado, la FED ha extendido el lapso de duración de su línea de créditos para la compra de nuevas emisiones de *Asset Backed Security* (ABS) y *Commercial Mortgage Backed Security* (CMBS) (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF*) por tres meses más (hasta el cierre de marzo 2010, antes finalizaba al cierre de este año). Esta decisión se debería a que las condiciones crediticias en los mercados de activos titulizados (no hipotecarios residenciales) aún no se habrían normalizado.

La mejora en las condiciones financieras y la menor aversión al riesgo, que favorece la búsqueda de inversiones en activos alternativos, también se ha reflejado en un mayor acceso del sector corporativo y gubernamental a los mercados de capital. Las emisiones en el exterior de títulos de renta fija y variable, por parte de las economías emergentes, se han recuperado en el primer y segundo trimestre desde los niveles prácticamente nulos observados a fines del año pasado. Ello ha ido de la mano de una reducción de los *spreads*, tanto emergentes como corporativos de grado de inversión.



El ritmo de inyección de liquidez mundial ha disminuido conforme los mercados financieros han ido estabilizándose y ello se refleja, por ejemplo, en el menor incremento del balance de la FED, que en términos generales se ha mantenido alrededor de los US\$ 2 100 mil millones (promedios diarios).

Así por ejemplo, entre el cierre de abril y mediados de setiembre de este año, se observa un menor uso de las líneas de liquidez de corto plazo (*swaps* a los bancos centrales extranjeros y las subastas de crédito a plazo a la banca -TAF-, principalmente) y un menor saldo de los papeles comerciales, lo que ha sido compensado por las mayores compras de activos, títulos del Tesoro e hipotecas de las agencias (que incluyen derivados).

Sin embargo, para lo que resta del año, se espera un mayor incremento del balance dado el monto asignado al programa de compras de activos (US\$ 1,75 billones) y la mayor atención a las líneas de crédito para las emisiones de ABS y CMBS (*TALF*), que hasta la fecha han mostrado un menor ritmo de expansión.

10. La menor aversión al riesgo se ha reflejado en la depreciación del dólar. Esta menor aversión y los mejores resultados en los balances del sector corporativo de los mercados desarrollados así como la recuperación de los *commodities* en el caso de los emergentes contribuyeron al dinamismo de las bolsas mundiales.





Gráfico 10
PRINCIPALES BOLSAS EMERGENTES



CUADRO 3
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN
(En porcentaje)

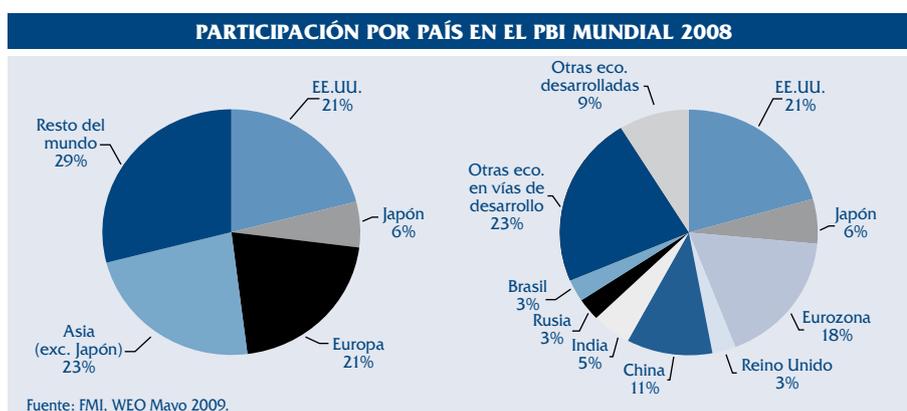
	Tasas de referencia			Inflación
	Set.08	Dic.08	Set.09	Var. 12 meses
América				
Brasil	13,75	13,75	8,75	4,36
Canadá	3,00	1,50	0,25	-0,80
Chile	8,25	8,25	0,50	-1,00
Colombia	10,00	9,50	4,50	3,13
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	-1,50
México	8,25	8,25	4,50	5,08
Perú	6,50	6,50	1,25	1,87
Europa/África				
Eurozona	4,25	2,50	1,00	-0,20
Hungría	8,50	10,00	8,00	5,00
Israel	4,25	2,50	0,75	3,10
Noruega	5,75	3,00	1,25	1,90
Polonia	6,00	5,00	3,50	3,70
Reino Unido	5,00	2,00	0,50	1,60
República Checa	3,50	2,25	1,25	0,20
Rumania	10,25	10,25	8,50	4,96
Sudáfrica	12,00	11,50	7,00	6,70
Suecia	4,75	2,00	0,25	-0,80
Suiza	2,75	0,50	0,25	-0,80
Turquía	16,75	15,00	7,75	5,33
Asia/Pacífico				
Australia	7,00	4,25	3,00	1,50
China	7,20	5,31	5,31	-1,20
Corea del Sur	5,25	3,00	2,00	2,16
Indonesia	9,25	9,25	6,50	2,75
Japón	0,50	0,10	0,10	-2,20
Malasia	3,50	3,25	2,00	-2,40
Nueva Zelanda	7,50	5,00	2,50	1,90
Tailandia	3,75	2,75	1,25	-1,00
Taiwán	3,50	2,00	1,25	-0,81

Fuente: Bloomberg.

RECUADRO 1

¿ES SUFICIENTE EL CRECIMIENTO DE CHINA PARA MANTENER EL DINAMISMO MUNDIAL?

La importancia de China en el PBI mundial se ha venido incrementando en los últimos años hasta alcanzar, en 2008, una participación de 11 por ciento en términos de paridad de poder de compra. Constituye, luego de EE.UU. y la Eurozona, la principal economía del mundo. Se estima que esta tendencia se irá acentuando y que, en 2025, China representará cerca del 20 por ciento³.



El crecimiento de China ha estado orientado hacia el comercio internacional, que ha sido fuertemente afectado por la crisis⁴. Para mantener su dinamismo, China implementó una serie de políticas fiscales y monetarias coordinadas, con la finalidad de incentivar el crecimiento de su demanda interna. La actividad económica, en particular la inversión, ha reaccionado positivamente a estos estímulos, permitiendo que, en el segundo trimestre de 2009, el PBI crezca prácticamente 8 por ciento en términos anualizados, tal como lo muestran sus principales indicadores.

CHINA: INDICADORES ECONÓMICOS

Indicador		Anterior	Esperado	Realizado
PBI real (var. % 2T09/2T08)	2T09	6,1%	7,8%	7,9%
PBI real (var. % trim. ajustado)	2T09	8,3%	-,-	14,9%
PMI manufactura	Ago	53,3	-,-	54
Producción industrial (var. % 12 meses)	Ago	10,8%	11,8%	12,3%
Inversión en activos fijos (var. % 12 meses)	Ago	32,9%	32,7%	33,0%
Indicador Líder de actividad	Jul.	102,6	-,-	103,2
Ventas a nivel minorista (var. % 12 meses)	Ago	15,2%	15,3%	15,4%
Exportaciones (var. % 12 meses)	Ago	-23,0%	-19,0%	-23,4%
Importaciones (var. % 12 meses)	Ago	-15,0%	-10,5%	-17,0%
M2 (var. % 12 meses)	Ago	28,4%	28,4%	28,5%
IPC (var. % 12 meses)	Ago	-1,8%	-1,3%	-1,2%
Reservas Internacionales (US\$ mil millones)	Jun.	1,9	2,0	2,1

Fuente: Bloomberg.

3 En 1980 China representaba apenas el 2 por ciento del PBI mundial medido en términos de poder de paridad de compra.

4 Las exportaciones representan cerca del 40 por ciento de su PBI y han venido cayendo desde octubre de 2008.





Sin embargo, luego de observar la reorientación del crecimiento de China, cabe preguntar cuáles son los límites y riesgos asociados a estas políticas; es decir, si son o no sostenibles, y si, además, son suficientes para apoyar el crecimiento de la economía mundial.

Con respecto a la sostenibilidad de las políticas, con el desarrollo y la implementación de las medidas fiscales y monetarias, algunas casas de inversión han venido señalando algunos potenciales riesgos en la economía china. En primer lugar, el elevado crecimiento del crédito puede originar una burbuja especulativa en el sector inmobiliario y en el mercado bursátil, con la consiguiente volatilidad en la bolsa china. Luego de recuperarse más de 80 por ciento entre diciembre de 2008 y julio de 2009, la bolsa ha registrado desde entonces una caída superior a 20 por ciento. Asimismo, el mayor crédito puede contribuir a crear presiones sobre el nivel de precios en la economía, aunque hasta ahora no se observa un aumento del nivel general de precios.

En segundo lugar, algunos analistas señalan la posibilidad de que la mayor producción no sólo refleje políticas de inversión pública sino también incentivos sectoriales a la producción que pueden no tener como contraparte una mayor demanda doméstica. Ello podría estar generando un exceso de capacidad, en particular si la demanda mundial no responde adecuadamente.

Por estos motivos, las autoridades habrían finalizado su ciclo de políticas de incentivos monetarios y no han visto necesario aplicar un nuevo paquete de estímulo fiscal. Por el contrario, han iniciado una serie de medidas legislativas con la finalidad de regular el sistema financiero, limitar el crecimiento del crédito y evitar que las inversiones de carácter especulativo puedan generar una burbuja de precios. Por ello, en la segunda parte de 2009, se espera que la actividad económica se modere por el lado del crédito doméstico.

Si bien China se constituye hoy en día como la economía más dinámica del mundo, sus fuentes domésticas, en particular el consumo, aún no representan una parte importante del PBI mundial. El consumo representa menos del 40 por ciento del PBI chino y equivale a la sexta parte del consumo de EE.UU. y su dinámica de mediano plazo podría verse limitada por la ausencia de reformas sociales (educación, seguridad social, salud) que dificulta la reducción del ahorro de las familias. Por su parte, la inversión privada estuvo creciendo a tasas superiores a 25 por ciento durante todo el periodo de la crisis⁵, por lo que es difícil que una reactivación económica provenga de una significativa expansión adicional de este componente, más allá del impulso dado en los gastos en infraestructura.

No obstante, China ha jugado un rol central en mantener el dinamismo de la actividad mundial durante la crisis, como principal demandante de materias primas y manufacturas aunque su principal impacto se ha generado en Asia, donde participa de manera activa en el comercio intrarregional⁶, permitiendo que ésta sea una de las primeras regiones que ha empezado a emerger de la crisis. Sin embargo, una recuperación global requeriría no sólo del crecimiento de China, sino también de un mayor dinamismo de la actividad económica, especialmente del consumo, en las economías desarrolladas.

5 La inversión en activos fijos viene creciendo más de 30 por ciento en términos anuales desde abril de 2009.

6 China importa productos de toda Asia por más de US\$ 660 mil millones y exporta productos por US\$ 650 mil millones.

II. Actividad Económica

11. Teniendo en cuenta que se espera una recuperación más rápida de la economía mundial que la prevista inicialmente y que el ciclo de desacumulación de inventarios en la actividad económica doméstica habría llegado a su término, se prevé una aceleración del crecimiento en el segundo semestre de este año, particularmente a partir del cuarto trimestre. Este mayor ritmo de actividad reflejaría también el impacto de la posición expansiva de la política monetaria y la política fiscal, así como una mayor confianza de los consumidores y empresarios acerca de la rapidez de la recuperación de la economía en los próximos trimestres. Sin embargo, dado el menor dinamismo de la actividad económica observado en el primer semestre del año, se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 3,3 por ciento en el Reporte de junio a 1,8 por ciento. Para los años 2010 y 2011, se espera un crecimiento del producto de 5,0 y 5,2 por ciento, respectivamente.

12. 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. El proceso de corrección de inventarios se ha expandido a casi todas las ramas de la industria nacional y se estima que alrededor de 3,7 puntos porcentuales de la reducción de 3,2 por ciento de la demanda interna en el primer semestre obedece a la contracción de inventarios. Por su parte, el deterioro de la actividad económica mundial se ha reflejado en una menor demanda por nuestros productos de exportación, principalmente aquellos que componen la manufactura no primaria.

Durante el primer semestre, la actividad económica también se vio afectada por una evolución más negativa de la inversión privada debido al reperfilamiento que se ha venido produciendo en el horizonte de varios proyectos de inversión. De igual manera, el dinamismo de la inversión pública en el primer semestre fue menor a lo esperado y se proyecta una aceleración de esta variable para el segundo semestre del año. Por su parte, el consumo privado continuó creciendo aunque a tasas menores debido a la reducción del ingreso nacional disponible; no obstante, continuó el dinamismo del empleo con un crecimiento de 1,1 por ciento a junio.

13. Indicadores recientes muestran signos positivos de recuperación, entre los que destacan la recuperación de despachos de cemento, la demanda de electricidad y el volumen de importaciones.





Gráfico 11
INDICADOR DE ELECTRICIDAD DESESTACIONALIZADO
(En GWH)



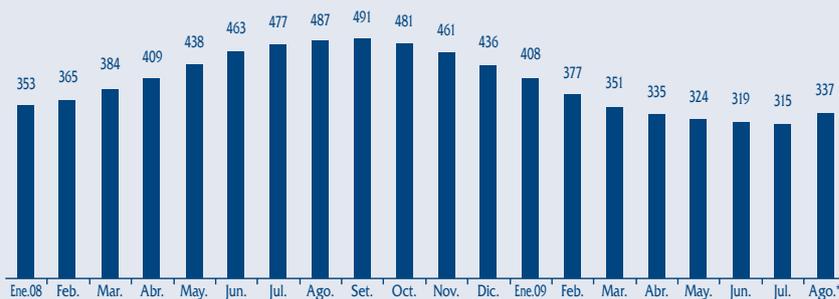
* Al 16 de setiembre.
Fuente: COES.
Elaboración: BCRP.

Gráfico 12
DESPACHOS LOCALES DE CEMENTO DESESTACIONALIZADOS
(En miles de T.M.)



Fuente: Asocem.
Elaboración: BCRP.

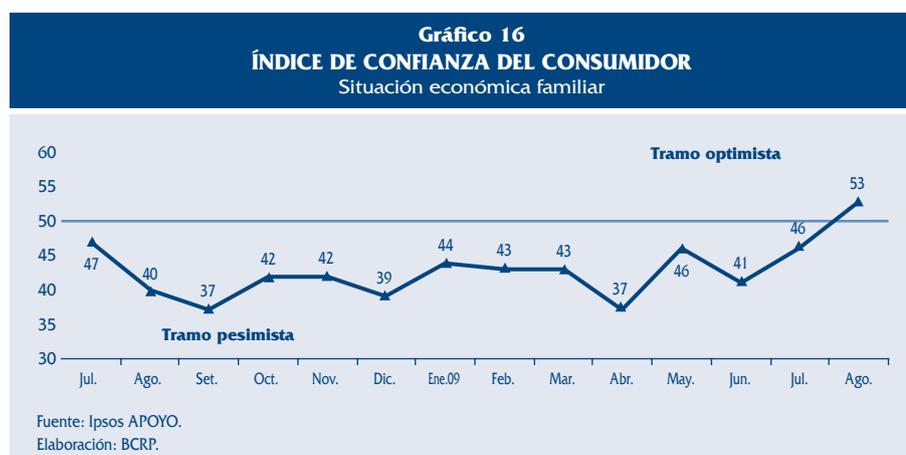
Gráfico 13
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL DESESTACIONALIZADAS
(Índice de volumen)



* Proyección.
Fuente: Sunat.
Elaboración: BCRP.



14. Con respecto a la confianza empresarial, se ha revertido la tendencia negativa registrada entre octubre de 2008 y abril de 2009, ubicándose desde mayo de este año en el tramo optimista. Ello refleja la recuperación de la confianza de los empresarios que en agosto se elevó a 63 puntos.





15. Para 2009 las proyecciones macroeconómicas del sector privado prevén un crecimiento del PBI entre 1,8 y 2,5 por ciento. Para 2010 las previsiones oscilan entre 4,0 y 4,3 por ciento, en tanto que para 2011 se ubican entre 5,0 y 5,2 por ciento.

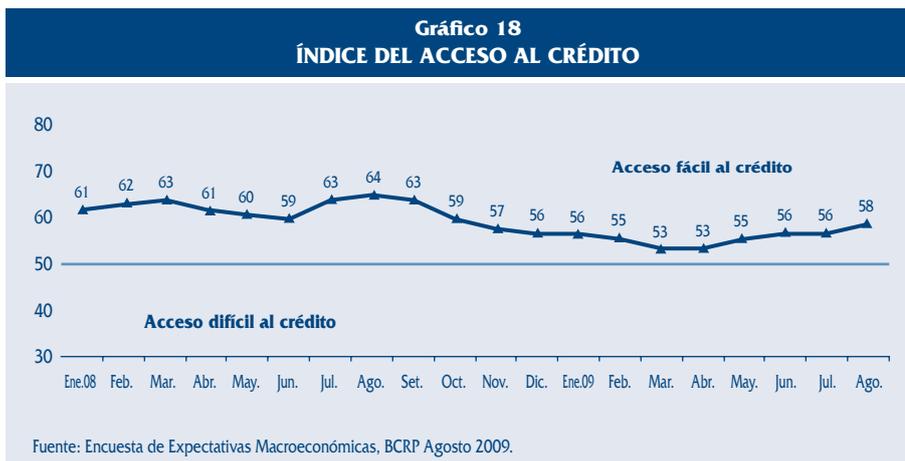
CUADRO 4
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:
CRECIMIENTO DEL PBI (%)

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

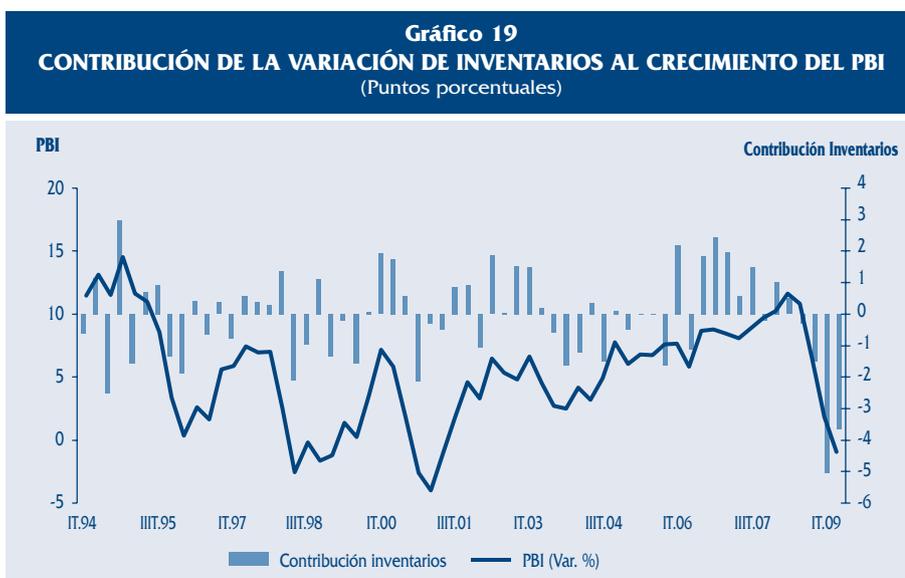
16. El índice de situación financiera se ha mantenido en 54 puntos en promedio desde inicios del año. Según la encuesta de Expectativas Macroeconómicas, la mayoría de empresas considera su situación financiera como buena o normal y señalan no tener problemas con el acceso al crédito, toda vez que el índice continúa situándose en el tramo de acceso fácil al crédito. Más aún, según la encuesta hecha a empresas grandes, en los últimos tres meses el porcentaje de empresas con dificultades en el acceso al crédito ha venido decreciendo.

Gráfico 17
ÍNDICE DE LA SITUACIÓN FINANCIERA





17. Para 2009 se proyecta que la demanda interna disminuya 0,4 por ciento 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 del consumo privado (2,5 por ciento) y una caída de la inversión privada (10,3 por ciento), lo que sería compensado parcialmente por un alto dinamismo de la inversión pública (40,0 por ciento).



18. Se prevé una tasa de crecimiento del PBI de 5,0 por ciento para 2010 y de 5,2 por ciento para 2011, 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 INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09
1. Demanda interna	13,3	12,3	-3,2	2,4	-0,4	5,7	5,9	5,8	5,7
a. Consumo privado	8,8	8,7	3,0	2,5	2,5	3,6	3,3	4,2	4,2
b. Consumo público	3,3	1,8	6,4	6,8	9,5	3,4	4,0	3,6	3,0
c. Inversión privada	27,0	25,6	-10,4	2,5	-10,3	6,1	4,2	6,2	9,2
d. Inversión pública	63,5	42,8	16,7	49,4	40,0	14,7	15,6	11,4	7,2
2. Exportaciones	12,7	8,2	-2,8	-1,3	-2,7	5,5	4,7	9,6	6,1
3. Importaciones	23,9	19,9	-18,6	-4,7	-11,6	6,2	9,2	9,2	8,3
4. Producto Bruto Interno	11,1	9,8	0,3	3,3	1,8	5,5	5,0	5,7	5,2

RI: Reporte de Inflación.

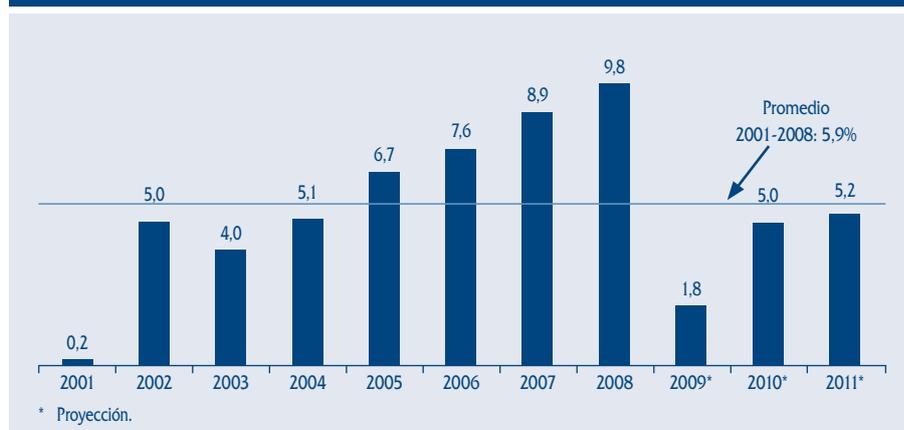
* Proyección.

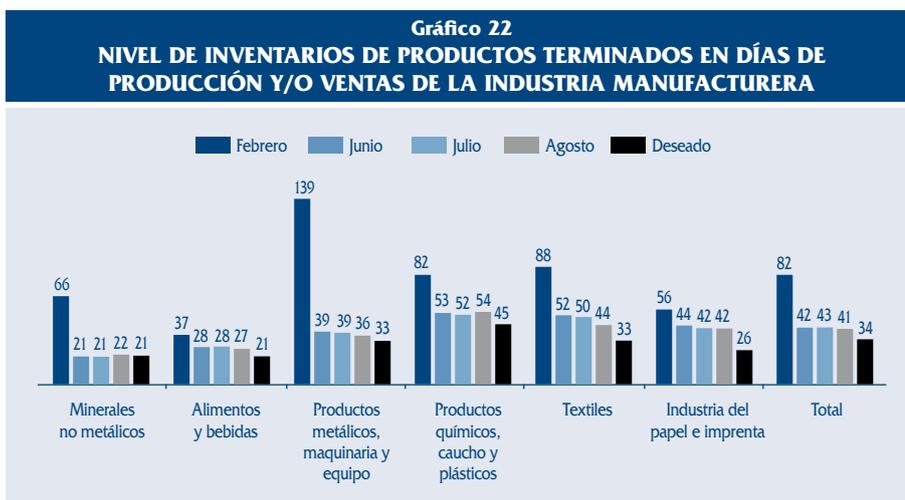
CUADRO 6
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI

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

* Proyección.

Gráfico 20
TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

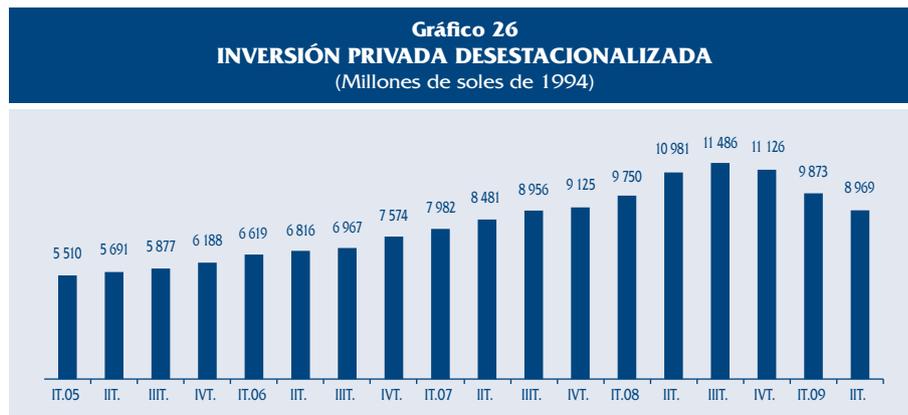
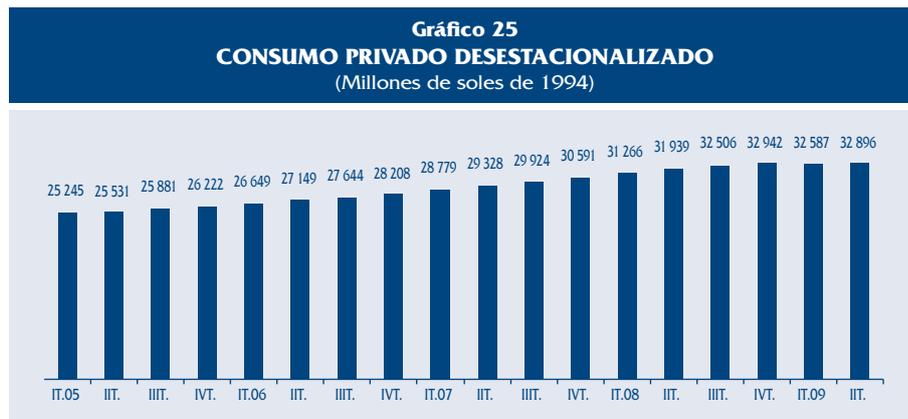






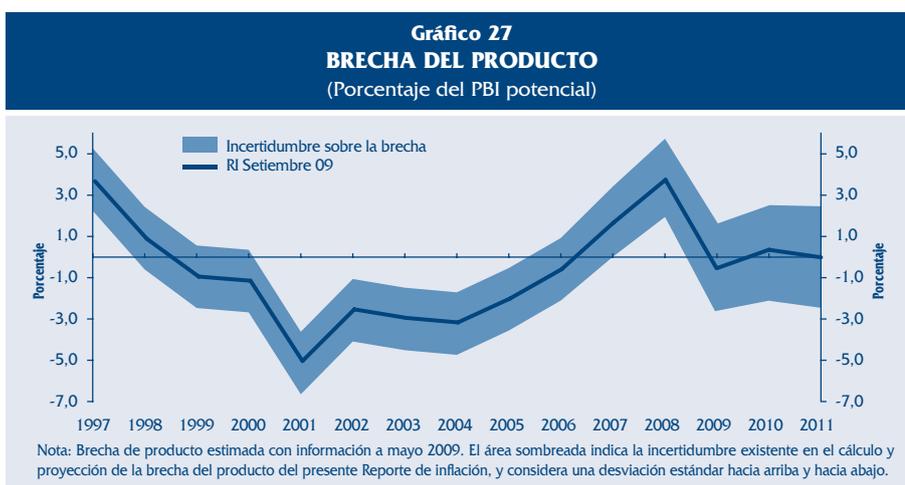
PBI desestacionalizado

19. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, mostró una caída durante los dos primeros trimestres del año como reflejo de la agudización de la crisis financiera internacional. No obstante variables como el empleo y el consumo continúan mostrando niveles similares a los de 2008.



PBI potencial

20. La proyección de crecimiento del PBI para el periodo 2009-2011 es consistente con una brecha del producto negativa para este año; es decir, con 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.



Durante el periodo 2000-2009 se estima que el PBI crecería a una tasa promedio de 5 por ciento, por encima del promedio de las décadas anteriores. La inversión privada y los aumentos de productividad fueron los principales factores que explicaron el crecimiento de la economía peruana.

CUADRO 7
CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO
(Contribuciones %)

	Capital	PEA	Productividad	PBI
1980-1989	1,4	1,6	-3,5	-0,5
1990-1999	1,2	1,5	1,5	4,1
2000-2009	1,4	1,4	2,6	5,4





El desarrollo de un entorno macroeconómico y jurídico estable, un mayor acceso al crédito, nuevas fuentes de financiamiento, así como la profundización del mercado de capitales, favorecieron el crecimiento de la inversión privada durante los últimos diez años. Asimismo, la política de apertura comercial, junto a la mayor inversión privada y el desarrollo de infraestructura, permitieron aumentos importantes de productividad durante el mismo periodo, con un crecimiento de 2,6 por ciento, muy por encima de lo registrado en décadas pasadas.

De materializarse la recuperación de los mercados internacionales, las políticas de los últimos años, orientadas al desarrollo de un clima favorable para los negocios, alentarán el crecimiento de la inversión privada. De igual manera, acciones orientadas a mejorar la productividad acompañada de reformas orientadas a potenciar el capital humano, la eficiencia del mercado laboral, el desarrollo del mercado de capitales y la reducción de sobrecostos asociados a la baja calidad de las instituciones e imperfecciones regulatorias, aumentarán los retornos del capital y de la productividad. A esto se suman los beneficios derivados del desarrollo de infraestructura, tanto a través de inversión pública como de concesiones de puertos, aeropuertos, líneas ferroviarias y redes viales.

Bajo este escenario, se estima que la senda de crecimiento del producto potencial se mantenga para los próximos años en el rango del 5 y 6 por ciento.

Componentes del gasto agregado

21. 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 (1,0 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).

CUADRO 8
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09
1. Producto bruto interno	11,3	9,8	0,3	3,3	1,8	5,5	5,0	5,7	5,2
2. Producto nacional bruto	10,8	12,2	4,8	5,2	2,5	5,9	4,3	6,1	5,8
3. Ingreso nacional bruto	8,9	8,5	0,7	2,4	1,2	5,8	5,2	6,1	5,6
4. Ingreso nacional disponible 1/	8,7	8,2	0,6	2,1	1,0	5,8	5,2	6,1	5,7

RI: Reporte de Inflación

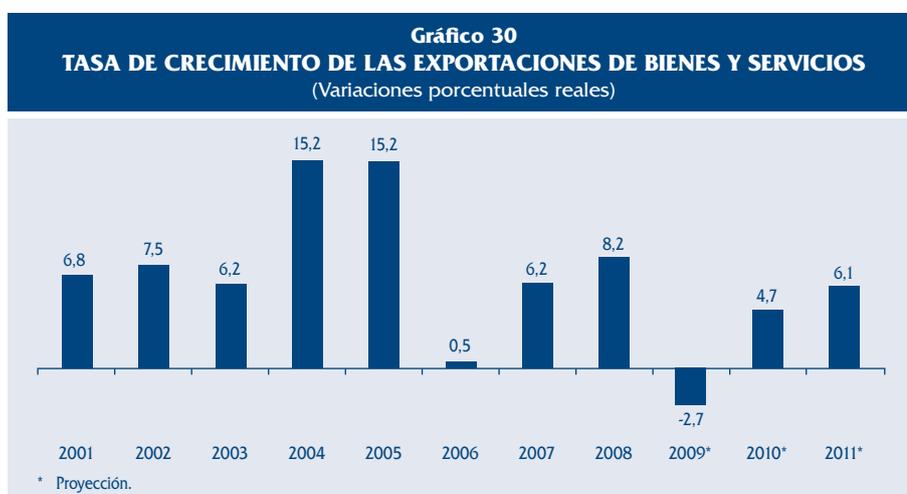
* Proyección

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

Para 2010 y 2011, el ingreso nacional disponible crecería 5,2 y 5,7 por ciento, respectivamente, en línea con la recuperación esperada de la economía. Con dicho entorno, el consumo privado crecería 3,3 por ciento en 2010 y 4,2 por ciento en 2011.

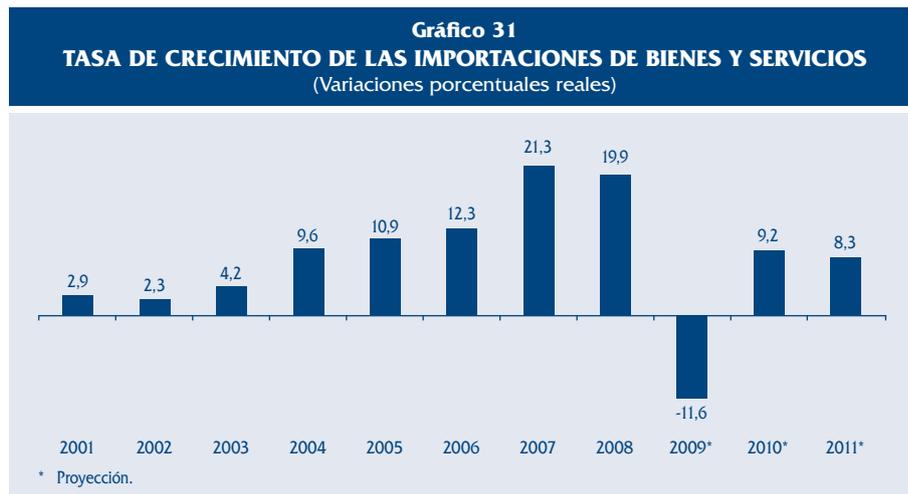


22. Las exportaciones reales de bienes y servicios se reducirían 2,7 por ciento en 2009 debido principalmente al menor dinamismo de las exportaciones no tradicionales en un contexto de menor demanda mundial. Se espera que las exportaciones se recuperen en 2010-2011 considerando las perspectivas de mejores precios internacionales y una recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones. Además, la proyección considera un mayor acceso a mercados externos a través de acuerdos comerciales, los que favorecerían a los productos no tradicionales.





23. Para el año 2009 se prevé una desaceleración de las importaciones reales debido a un menor ritmo de crecimiento de las importaciones de insumos 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 9,2 y 8,3 por ciento, respectivamente, en línea con el mayor crecimiento de la economía.



24. Para 2009 se espera una caída de 10 por ciento de la inversión privada explicada principalmente por la contracción registrada en el primer semestre debido al reperfilamiento que se ha venido dando en el horizonte de varios proyectos de inversión, como resultado de la desaceleración económica y la incertidumbre asociada a la crisis económica internacional. Sin embargo, tomando en consideración la recuperación prevista tanto de la economía mundial cuanto de la economía doméstica a partir del segundo semestre, se prevé que durante el periodo 2010-2011 la inversión privada crezca a tasas de 4 y 9 por ciento.



Este ritmo de crecimiento de la inversión incrementará el acervo de capital de la economía y su productividad, lo cual favorecerá un aumento del producto potencial para los siguientes años. Parte de este impulso provendrá de proyectos de inversión privada anunciados para los próximos cinco años. A estos proyectos se les suman los anuncios de concesiones previstas por Proinversión. En total, para el periodo 2009-2011, se contemplan proyectos de inversión por US\$ 27 mil millones.

CUADRO 9
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN
(Millones de US\$)

Sector	Total Inversiones			Total
	2009	2010	2011	
Minería e Hidrocarburos	3 079	5 243	7 082	15 404
Electricidad	837	741	684	2 262
Transporte y Telecomunicaciones	691	466	209	1 366
Industrial	846	1 332	999	3 177
Otros Sectores	2 309	1 793	681	4 783
Total	7 762	9 575	9 655	26 992

CUADRO 10
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN EN CONCESIÓN

Proyecto	Sector	Localización	Inversión Estimada (millones US\$)
Gasoducto a Chimbote (Gas Natural)	Energía	Sierra Centro / Costa Norte	1300
Autopista del Sol, tramo Trujillo - Sullana *	Transporte	La Libertad, Lambayeque, Piura	170
Terminal Portuario de Paita *	Puertos	Piura	233
Terminal Portuario de San Martín - Pisco	Puertos	Ica	108
Terminal Portuario de Salaverry	Puertos	La Libertad	134
Planta Térmica de 400 a 600 Mw en Las Malvinas	Energía	Cusco	500
Energía de Nuevas Centrales Hidroeléctricas	Energía	Nivel Nacional	650
Línea de transmisión Zapallal - Trujillo 500 Kv	Telecomunicaciones	Trujillo	300
Banda 1900 Mhz	Telecomunicaciones	Nivel Nacional	350
Internet	Telecomunicaciones	Nivel Nacional	220

* Entregado en concesión durante 2009.





CUADRO 11
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSION PRIVADA

SECTOR	EMPRESA	PAÍS	NOMBRE DE PROYECTO	DURACION	
				INICIO OBRAS	INICIO OPERATIVIDAD / PRODUCCION
Minería	Northern Peru Copper	China	Galeno	2011	2013
Minería	Minera Peru Copper S.A.	China	Toromocho	2010	2012
Minería	Anglo American Quellaveco S.A.	Reino Unido	Quellaveco	2010	2014
Minería	Rio Blanco Copper S.A.	China	Río Blanco	2009	2014
Minería	Southern Peru Copper	México	Fundición y Refenería de Ilo - Toquepala - Cuajone	2008	2011
Minería	Shougang Group Hierro Perú	China	Marcona	2008	2011
Minería	Rio Tinto Minera Peru Limitada SAC	Reino Unido	La Granja	2009	2014
Minería	Southern Peru Copper	México	Tía María	2008	2012
Minería	Xstrata Tintaya S.A.	Suiza	Antapaccay	2008	2011
Minería	Anglo American	Reino Unido	Michiquillay	2009	2015
Hidrocarburos	Perú LNG	Estados Unidos	Camisea II	2007	2010
Hidrocarburos	Perenco Peru Limited	Singapur	Lote 67	2009	2013
Hidrocarburos	Petrobras - PetroPerú	Brasil	Planta Petroquímica	2009	2011
Hidrocarburos	Kuntur Transportadora de Gas	Estados Unidos	Gasoducto Andino del Sur	2010	2012
Hidrocarburos	CF industries	Estados Unidos	Planta Petroquímica	2010	2013
Electricidad	ELECTROBRAS	Brasil	Cinco proyectos hidroeléctricos	2009	2014
Electricidad	ENDESA	España	Central Hidroeléctrica Santa Rosa; Otros	2008	2009
Telecomunicaciones	Telefónica del Perú	España	Ampliación de red móvil y banda ancha	2008	2010
Telecomunicaciones	CLARO Perú S.A.C.	México	Obras en Telefonía Móvil	2008	2010
Infraestructura	Dubai Ports World Callao	Emiratos Árabes	Muelle Sur	2008	2011
Infraestructura	Odebrecht	Brasil	IIRSA Sur y Norte	2008	2010
Infraestructura	Chancay Port	Perú	Megapuerto Multipropósitos	2008	2011
Industrial	SIDERPERÚ	Perú	Horno	2010	2012
Industrial	Votorantim Metais - Cajamarquilla S.A.	Brasil	Refinería Cajamarquilla	2008	2011
Industrial	Vale do Rio Doce (CVRD)	Brasil	Fosfatos de Bayóvar	2008	2010
Industrial	Aceros Arequipa	Perú	Ampliaciones y modernización de planta	2008	2010

Fuente: Ministerio de Energía y Minas, medios de prensa e informaciones de las propias empresas.

25. Para 2009 se proyecta que la inversión pública crecería 40 por ciento de acuerdo a lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual Revisado (MMM) publicado recientemente. En 2010 el crecimiento sería de 16 por ciento mientras que para 2011 sería de 7 por ciento.



Producción sectorial

26. En el primer semestre 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 semestre de 2008.

Sin embargo, algunos indicadores de actividad empiezan a mostrar signos positivos de recuperación, entre los que destacan la manufactura no primaria, manufactura orientada a la construcción, bienes de consumo masivo y la industria textil.





Gráfico 35
MANUFACTURA ORIENTADA A LA CONSTRUCCIÓN, DESESTACIONALIZADA
(Millones de nuevos soles a precios de 1994)



Gráfico 36
BIENES DE CONSUMO MASIVO DESESTACIONALIZADOS
(Millones de nuevos soles a precios de 1994)



Gráfico 37
INDUSTRIA TEXTIL DESESTACIONALIZADA
(Millones de nuevos soles a precios de 1994)

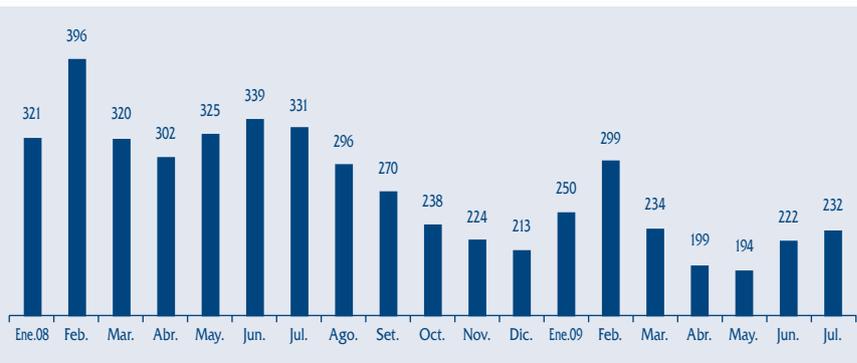


Gráfico 38
PRODUCTOS QUÍMICOS, CAUCHO Y PLÁSTICOS DESESTACIONALIZADO
 (Millones de nuevos soles a precios de 1994)

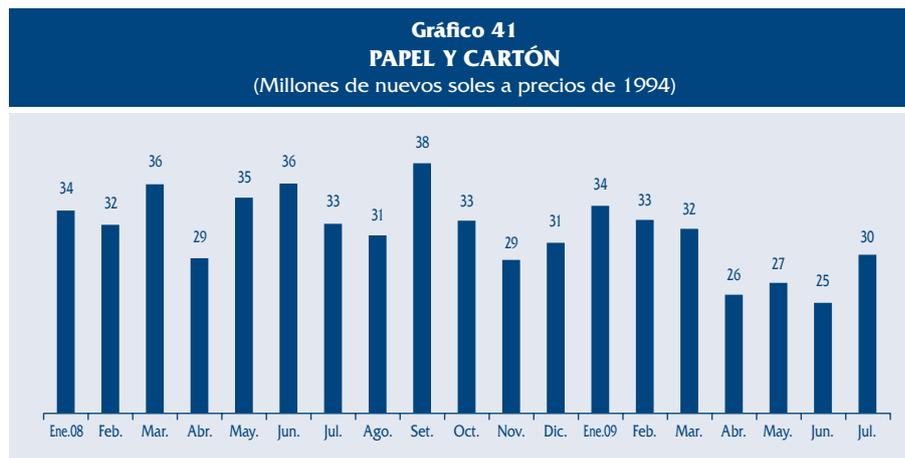


Gráfico 39
MANUFACTURAS DIVERSAS DESESTACIONALIZADA
 (Millones de nuevos soles a precios de 1994)



Gráfico 40
ENVASES DE PAPEL Y CARTÓN
 (Millones de nuevos soles a precios de 1994)





CUADRO 12
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem	Año	I Sem.	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09	RI Jun. 09	RI Set. 09
Agropecuario	6,3	7,2	2,5	2,9	3,2	5,2	3,4	5,2	3,6
Agrícola	7,0	7,4	1,3	1,3	2,6	5,0	2,9	5,0	3,5
Pecuaria	5,1	7,0	4,7	5,5	4,1	5,6	4,2	5,5	4,2
Pesca	5,3	6,2	-12,5	-3,7	-6,5	4,5	0,1	4,9	0,4
Minería e hidrocarburos	8,1	7,6	2,1	1,7	0,2	4,6	3,3	8,0	6,9
Minería metálica	8,7	7,3	-0,2	0,0	-1,6	3,7	2,0	7,9	3,1
Hidrocarburos	3,5	10,3	23,2	13,7	16,4	11,8	35,8	9,0	13,1
Manufactura	10,9	8,7	-8,3	-1,6	-4,7	5,3	5,0	5,9	5,5
Procesadores de recursos primarios	8,6	7,6	1,4	4,1	2,3	6,3	3,6	5,6	4,4
Manufactura no primaria	11,3	8,9	-10,2	-2,9	-6,0	5,0	5,7	6,0	5,5
Electricidad y agua	8,8	7,7	0,7	2,5	0,8	6,0	4,6	6,0	5,5
Construcción	20,3	16,5	1,9	7,4	7,4	8,9	8,4	7,5	8,9
Comercio	14,0	13,0	-1,0	3,2	0,5	4,4	4,9	5,0	5,0
Otros servicios	10,6	9,3	2,9	4,9	3,7	5,7	5,0	5,5	4,8
PRODUCTO BRUTO INTERNO	11,1	9,8	0,3	3,3	1,8	5,5	5,0	5,7	5,2
Primario	7,2	7,4	1,7	2,5	1,7	5,2	3,3	6,2	4,8
No Primario	11,9	10,3	0,0	3,5	1,8	5,6	5,3	5,6	5,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Los sectores no primarios mostraron una fuerte desaceleración respecto al crecimiento observado el año pasado debido a la caída de la manufactura no primaria y del comercio, así como a la fuerte desaceleración del sector construcción. En la caída observada en la manufactura no primaria (10 por ciento), incidió la desacumulación de inventarios que vienen enfrentando las empresas para equilibrar la producción con las nuevas condiciones de menor demanda, producto de la crisis financiera internacional y la consecuente caída de la demanda externa.



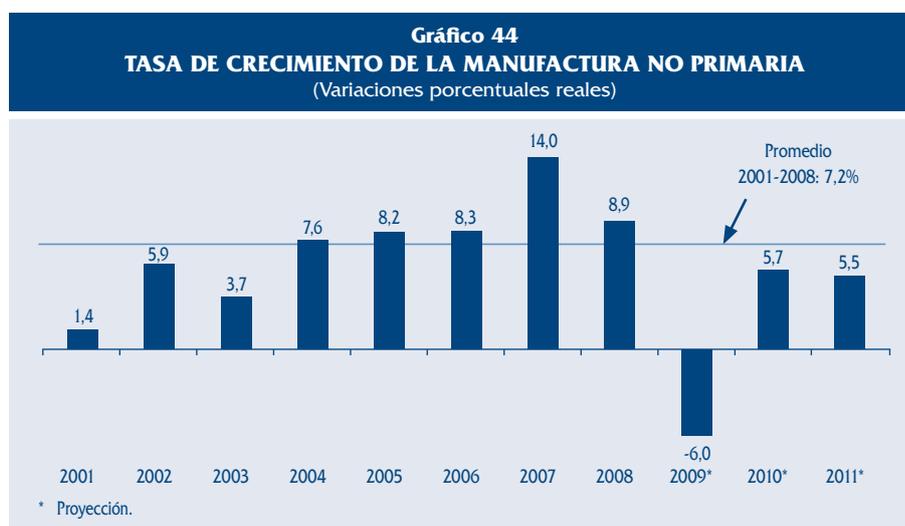
27. Para el año 2009 se proyecta que los sectores no primarios reducirían su crecimiento a 1,8 por ciento, frente al crecimiento de 10,3 por ciento que se observó en 2008. Esta proyección se sustenta principalmente en la caída de la demanda externa por productos manufacturados, en la continuación del proceso de ajuste de inventarios





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. A partir del segundo semestre se espera una recuperación paulatina de la demanda tanto interna como externa. El sector construcción mostraría un mayor dinamismo 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.

Para 2010 y 2011 se proyecta un crecimiento de la manufactura no primaria de 5,7 y 5,5 por ciento, respectivamente, debido a la recuperación de la demanda interna y externa, en un contexto de recuperación de la economía mundial.



Para 2009, se prevé una desaceleración del sector agropecuario determinada por el menor crecimiento de la producción orientada al mercado externo y la agroindustria.

Para 2010-2011 el escenario base asume la presencia de un evento “El Niño” leve. En el caso de la minería se prevé la estabilización en la producción de Yanacocha. Asimismo, se espera una mayor producción de hidrocarburos líquidos en el Lote 56 y en pozos del Lote Z-1, además de una mayor producción de gas por Camisea en el Lote 88, cuyo máximo de operación se alcanzaría en 2010.

RECUADRO 2

AVANCES Y AGENDA PENDIENTE EN COMPETITIVIDAD

La edición 2009-2010 del ranking de clima de negocios *Doing Business* del Banco Mundial ubica al Perú en la posición 56 entre 183 economías evaluadas, lo que implica una mejora de 9 puestos con respecto al del año pasado. En el mismo sentido, en el ranking de competitividad del Foro Económico Mundial la economía peruana registra un ascenso de 5 puestos, lo que nos

ubica en el puesto 78 entre 133 países analizados. A pesar de sus diferencias metodológicas, el análisis complementario de estos rankings es una herramienta para describir las mejoras en la competitividad nacional⁷.

Doing Business 2010

El clima de negocios es definido como el conjunto de factores institucionales que configuran los incentivos que inducen al sector privado a invertir en proyectos socialmente deseables. El Banco Mundial publica desde el año 2004 el ranking *Doing Business* considerado actualmente como el estándar internacional para el análisis del clima de negocios a nivel microeconómico. El ranking analiza diez áreas específicas de naturaleza microeconómica que involucran las diversas etapas del desarrollo de una empresa, desde la apertura hasta el cierre del negocio.

PERÚ: DOING BUSINESS				
Facilidad para hacer negocios (Ubicación general)		2009	2010	Mejora
		65	56	9
Ventajas	Acceso al crédito	12	15	-3
	Protección al inversionista	19	20	-1
	Registro de propiedad	40	28	12
Áreas a mejorar	Pago de impuestos	84	87	-3
	Facilidad para comercio exterior	98	91	7
	Cierre de empresas	99	99	0
	Apertura de empresas	117	112	5
	Contratación laboral	161	112	49
	Cumplimiento de contratos	119	114	5
	Permisos de construcción	114	116	-2

Nota: Ubicación relativa entre 183 países. El ranking 2009 fue recalculado para incluir cambios metodológicos y la adición de dos países. Los indicadores en los que Perú mejoró su ubicación relativa están resaltados.

Con respecto al año previo, Perú mejora en cinco áreas: contratación de trabajadores (49 puestos), registro de propiedad (12 puestos), facilidad para el comercio exterior (7 puestos), cumplimiento de contratos y apertura de empresas (5 puestos en ambos casos). Cabe resaltar que no se registra un deterioro significativo de la ubicación relativa en ningún área analizada por *Doing Business*.

La mejora de la ubicación general de Perú se explica principalmente por los avances registrados en el área de contratación laboral, escalando 49 puestos en relación al año previo, debido a las reformas que introdujo la Ley MYPE (menor costo de despido y reducción del periodo vacacional, entre otros). Cabe mencionar que la mejora en el área de contratación laboral es significativa, pues éste era el componente donde Perú mostraba su mayor rezago relativo.

Asimismo, *Doing Business* destaca cinco reformas adicionales recientes: i) facilitación del pago electrónico de tributos municipales, ii) operación de grúas pórtico en el puerto del Callao,

7 La Nota de Estudios 01-2008 del BCR presenta una descripción general de la metodología de cada ranking.





iii) disponibilidad de formas electrónicas y empleo de la planilla electrónica, iv) introducción de fechas límites que aceleran los plazos de ejecución de procesos judiciales y de notificación judicial electrónica y v) habilitación de software gratuito para el pago del IGV.

En cuanto a nuestra ubicación relativa, el Perú se encuentra en el quinto superior a nivel mundial en tres áreas: acceso al crédito (puesto 15), protección al inversionista (puesto 20) y registro de propiedad (puesto 28). Existe aún margen para mejorar en siete áreas: pago de impuestos (puesto 87), facilidad para el comercio exterior (puesto 91), cierre de empresas (puesto 99), apertura de empresas (puesto 112), contratación de trabajadores (puesto 112), cumplimiento de contratos (puesto 114) y obtención de licencias de construcción (puesto 116).

Adicionalmente, *Doing Business* monitorea el número de reformas orientadas a eliminar las trabas microeconómicas para el clima de negocios. A diferencia de años previos en que casi no registró reformas mayores, Perú fue parte de la tendencia reformadora mundial y registró seis reformas significativas en el periodo analizado (junio 2008-mayo 2009). De esta forma, Perú fue el quinto país a nivel mundial con más reformas implementadas durante el año previo y es el tercer país a nivel regional con más reformas emprendidas entre 2004 y 2009.

Global Competitiveness Report 2009-2010

El Índice de Competitividad Global (ICG) es un indicador anual elaborado por el Foro Económico Mundial desde el año 2005, que tiene como objetivo capturar los fundamentos microeconómicos y macroeconómicos de la competitividad nacional. En particular, el ICG mide la competitividad nacional mediante el análisis de tres subíndices: i) requerimientos básicos, ii) refuerzos de la eficiencia y iii) factores de innovación y sofisticación. Estos tres subíndices se componen por doce pilares de la competitividad y 110 indicadores que son la fuente primaria para su construcción.

PERU: GLOBAL COMPETITIVENES			
Índice de Competitividad Global (Ubicación general)	2008-2009	2009-2010	Mejora
	83	78	5
A. Requerimientos básicos	94	88	6
1. Instituciones	101	90	11
2. Infraestructura	110	97	13
3. Estabilidad macroeconómica	67	63	4
4. Salud y educación primaria	95	91	4
B. Refuerzos a la eficiencia	69	59	10
5. Educación superior y capacitación	89	81	8
6. Eficiencia del mercado de bienes	61	66	-5
7. Eficiencia del mercado laboral	75	77	-2
8. Sofisticación del mercado financiero	45	39	6
9. Preparación tecnológica	87	77	10
10. Tamaño del mercado	50	46	4
C. Factores de innovación y sofisticación	83	85	-2
11. Sofisticación empresarial	67	68	-1
12. Innovación	110	109	1

La mejora del Perú en el último año se explica por avances en requerimientos básicos (6 puestos) y refuerzos a la eficiencia (10 puestos). En particular, los pilares que registran los mayores avances son: infraestructura (13 puestos), instituciones (11 puestos), preparación tecnológica (10 puestos), educación superior y capacitación (8 puestos) y sofisticación del mercado financiero (6 puestos).

En cuanto a nuestra posición relativa, destaca positivamente la calificación de Perú en el subíndice de refuerzos a la eficiencia (puesto 59). Sin embargo, Perú está calificado en el cuarto quintil a nivel global en los subíndices de requerimientos básicos e innovación y sofisticación (puestos 88 y 85, respectivamente). A nivel de los pilares de competitividad, el Perú se encuentra bien evaluado en cinco pilares, aunque se encuentra rezagado en siete de los doce pilares (instituciones, infraestructura, salud y educación primaria, educación superior y capacitación, mercado laboral, preparación tecnológica e innovación).

Consideraciones finales

Las mejoras en la competitividad del país implican un mayor atractivo a la inversión y al desarrollo empresarial, elementos que se traducen en una mayor productividad y crecimiento potencial de la economía.

Si bien el país registró mejoras de competitividad durante el año previo, la posición relativa global de Perú (entre segundo y tercer quintil a nivel mundial) demanda la aceleración de reformas estructurales.

Los avances logrados hasta la fecha y las políticas públicas que el gobierno se ha propuesto aplicar en el corto plazo, en lo que respecta a impulso a la inversión pública, concesión de infraestructura y mejora del clima de negocios, deben ser complementados por reformas en siete áreas estructurales fundamentales:

- i. Fortalecer y reformar instituciones (instituciones políticas, derechos de propiedad, solución de conflictos judiciales, entre otros).
- ii. Reducir las brechas de infraestructura.
- iii. Mejorar la provisión de servicios de salud.
- iv. Elevar la calidad de la educación primaria y superior.
- v. Aumentar la flexibilización del mercado laboral.
- vi. Promover la capacitación laboral.
- vii. Promover la capacidad de adopción tecnológica y la inversión en investigación y desarrollo.

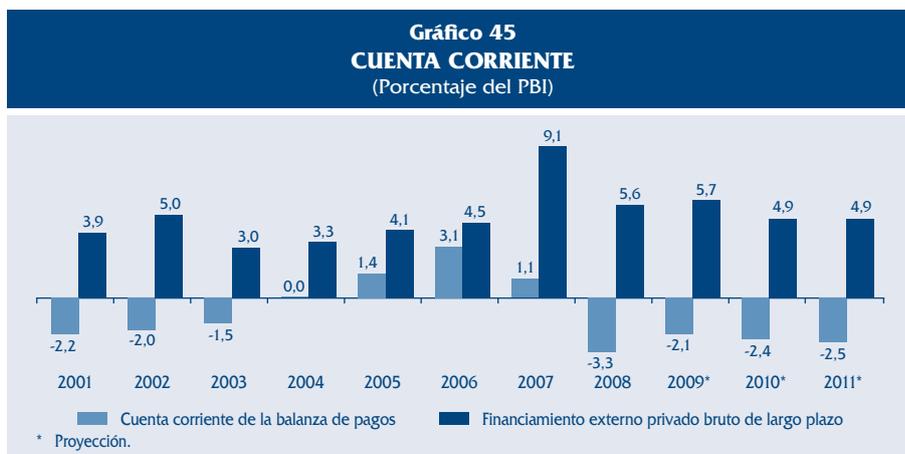




III. Balanza de Pagos

28. Considerando la recuperación observada en los términos de intercambio durante el segundo trimestre del año, se ha revisado la proyección de cuenta corriente hacia un menor déficit durante todo el horizonte de proyección. Las proyecciones de demanda mundial, si bien continúan siendo negativas para **2009**, muestran una mejora respecto a lo proyectado en junio y favorecen una menor caída de las exportaciones no tradicionales. Con ello, se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente para el año 2009 de 3,2 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de junio a 2,1 por ciento. Esta proyección asume que la mejora en las exportaciones sería atenuada con la recuperación de las importaciones hacia el final del año, impulsadas por la demanda doméstica.
29. En el año **2010** el déficit de cuenta corriente aumentaría respecto a 2009, considerando el mayor crecimiento de la economía doméstica y su impulso sobre el volumen de importaciones, lo cual sería atenuado por las mejores proyecciones de precios internacionales, la recuperación de la demanda externa por exportaciones no tradicionales y el inicio de exportaciones de gas natural licuefactado de Camisea. Para el año **2011** se prevé que el déficit de cuenta corriente se mantendría estable debido al inicio de operaciones de proyectos mineros (incluyendo ampliaciones de Southern), así como la operación durante un año completo del proyecto de exportación de Camisea. Estos factores compensarían el aumento de la demanda por importaciones, principalmente por bienes de capital, destinados a importantes proyectos de inversión en el sector minero, cuya construcción tendría lugar durante el horizonte de proyección.

La cuenta financiera hace sostenible el resultado de la cuenta corriente, debido a que durante el horizonte de proyección los flujos de capitales privados de largo plazo estarían cercanos al 5 por ciento del PBI, excediendo el monto de los requerimientos externos.



CUADRO 13									
BALANZA DE PAGOS									
(Millones de US\$)									
	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
I. BALANZA CUENTA CORRIENTE	-2 429	-4 180	-374	-4 012	-2 634	-4 247	-3 356	-3 951	-3 710
Porcentaje del PBI	-3,7	-3,3	-0,6	-3,2	-2,1	-3,1	-2,4	-2,6	-2,5
1. Balanza comercial	2 425	3 090	1 728	1 145	3 723	1 013	4 376	1 406	3 951
a. Exportaciones	16 241	31 529	11 436	24 596	26 025	27 097	30 057	30 568	32 422
b. Importaciones	-13 815	-28 439	-9 708	-23 451	-22 302	-26 084	-25 680	-29 162	-28 471
2. Servicios	-858	-1 929	-541	-1 587	-1 510	-1 741	-1 789	-2 053	-2 092
3. Renta de factores	-5 363	-8 144	-2 836	-6 103	-7 441	-6 272	-8 764	-6 302	-8 640
4. Transferencias corrientes	1 366	2 803	1 274	2 532	2 595	2 753	2 820	2 998	3 070
Del cual:									
Remesas del exterior	1 186	2 437	1 100	2 183	2 251	2 395	2 468	2 611	2 689
II. CUENTA FINANCIERA	10 259	7 686	-31	4 113	3 934	4 847	4 256	4 551	5 110
Del cual:									
1. Sector privado	6 674	7 657	1 309	4 452	3 802	4 728	3 899	4 129	3 633
2. Sector público	-1 454	-1 404	730	1 204	2 344	522	706	344	1 149
3. Capitales de corto plazo	3 540	1 118	-2 447	-1 607	-2 874	-148	-100	0	0
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	7 830	3 507	-405	100	1 300	600	900	600	1 400
Nota:									
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo									
En millones US\$	5 705	7 130	4 027	6 871	7 227	7 555	6 772	7 888	7 196
En porcentaje del PBI	8,8%	5,6%	6,7%	5,4%	5,7%	5,5%	4,9%	5,3%	4,9%
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

30. Para el año 2009 se ha revisado a la baja la proyección de ahorro privado considerando las menores proyecciones de crecimiento del producto. Para los años siguientes se prevé que el ahorro del sector privado mantendrá una tendencia creciente, lo cual, sumado a los flujos de capitales externos de largo plazo, contribuirá a financiar la inversión interna.





CUADRO 14
BRECHA AHORRO-INVERSIÓN
(En porcentaje del PBI)

	2008	2009*		2010*		2011*	
		Rl.Jun.09	Rl.Set.09	Rl.Jun.09	Rl.Set.09	Rl.Jun.09	Rl.Set.09
Inversión Bruta Interna 1/ = Ahorro total	26,9	26,6	23,6	28,1	25,4	29,2	26,7
1. Ahorro interno	23,6	23,4	21,6	25,0	23,0	26,5	24,2
a. Sector privado	17,2	18,9	17,6	19,9	18,0	20,7	18,7
b. Sector público	6,4	4,5	4,0	5,2	5,0	5,8	5,5
2. Ahorro externo	3,3	3,2	2,1	3,1	2,4	2,6	2,5

1/ Incluye flujo de inventarios.

Rl: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Cuenta corriente

31. En el segundo trimestre la cuenta corriente fue superavitaria en US\$ 36 millones, equivalente a 0,1 por ciento del PBI. El aumento en las cotizaciones internacionales de los *commodities* -metales y petróleo- determinó una mejora en las exportaciones, atenuado por un incremento de las utilidades de empresas con participación extranjera. Al mismo tiempo, las importaciones se ubicaron en niveles similares a los del primer trimestre, con lo cual se observó una mejora en la balanza comercial. Por su parte, las remesas de trabajadores en el exterior aumentaron 5,2 por ciento respecto al primer trimestre.

Balanza comercial

32. Durante el segundo trimestre de 2009 el volumen de exportaciones se redujo 4 por ciento en términos reales, principalmente por los productos no tradicionales debido al deterioro de la actividad económica mundial. Las exportaciones reales disminuyeron luego de casi 8 años de expansión consecutiva. En el caso de las exportaciones no tradicionales la caída se registró en casi todos los rubros, con excepción de los productos metal-mecánicos. Las mayores caídas se produjeron en los grupos de sidero-metalúrgicos, textiles, industria de madera y papeles y minerales no metálicos. En el segundo trimestre además se registraron menores volúmenes embarcados de productos tradicionales como cobre (-1,9 por ciento) y plata (-66,2 por ciento).

33. La caída de las exportaciones fue más que compensada por la reducción de las importaciones, lo cual mejoró el resultado de la cuenta corriente. La caída de las importaciones, reflejando el menor nivel de actividad económica, se observó principalmente en bienes de consumo duradero (-20,5 por ciento en términos nominales) e insumos para la industria (-32,8 por ciento).

34. Con ello, el superávit comercial acumulado en el primer semestre es de US\$ 1,7 mil millones y se espera para el año 2009 un superávit de US\$ 3,7 mil millones, considerando los mejores precios de exportación, atenuados por la recuperación prevista en las importaciones.
35. Para los años 2010 y 2011 se proyecta que el superávit de la balanza comercial sería mayor que en 2009. Esta previsión considera que la recuperación de las exportaciones no tradicionales y los mejores términos de intercambio serían atenuados por el impulso de la recuperación de la demanda doméstica sobre las importaciones, principalmente de bienes de capital e insumos.



CUADRO 15
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
EXPORTACIONES	16 241	31 529	11 436	24 596	26 025	27 097	30 057	30 568	32 422
De las cuales:									
Productos tradicionales	12 513	23 796	8 552	18 069	19 610	20 069	23 015	22 834	24 633
Productos no tradicionales	3 654	7 543	2 818	6 334	6 233	6 812	6 821	7 488	7 540
IMPORTACIONES	13 815	28 439	9 708	23 451	22 302	26 084	25 680	29 162	28 471
De las cuales:									
Bienes de consumo	2 076	4 527	1 833	4 420	4 258	4 762	4 968	5 755	5 558
Insumos	7 464	14 553	4 374	10 569	10 008	12 284	12 046	13 461	13 326
Bienes de capital	4 216	9 239	3 439	8 323	7 822	8 932	8 574	9 817	9 474
BALANZA COMERCIAL	2 425	3 090	1 728	1 145	3 723	1 013	4 376	1 406	3 951
Nota: Var.%									
Volumen de exportaciones	12,4	8,1	-4,0	-2,1	-4,2	5,5	4,1	10,3	6,0
Volumen de importaciones	25,6	19,6	-22,2	-5,5	-13,2	6,2	9,2	9,1	8,1

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.



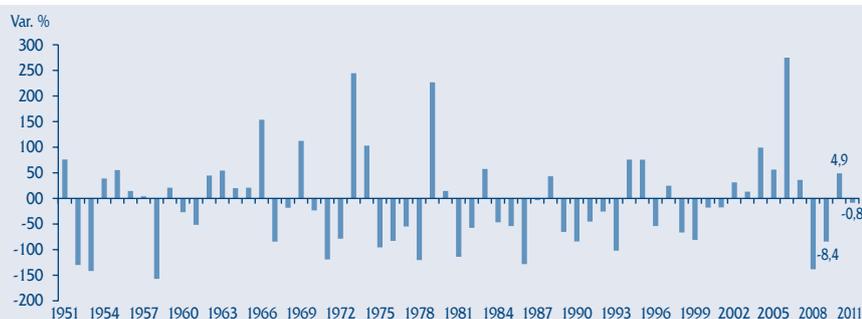


Términos de intercambio

36. Para el año 2009 los términos de intercambio caerían 8,4 por ciento en promedio, pero registrarían un incremento cercano a 20 por ciento con datos a fin de periodo. La variación de los términos de intercambio se viene revisando al alza en línea con la mejora observada en las cotizaciones de nuestras exportaciones.
37. Desde marzo, los precios de los principales *commodities* vienen encontrando soporte en las mayores expectativas de recuperación económica, en el mayor dinamismo de la demanda de los inversionistas⁸, en la debilidad del dólar, en la recuperación de la demanda de algunos países (China e India) y en la estrechez de las condiciones de oferta de algunos *commodities*. Cabe señalar sin embargo, que dicha tendencia no ha estado exenta de volatilidad, la cual está asociada a las fluctuaciones de los distintos indicadores de demanda mundial que se han ido difundiendo. Adicionalmente, factores idiosincráticos, particularmente de oferta -como la evolución del clima, huelgas y eventos políticos- afectaron también la evolución del precio de algunos productos como los alimentos y petróleo, principalmente.
38. Se estima que esta tendencia al alza se mantendría en línea con las proyecciones de recuperación de la actividad mundial. Para el próximo año, en el contexto de mejores perspectivas de la economía mundial, los términos de intercambio registrarían una mayor recuperación, para luego mantenerse relativamente estables.

8 Incluye diversificación de portafolio, cobertura por riesgo, posiciones no comerciales, ETFs, etc.

Gráfico 48
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)



* Estimado.

Gráfico 49
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1994=100)



CUADRO 16
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual anual)

	Ejecución		2009*		2010*		2011*	
	2007	2008	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
Términos de intercambio	3,6	-13,8	-12,8	-8,4	-0,2	4,9	-0,2	-0,8
Precios de Exportaciones	14,0	4,9	-20,3	-13,9	4,4	11,0	2,3	1,7
Precios promedio anual								
Cobre (ctv por libra)	323	315	189	228	200	280	200	280
Zinc (ctv por libra)	147	85	61	69	66	81	68	82
Oro (US\$ por onza)	697	872	920	933	935	956	948	971
Precios de Importaciones	10,0	21,7	-8,7	-5,9	4,7	5,8	2,5	2,6
Precios promedio anual								
Petróleo (US\$ por barril)	72	100	54	60	65	75	69	78
Trigo (US\$ por TM)	231	293	227	199	256	205	264	233
Maíz (US\$ por TM)	138	192	159	137	180	140	180	158
Aceite de Soya (US\$ por TM)	768	1 092	782	744	868	833	869	828
Arroz (US\$ por TM)	337	685	522	532	501	475	486	471

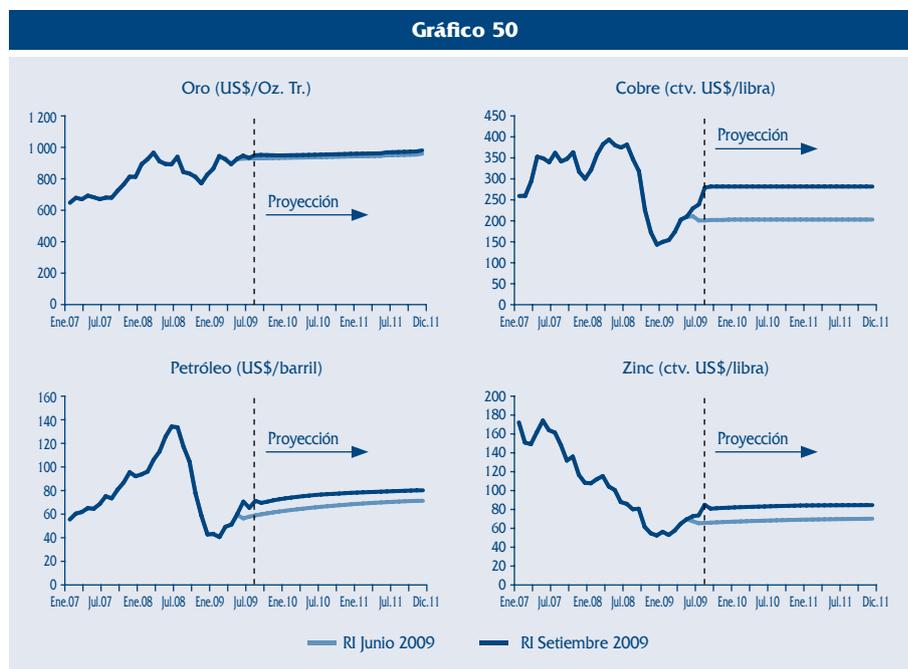
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





39. La recuperación de la actividad económica mundial, las crecientes expectativas de mayor demanda y la política de acumulación de inventarios de algunos países, influyeron en la tendencia creciente de los principales metales. Aunado a estos factores, se encuentran algunos problemas por el lado de la oferta; como son las paralizaciones por mantenimiento y huelgas en minas. Sin embargo, los mejores precios vienen haciendo nuevamente rentables los proyectos, con la consecuente reapertura de minas y refinerías en algunas regiones del mundo; limitando parcialmente el alza.



Cobre

40. A setiembre de este año, la cotización internacional del cobre ha subido más de 100 por ciento respecto a su nivel promedio de diciembre 2008, ubicándose en US\$ 2,8 por libra. Este año, el cobre alcanzó su nivel mínimo el día 23 de enero (US\$ 1,4 por libra).

Tanto la recuperación económica mundial como la mayor demanda de concentrados y refinados de cobre por parte de China vienen incidiendo en el mayor precio de este metal. China, por su política de acumulación de reservas estratégicas, así como por la puesta en marcha de su plan de estímulo fiscal y de gasto en infraestructura, ha mantenido el dinamismo del consumo de cobre. Asimismo, durante el año se observaron algunas restricciones de oferta de cobre como consecuencia de las paralizaciones temporales de minas en Chile (minas Collahuasi y La Escondida) y Canadá (mina Voisey´s Bay) debido al mantenimiento de las instalaciones, la baja ley de los minerales así como por las huelgas de trabajadores mineros.



Zinc

41. El zinc es otro de los metales básicos que ha registrado un aumento importante en lo que va del año, subiendo más de 60 por ciento entre diciembre 2008 y setiembre 2009, mes en el que ha alcanzado un promedio de US\$ 0,85 por libra. El nivel mínimo en el año en el precio del zinc fue US\$ 0,48 por libra, el 20 de febrero.

El aumento de precios está asociado al incremento en la demanda de zinc refinado por parte de China, que durante el primer semestre del año ha aumentado 12,1 por ciento respecto al primer semestre de 2008. Por el lado de la oferta de zinc, durante el primer semestre del año, la producción mundial habría caído 7,1 por ciento respecto a similar periodo de 2008, básicamente por Australia, China, Perú y EE.UU.⁹

El incremento de la cotización internacional del zinc en el año ha permitido que algunos proyectos vuelvan a ser rentables, con lo que diversas minas y refinerías han reiniciado sus operaciones (principalmente en China); esto compensaría parcialmente la tendencia alcista en el precio.

Oro

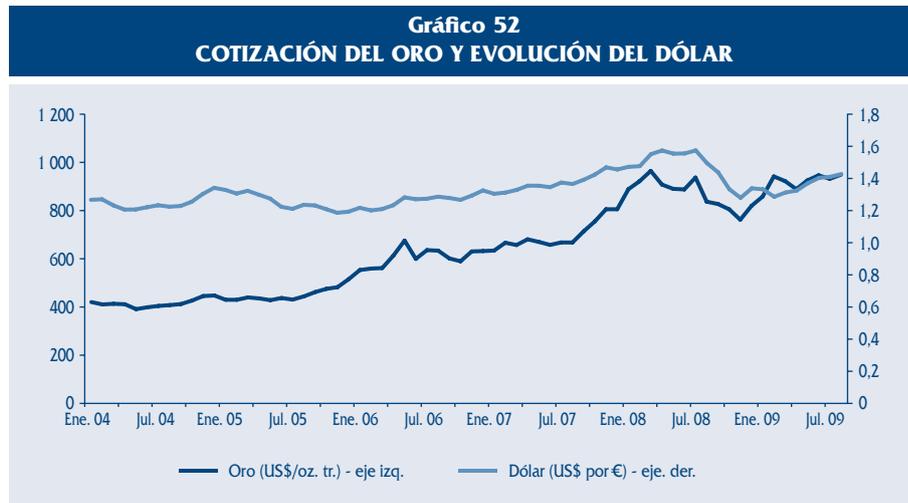
42. La cotización del oro continuó con tendencia al alza durante los primeros nueve meses del año. Esta tendencia no estuvo exenta de volatilidad aunque moderada; llegando a ubicarse en un nivel promedio de US\$ 930 por oz.tr. a setiembre 2009 (superior en 7 por ciento al nivel promedio de 2008). El periodo de mayor volatilidad en el año ocurrió en el primer trimestre cuando alcanzó un mínimo de US\$ 811 por oz.tr. en enero y un máximo de US\$ 996 por oz.tr. en febrero. La tendencia al alza en el oro se fue moderando en el segundo trimestre conforme iba disminuyendo la aversión al riesgo en los mercados financieros.

9 International Lead and Zinc Study Group (ILZG).



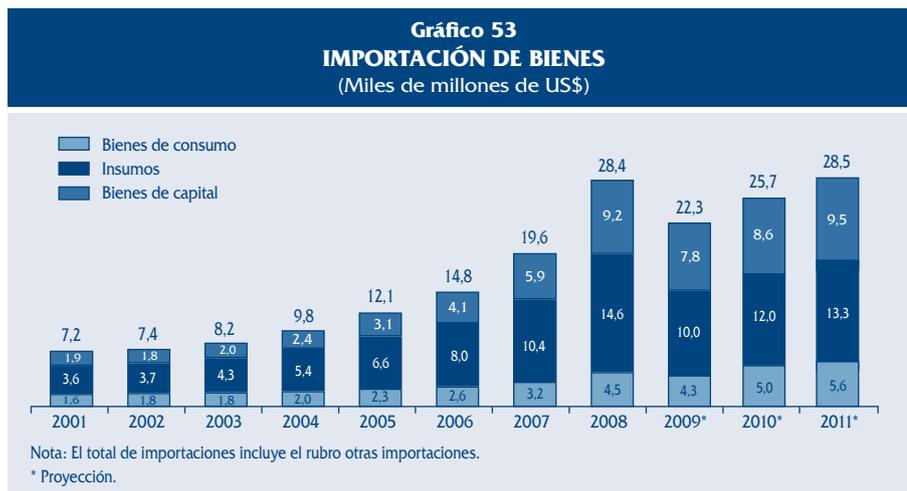


Diversos factores, además de los propios fundamentos del mercado del oro, vienen afectando el precio. Entre los principales se encuentra el debilitamiento del dólar (que en el año se depreció 6 por ciento) y la aversión al riesgo en los mercados financieros. El segundo factor que impulsó la demanda de oro provino de fondos de inversión que tomaron posiciones no comerciales para usar el oro como activo de valor y seguro contra el riesgo (diversificación de portafolios). Por el lado de los fundamentos del mercado, destaca el poco dinamismo que tuvo la demanda de oro para joyería por parte de India y Turquía. Cabe precisar que la correlación observada entre el dólar y el precio del oro ha venido aumentando.



43. Se considera que el ajuste de los inventarios de las empresas que se observó en el primer semestre se revertiría en la segunda mitad del año. La recuperación de la demanda externa y su efecto sobre las exportaciones y la producción local, así como la recuperación de la confianza de consumidores y empresarios, impulsarían la demanda y se espera que las empresas repongan sus niveles de inventarios. Ello implicaría una mayor actividad doméstica y una mayor demanda por importaciones, tanto de insumos como de bienes finales. Como consecuencia, el volumen de importaciones se recuperaría en el segundo semestre del año, cerrando el año sin embargo con tasas negativas.

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



Cuenta financiera

44. Durante el primer semestre de 2009, la cuenta financiera privada registró un flujo neto de capitales por US\$ 1 309 millones. Este resultado positivo, aunque inferior al pronosticado en el anterior Reporte, fue consecuencia de los mayores ingresos netos de Inversión Directa Extranjera (IDE) por US\$ 2 764 millones, en su mayor parte debido a la reinversión de utilidades, así como del total de desembolsos netos de amortización por US\$ 797 millones. Estos efectos fueron parcialmente contrarrestados por el incremento de inversiones en el exterior de entidades del sistema financiero nacional por un total de US\$ 1 892 millones, en especial de las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP) y las empresas bancarias; así como por la menor tenencia de Bonos de Tesoro Público por parte de inversionistas no residentes, que disminuyó en US\$ 288 millones.

Contrariamente, la cuenta financiera de corto plazo mostró una salida neta de capitales (US\$ 2 447 millones), debido mayormente al incremento de depósitos en el exterior y cuentas por cobrar del exterior por parte de empresas del sector minero y a la menor tenencia de Certificados de Depósito del BCRP en manos de inversionistas no residentes.

45. Para el año 2009 la cuenta financiera registraría un flujo positivo de capitales por US\$ 3 802 millones. Este monto resulta inferior a lo considerado en el Reporte de Inflación anterior (US\$ 4 452 millones), debido principalmente a la recomposición de cartera por parte de las entidades financieras traducida en una mayor adquisición de activos externos (en su mayor parte ya ejecutada). Por su parte, el total de inversión extranjera directa mantendría un nivel similar al del Reporte de Junio, aun cuando en la presente proyección se incluye el efecto de salida de capitales asociada a proyectos de inversión de grupos nacionales en el exterior por un estimado de US\$ 660 millones.





CUADRO 17
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2008		2009*			2010*		2011*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
I. INVERSIÓN DIRECTA Y PRÉSTAMOS	8 749	6 480	3 561	5 517	6 289	6 121	5 623	6 019	5 805
1. Inversión Directa	5 425	4 079	2 764	3 887	4 196	3 689	3 366	4 473	3 834
2. Préstamos de Largo Plazo	3 324	2 401	797	1 629	2 093	2 432	2 257	1 546	1 971
a. Desembolsos	4 354	3 051	1 262	2 983	3 030	3 866	3 406	3 415	3 362
b. Amortización (-)	-1 030	-650	-465	-1 354	-937	-1 435	-1 149	-1 869	-1 391
II. INVERSIÓN DE CARTERA	398	1 177	-2 252	-1 065	-2 487	-1 393	-1 724	-1 890	-2 172
1. Bonos y Participación de Capital	205	85	-71	-84	-71	0	0	0	0
a. Bonos	135	0	0	0	0	0	0	0	0
b. Participación de Capital	70	85	-71	-84	-71	0	0	0	0
2. Otros Activos y Pasivos Externos	194	1 092	-2 180	-981	-2 416	-1 393	-1 724	-1 890	-2 172
a. Activos (Inversiones en el exterior)	-485	1 102	-1 892	-1 181	-2 222	-1 393	-1 860	-1 890	-2 308
b. Pasivos (Inversiones de no residentes)	679	-10	-288	200	-194	0	136	0	135
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (I+II)	9 148	7 657	1 309	4 452	3 802	4 728	3 899	4 129	3 633

RI: Reporte de Inflación.

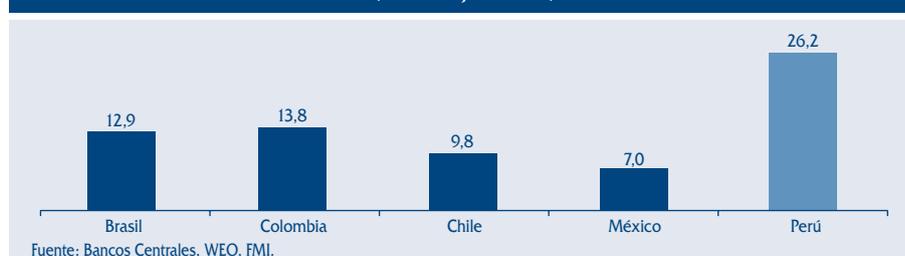
* Proyección.

46. Para los años 2010 y 2011 el flujo de la cuenta financiera sería positivo en US\$ 3 899 millones y US\$ 3 633 millones, respectivamente. Ello considera inversiones de alrededor de US\$ 3 366 millones y US\$ 3 834 millones, respectivamente, los que se darían principalmente en nuevas inversiones dado que no se esperan los niveles de reinversión mostrados a inicios de este año.

Asimismo, los desembolsos de largo plazo mostrarían una tendencia estable, mientras se estima que continuaría el proceso de compra neta de activos financieros externos por parte de inversionistas institucionales locales.

47. Por otro lado, al cierre de agosto, el saldo de reservas internacionales netas asciende a US\$ 32 mil millones, equivalente a un 26 por ciento del PBI, lo que significa un resguardo suficiente contra posibles restricciones futuras de capitales externos, más aún considerando las recientes señales de estabilización o recuperación económica y mejora en los indicadores financieros en la mayoría de países industrializados.

Gráfico 54
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Porcentaje del PBI)



IV. Finanzas Públicas

Resultado económico

48. Frente a un escenario externo adverso, las acciones de política fiscal en los últimos meses han estado orientadas a amortiguar el impacto de la recesión mundial sobre el crecimiento de la economía. Se ha aplicado una política fiscal expansiva para contribuir en la generación de condiciones que permitan alcanzar un crecimiento de la actividad económica a partir del segundo semestre del año. En este sentido, existe espacio fiscal para ejecutar una política de este tipo, como consecuencia de la prudencia con que se manejaron las finanzas públicas en los años previos a la crisis.

CUADRO 18
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2008		2009 *			2010 *		2011 *	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	21,4	20,8	19,1	18,5	18,4	18,7	19,0	19,0	19,3
Variación % real	6,9	5,8	-14,6	-10,0	-11,4	6,1	9,1	7,6	7,0
2. Gastos no financieros del Gobierno General	14,7	17,3	16,6	19,3	19,3	19,2	19,2	19,4	19,1
Variación % real	18,1	13,5	8,0	13,2	11,9	5,0	5,4	6,5	4,6
Del cual:									
a. Corriente	12,0	13,2	13,0	13,3	13,5	12,8	12,9	12,6	12,7
Variación % real	10,7	6,9	3,3	1,9	2,4	1,9	1,7	3,5	3,3
b. Formación bruta de capital	2,6	3,9	3,3	5,9	5,5	6,2	6,0	6,5	6,1
Variación % real	69,1	45,8	21,5	51,7	41,5	12,2	15,7	11,1	6,5
3. Otros	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,0
4. Resultado Primario (1-2+3)	6,4	3,7	3,0	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,2
5. Intereses	1,6	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4
6. Resultado Económico	4,9	2,1	1,7	-1,8	-2,0	-1,7	-1,6	-1,5	-1,2
Nota:									
Ingresos corrientes del Gobierno Central	18,8	18,2	16,2	15,9	15,7	16,0	16,4	16,3	16,7
Gastos no financieros del Gobierno Central	11,9	14,7	14,1	16,2	16,2	16,1	16,0	16,3	15,9
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

En el **primer semestre** el resultado del sector público no financiero ascendió a 1,7 por ciento del PBI, ratio menor al registrado en el primer semestre de 2008 (4,9 por ciento), lo cual se explica, tanto por una contracción de la recaudación tributaria cuanto por un aumento de los gastos no financieros del gobierno general. Descompuesto por niveles de gobierno, las instancias del gobierno nacional registran un superávit de 1,1 por ciento del producto (frente a un 4,7 por ciento del primer semestre 2008), los gobiernos locales, uno de 0,1 por ciento, en tanto que los gobiernos regionales registraron un resultado equilibrado. Adicionalmente, las empresas estatales registraron un superávit de 0,5 por ciento del PBI.





El déficit del sector público para el año **2009** ascendería a 2,0 por ciento del producto, como consecuencia de las medidas de estímulo implementadas y los menores ingresos del fisco. Este resultado considera una proyección de crecimiento de la inversión del gobierno general de 41,5 por ciento para el año, lo que implica a su vez, que para el periodo agosto-diciembre la inversión crezca 59 por ciento respecto a similar periodo de 2008.

Para **2010** y **2011**, al igual que en el Reporte anterior, se proyecta una trayectoria decreciente del déficit fiscal (1,6 y 1,2 por ciento del producto, respectivamente). Esta mejora se explicaría por una recuperación paulatina de los ingresos del gobierno general vinculada al mejor desempeño de la actividad económica y al incremento de los precios internacionales de los metales y de hidrocarburos.

49. Cabe recordar que para los años 2009 y 2010 se ha establecido nuevos límites para las reglas macrofiscales. El déficit anual del SPNF no podrá ser mayor al 2 por ciento del producto (antes 1 por ciento) y el incremento anual del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor al 10 y 8 por ciento, respectivamente (antes 4 por ciento). Esta medida se toma en un escenario de recesión global, en el que la política fiscal debe servir como un instrumento contracíclico, para que la economía retome su nivel de crecimiento potencial. Asimismo, hace factible que las proyecciones de déficit para el horizonte de proyección se ubiquen por encima de los niveles establecidos en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal
50. Como se explicó en el Reporte de junio, las medidas para atenuar el impacto de la crisis se agrupan en un Plan de Estímulo Económico, el mismo que tiene un alto componente de impulso a la inversión pública. Con cifras actualizadas, el Plan contempla un total de gasto por S/. 13 643 millones, que representan 3,6 por ciento del PBI. La principal modificación corresponde al rubro de protección social en apoyo a los sectores afectados por la crisis (S/. 2 024 millones versus S/. 1 242 millones contemplados previamente). Hacia fines de agosto se ha ejecutado el

30 por ciento de este gasto total, con mayor dinamismo en el rubro otros (89 por ciento), debido a que incluye el pago adicional por aguinaldo de fiestas patrias y el rubro de impulso a la actividad económica (48 por ciento), que incluye los S/. 1 000 millones para el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). En la parte correspondiente a las obras de infraestructura se tiene un avance de 17 por ciento. En línea con lo contemplado en la revisión del Marco Macroeconómico Multianual 2010-2012 de agosto 2009, se espera que la ejecución del Plan alcance mayor dinamismo en el segundo semestre de este año.

CUADRO 19
PRINCIPALES MEDIDAS DEL PLAN DE ESTÍMULO ECONÓMICO
(Millones de nuevos soles)

Concepto	Norma	Mill. 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	D.U. 019-2009	5
- Detracciones del Foncomun	Ley 29332	450
- Depreciación acelerada en construcción	Ley 29342	808
2. Obras de Infraestructura		7 824
- 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	20
- 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		2 024
- Mantenimiento de Instituciones Educativas	DU 003 y 011-2009	290 ^{3/}
- FORSUR	DU 005-2009	180
- 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 Gob. Locales	DU 016 y 050-2009	318
- Inversión Social - Fondo Igualdad	Ley 29322	105
- Programa de Complementación Alimentaria	DS 022-2009-EF	64
- Proyectos de Saneamiento Municipal	DS 007-2009-VIV y 100, 101, 102 Y 128-EF	610
- Otros Proyectos Municipales	DS 048, 087 y 111-2009-EF	60
- Infraestructura Educativa a Municipios	DS 006-2009-ED y 131-2009-EF	79
4. Otros		335
Total Plan de Estímulo		13 643
(Porcentaje del PBI)		3,6%

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 mill considerados en el DU 011-2009.

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



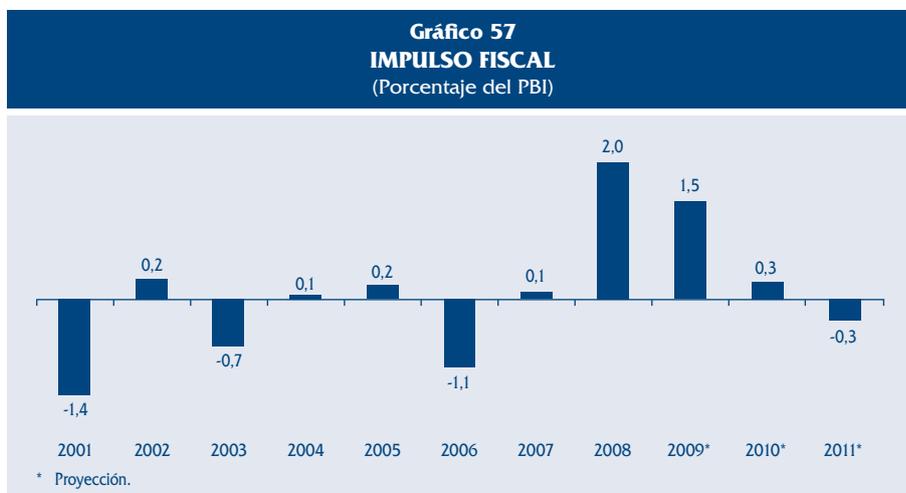


Resultado económico estructural

51. El resultado económico estructural, medida que sustrae el efecto del ciclo económico en el resultado fiscal, así como el impacto de los 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 la discrecionalidad de la política fiscal, sugiere que ésta sería expansiva en los años 2009 y 2010, años en los que se ejecuta el plan de estímulo fiscal. Por el contrario, en 2011, el impulso sería negativo, consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público hacia valores más próximos al crecimiento potencial de la economía.



Evolución de los ingresos fiscales

52. En el primer semestre del año, los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 19,1 por ciento del PBI, lo que significó una reducción de 14,6 por ciento en términos reales respecto a similar periodo de 2008. Esta contracción responde al menor dinamismo de la actividad económica, así como a los menores precios internacionales del crudo y minerales. Los rubros más afectados son el impuesto a la renta, los impuestos vinculados a las importaciones y el canon y regalías petroleras.

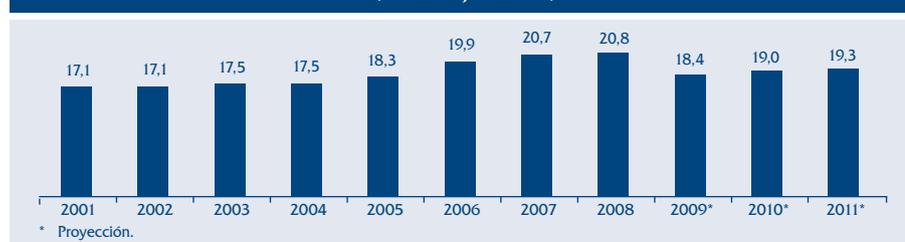
CUADRO 20
IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA
(Millones de nuevos soles)

	2008		I Sem. 09	
	I Sem.	Año	Mill. S/.	Var.% real
Pagos a cuenta	7 641	14 921	4 972	-37,9
Minería	3 446	6 056	816	-77,4
Comercio	880	1 898	910	-1,4
Manufactura	900	1 856	804	-14,8
Intermediación financiera	548	1 011	622	8,4
Hidrocarburos	415	921	230	-47,1
Otros servicios	1 262	2 808	1 366	3,3
Otros	188	371	224	13,4
Regularización	2 008	2 248	2 088	-0,8
Total	9 649	17 169	7 060	-30,2

Fuente: Sunat.

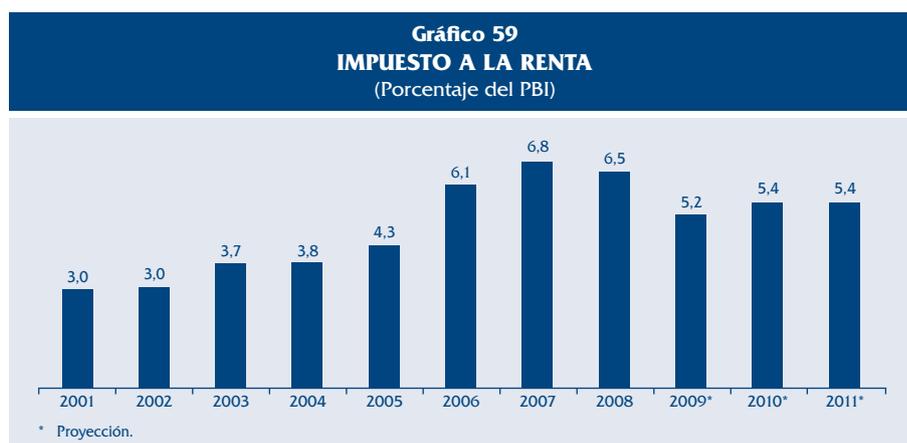
La recaudación por Impuesto a la Renta mostró una contracción total de 21 por ciento, que se explicó en gran medida por la fuerte caída en la recaudación que corresponde a los pagos a cuenta por renta de tercera categoría (38 por ciento). En particular, los sectores que registraron las mayores caídas en sus pagos a cuenta en el primer semestre fueron minería e hidrocarburos que disminuyeron en 77 y 47 por ciento en términos reales, respectivamente, reflejo de la fuerte caída en los precios de nuestras exportaciones mineras y de crudo. En cuanto al IGV total, éste se contrajo en 7 por ciento por la caída del IGV a las importaciones que mostró una reducción de 21 por ciento. Asimismo, los ingresos por canon y regalías petroleras cayeron en 38 y 53 por ciento en términos reales debido a la menor cotización internacional del crudo.

Gráfico 58
INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)





Para el año 2009, se proyecta que los ingresos del gobierno general ascenderían a 18,4 por ciento del PBI, lo que equivale a una disminución real de 11 por ciento respecto al año anterior. Esta caída reflejaría, como ya se indicó, el menor impulso de la actividad económica y los menores precios de nuestros productos en los mercados internacionales, ambos vinculados, principalmente, al escenario internacional adverso.



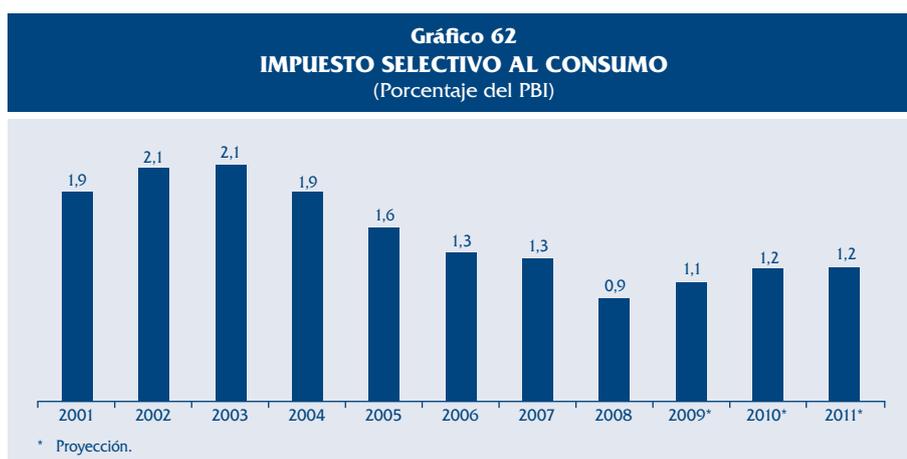
El impuesto a la renta, que alcanzó niveles récord en 2007 (6,8 por ciento del PBI), descendería a 5,2 por ciento del PBI en 2009. Este último ratio refleja, entre otros aspectos, los menores pagos a cuenta que vienen realizando las empresas durante el año como producto de los menores coeficientes que resultaron del ejercicio 2008, que inclusive en algunos casos han sido corregidos hacia abajo a partir del mes de agosto. Sin embargo, hay que indicar que en la medida que los saldos a favor que disponen las empresas se vayan agotando y que las expectativas de crecimiento para el segundo semestre se vayan cumpliendo, la recaudación por este impuesto aumentará en montos relativamente importantes, situación que ya empieza a percibirse en los meses de julio y agosto.



En el caso del Impuesto General a las Ventas también se perciben algunos signos de recuperación. Así, en términos desestacionalizados se ha registrado en el mes de agosto un crecimiento de 4 por ciento, respecto a lo recaudado en julio, revirtiendo así la tendencia de los últimos meses. Sin embargo, a pesar de ello, el IGV caería de 8,5 por ciento del PBI en 2008 a 7,9 por ciento este año, lo que se explicaría básicamente por el componente importado que se reduciría de 4,2 a 3,4 por ciento del producto por la fuerte caída de nuestras importaciones.



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



Las proyecciones para los años **2010** y **2011** consideran ingresos corrientes de 19,0 y 19,3 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

53. En el primer semestre de 2009, el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 16,6 por ciento del producto, lo que representa un crecimiento del 8,0 por ciento en términos reales. Esta variación se sustenta principalmente por el incremento de la inversión del gobierno general (22 por ciento), consecuencia de los programas de estímulo y de las normas que se han ido promulgando para agilizar la inversión, especialmente de los gobiernos subnacionales. Así, la inversión de los gobiernos regionales fue la más dinámica (llegó a registrar un incremento de 47 por ciento en términos reales), seguida por las instancias del gobierno nacional (27 por ciento), y en menor medida por los gobiernos locales (10 por ciento).



Por su parte, el gasto corriente del gobierno general registró un incremento de 3,3 por ciento en términos reales, variación que sin embargo se reduce a 1,7 por ciento si descontamos el efecto de las transferencias al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo, tanto de este año (S/. 1 000 millones) como del primer semestre de 2008 (S/. 600 millones).

El año 2009 cerraría con un aumento real del gasto no financiero de 11,9 por ciento, en línea con lo proyectado en el MMM Revisado, que incluye un crecimiento del 40 por ciento para la inversión pública (inversión del gobierno general más empresas estatales). Este crecimiento, sin embargo, resulta menor al proyectado en el Reporte anterior, dado que a pesar del énfasis que el gobierno ha puesto para acelerar los proyectos de inversión pública, aún subsisten algunas limitaciones que impedirían alcanzar la meta original de crecimiento para la inversión, que se encontraba 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 alrededor de 5 por ciento, nuevamente con preponderancia en el gasto de inversión pública, que en términos del producto pasaría de representar 4,2 por ciento en 2008 a 6,5 por ciento del producto en 2011, incluyendo la inversión de las empresas estatales.

Requerimiento financiero

54. El resultado económico negativo de los próximos años determinará un requerimiento financiero que se atenderá con endeudamiento público y el uso de depósitos que el sector público tiene en el sistema financiero.

El gobierno peruano efectuó la reapertura del bono global 2025 con una emisión de US\$ 1 000 millones el 6 de julio de 2009. El cupón del bono es de 7,35 por ciento y el rendimiento 6,95 por ciento. Las calificadoras de riesgo otorgaron un rating a esta emisión, similar al de la deuda a largo plazo en moneda extranjera para el Perú (Moody's BA1, Fitch BBB- y Standard & Poors BBB-).

Los recursos obtenidos se han destinado al prepago de la deuda comercial con el Club de París, específicamente con Francia (US\$ 662 millones) e Italia (US\$ 190 millones). Una vez efectuado el prepago, la deuda con esta fuente financiera asciende a US\$ 3 036 millones, de los cuales 88 por ciento corresponde a deuda concesional.

Mediante esta operación se ha logrado un alivio en los pagos de amortización por alrededor de US\$ 140 millones anuales hasta el 2015, se ha reemplazado una deuda con una vida media de 3 años por otra de 16 años y se ha reducido el costo financiero al prepagar obligaciones a una tasa en dólares de alrededor de 7,10 por ciento con recursos captados a un costo de 6,95 por ciento.





CUADRO 21
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2008	2009*		2010*		2011*		
		I Sem.	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09	RI Jun.09	RI Set.09
I. Usos	-827	-438	3 617	3 799	3 730	3 440	4 053	3 491
1. Amortización	1 971	589	1 221	1 184	1 397	1 249	1 787	1 733
a. Externa	1 449	467	925	927	1 069	950	1 102	962
b. Interna	522	122	296	257	328	299	686	771
Del cual: Bonos de Reconocimiento	94	47	138	131	154	169	129	142
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-2 798	-1 027	2 396	2 615	2 332	2 191	2 266	1 758
II. Fuentes	-827	-438	3 617	3 799	3 730	3 440	4 053	3 491
1. Externas	1 100	107	1 364	1 458	1 840	1 904	1 626	1 777
2. Bonos 2/	473	1 280	1 780	1 956	1 015	907	888	1 400
3. Internas 3/	-2 400	-1 825	474	384	875	630	1 540	314
Nota:								
Saldo de deuda pública bruta								
En millones de US\$	30 648	31 898	32 496	33 199	34 260	35 258	35 040	36 598
En porcentaje del PBI	24,0	26,0	25,6	26,0	24,8	25,3	23,5	24,8
Saldo de deuda neta 4/								
En millones de US\$	15 701	14 777	17 317	17 503	19 685	20 104	21 765	21 611
En porcentaje del PBI	12,3	12,1	13,6	13,7	14,3	14,4	14,6	14,6

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.

Se proyecta que la deuda bruta ascendería a fines de 2009 a 26,0 por ciento del PBI, en tanto que la deuda neta llegaría a representar 13,7 por ciento del producto. Para el 2011, se espera una reducción en el nivel de deuda bruta a 24,8 por ciento.

Gráfico 65
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



V. Política Monetaria

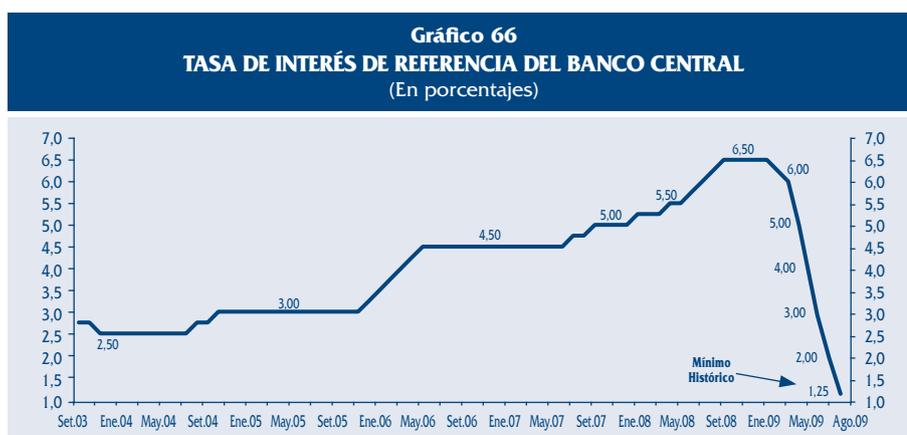
55. Considerando que se han reducido las presiones inflacionarias y que las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta, el Banco Central decidió continuar con el impulso monetario por lo que acordó, entre julio y agosto, reducciones adicionales de su tasa de referencia en 175 puntos básicos hasta situarse en 1,25 por ciento, acumulando una reducción de 525 puntos básicos desde febrero de este año, alcanzando con ello un nivel mínimo histórico. Esta decisión busca continuar facilitando el acceso al financiamiento de las empresas, e incentivar un mayor gasto privado y con ello apoyar la reversión del ciclo económico débil iniciado en 2008 y que fue profundizado por la crisis financiera global.

56. La flexibilización de la política monetaria se viene traduciendo en menores tasas de interés de corto y mediano plazo, facilitando una mayor disponibilidad de financiamiento para las empresas a un menor costo, tanto a través del financiamiento bancario como del mercado de capitales.

En el caso de las tasas de largo plazo para el financiamiento privado, básicamente del crédito hipotecario y el financiamiento de proyectos de inversión, continúa la tendencia a la baja debido a que los factores de riesgo se vienen reduciendo tanto en el entorno doméstico como internacional, lo que se traduce en menores primas por riesgo pagadas por las empresas privadas para su financiamiento.

57. El sistema financiero ha estado bastante líquido en el trimestre. La tasa interbancaria mostró una tendencia a la baja, al igual que las expectativas de tasas de interés, aunque en menor medida a la observada en los meses anteriores, indicando que los agentes no prevén ajustes adicionales de la tasa de referencia por parte del Banco Central.

58. La mayor flexibilización de la política monetaria se resume actualmente en una tasa de interés de referencia de 1,25 por ciento, la más baja desde la implementación del esquema de metas de inflación.





59. El nivel alcanzado por la tasa de referencia implica un estímulo monetario importante que, aunado a medidas complementarias de inyección de liquidez, como los *swaps*, aplicadas por el Banco Central, contribuirá a una rápida recuperación de la senda de crecimiento de la actividad económica. A diferencia de otras economías del mundo, en el Perú en ningún momento se contrajo el crédito al sector privado, el cual se está otorgando cada vez a tasas de interés más bajas.

Para reforzar este proceso, en el mes de julio, el Banco Central amplió el plazo de los *swaps* de moneda extranjera hasta 1 año. Estas operaciones fueron utilizadas en su mayoría por entidades microfinancieras. Antes de ello, los *swaps* sólo se habían realizado como mecanismo de inyección de liquidez a corto plazo (desde plazos *overnight* hasta 3 meses) y sólo con entidades bancarias. El Banco Central busca con este mecanismo de inyección mejorar la distribución de la liquidez en soles a un mayor plazo con el fin de facilitar las operaciones de crédito de las entidades que no cuentan liquidez en moneda nacional. Actualmente, la tasa de interés mínima de las operaciones *swap* a un año es de 1,35 por ciento, muy cercana a la tasa de referencia de corto plazo, con lo que se busca una más rápida reducción de la tasa de interés para tramos más largos de la curva de rendimiento.

RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE PROGRAMA MONETARIO: Junio – Setiembre 2009

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.

Julio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria, de 3,0 a 2,0 por ciento. Este es el sexto mes de reducción consecutiva, con lo que se acumula una disminución de 450 puntos básicos en lo que va del año.

Esta decisión se sustenta en la disminución sostenida de la inflación, de 6,7 por ciento en diciembre a 3,06 por ciento en junio, en la reducción de las expectativas de inflación a 2 por ciento y en la desaceleración de la actividad económica.

Con esta nueva reducción, la tasa de interés de referencia ha alcanzado un mínimo histórico, con lo que se consolida un estímulo monetario significativo. Ajustes futuros dependerán de la evolución de los principales indicadores macroeconómicos.

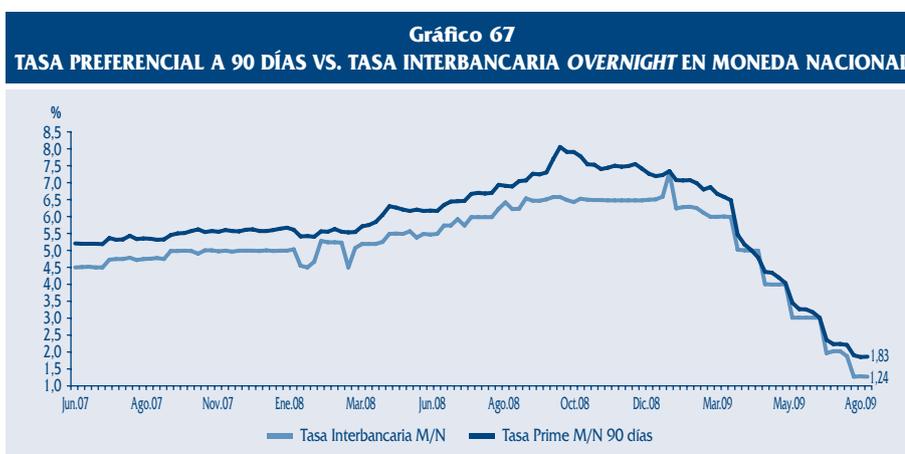
Agosto: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir, por séptimo mes consecutivo, la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 2,0 a 1,25 por ciento, con lo que se acumula una disminución de 525 puntos básicos en lo que va del año.

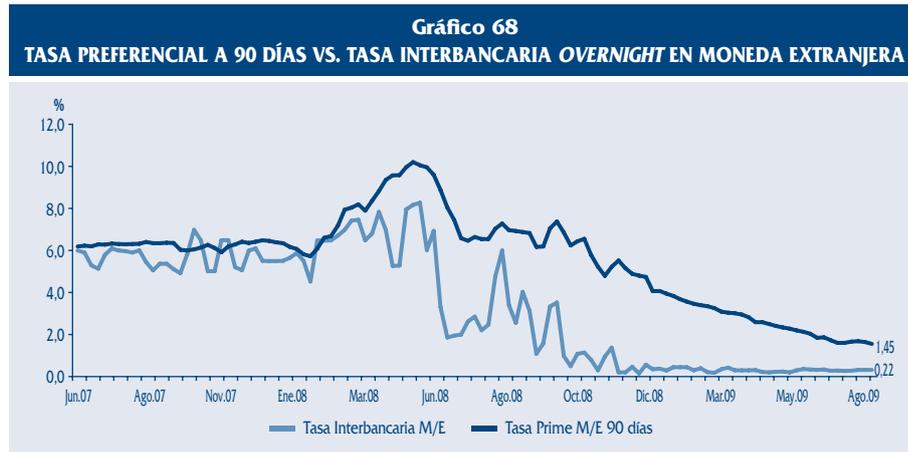
Esta decisión se sustenta en la disminución sostenida de la inflación de 6,65 por ciento en diciembre a 2,68 por ciento en julio y en la continua reducción de las expectativas de inflación. El Banco Central no prevé presiones inflacionarias en los siguientes meses.

Setiembre: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 1,25 por ciento.

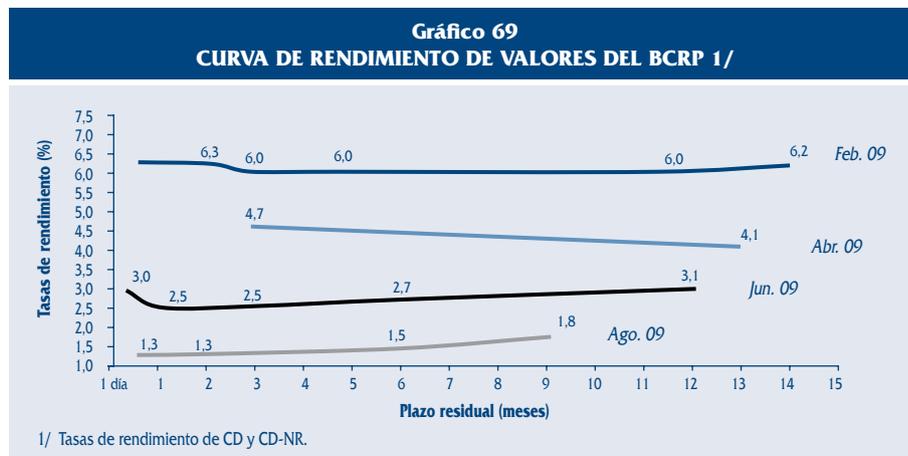
Esta decisión de mantener invariable el estímulo monetario se sustenta en la disminución sostenida de la inflación anual de 6,65 por ciento en diciembre a 1,87 por ciento en agosto y en la continua reducción de las expectativas de inflación.

60. Como resultado de las medidas implementadas por el Banco Central, la tasa de interés preferencial para clientes corporativos en moneda nacional se redujo de 3,24 a 1,83 por ciento entre junio y agosto, en línea con la reducción de la tasa de referencia. Cabe señalar, que el diferencial entre la tasa de interés corporativa e interbancaria en moneda extranjera continuó reduciéndose, ubicándose en 123 puntos básicos, nivel por debajo del que se registró en junio (170 puntos básicos).

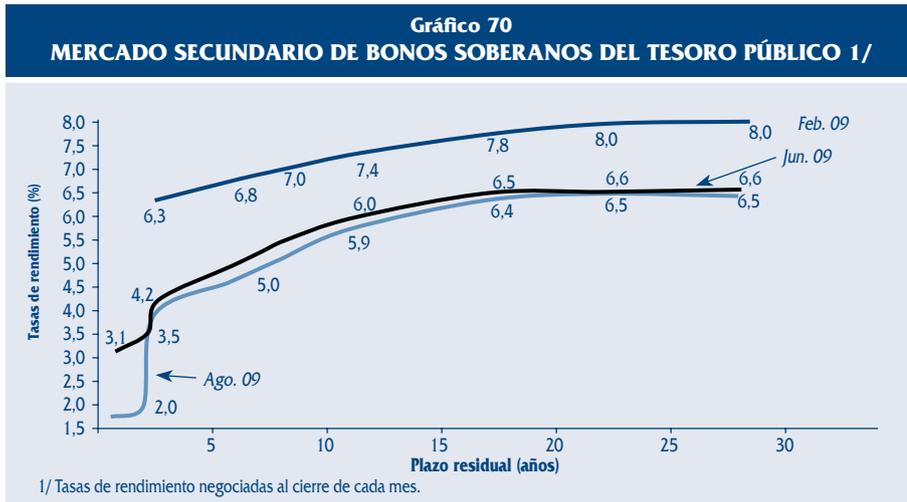




61. Las tasas de interés de los Certificados del Banco Central continuaron disminuyendo, como resultado de las sucesivas reducciones de la tasa de referencia. Sin embargo, desde julio, la curva de rendimiento recobró su pendiente positiva, señalando que los agentes económicos ya no esperan reducciones de la tasa de referencia en los próximos meses, y que el ciclo de flexibilización de la política monetaria estaría llegando a su fin. Respecto a los montos negociados de estos instrumentos, luego del fuerte incremento de éstos entre mayo y junio, producto de las expectativas de reducciones de las tasas de interés de corto plazo (y el consiguiente aumento de su precio), desde julio el monto de las negociaciones volvió a los niveles anteriores.

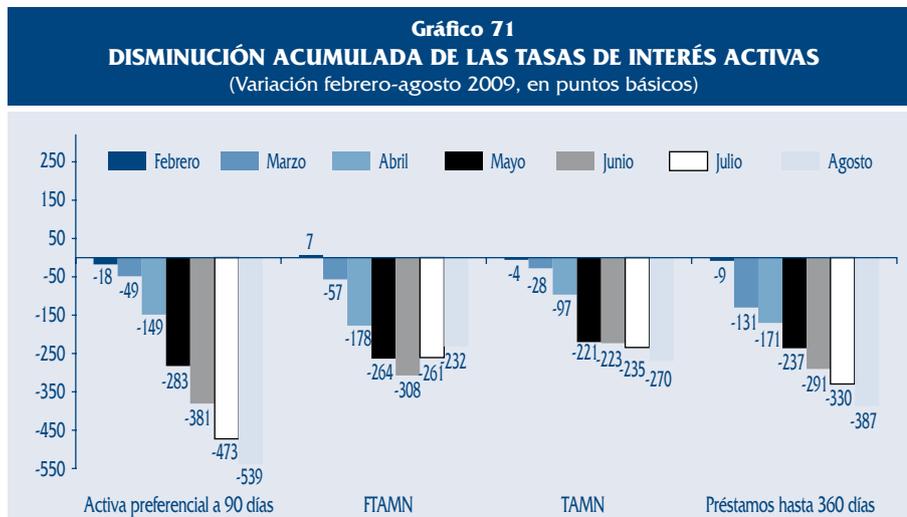


62. Las medidas de mayor flexibilización monetaria implementadas desde el último Reporte de Inflación vienen impactando fundamentalmente en las tasas de interés del tramo corto hasta 2 años de la curva de rendimiento de los bonos soberanos. Las tasas de plazos mayores también vienen disminuyendo, aunque en menor medida, siguiendo la tendencia de las expectativas de inflación de largo plazo y el riesgo país.



63. La transmisión de las menores tasas soberanas hacia menores tasas corporativas e hipotecarias se viene también acelerando en los últimos meses debido a la disminución de las primas por riesgo crediticio cobrado por las instituciones financieras, ante la estabilización de las condiciones macroeconómicas.

64. Las tasas promedio de las operaciones de crédito bancario efectuadas entre febrero y agosto (FTAMN) se redujeron en 232 pbs, de 23,0 por ciento en febrero a 20,7 por ciento en agosto de 2009. Las mayores reducciones en las tasas de interés activas, que se dieron desde abril, tras acelerarse la reducción de la tasa de referencia, se reflejaron principalmente en la tasa de interés preferencial que acumuló una reducción de 539 pbs. desde febrero.





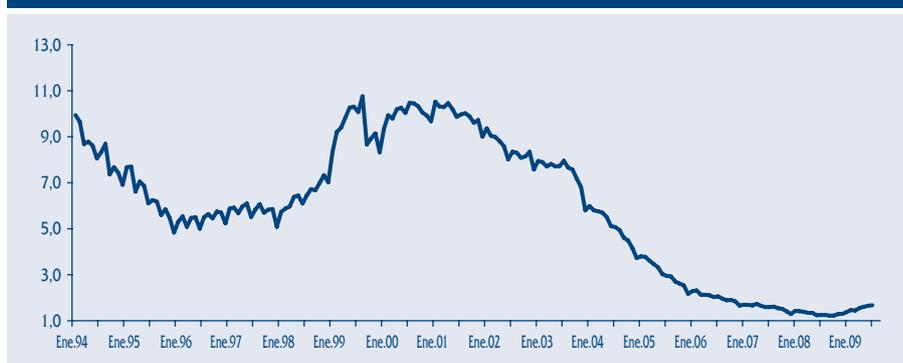
En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas para depósitos hasta 30 días y hasta 180 días se redujeron de 3,0 a 1,5 por ciento, y de 5,0 a 3,4 por ciento, respectivamente. En el mismo sentido, se observó una reducción de 5,9 a 5,4 por ciento en la tasa para depósitos de 181 a 360 días.

CUADRO 22
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Soles		Dólares		Diferencia (pbs) (Ago.-Jun.)	
	Jun.09	Ago.09	Jun.09	Ago.09	Jun.09	Ago.09
1. Depósitos hasta 30 días	3,0	1,5	0,3	0,3	-153	-3
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	5,0	3,4	1,8	1,6	-163	-29
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	5,9	5,4	3,8	3,5	-51	-24
4. Activa preferencial corporativa	3,6	2,0	2,1	1,5	-158	-61
5. Activa promedio hasta 360 días	12,6	11,6	8,3	7,5	-97	-75
6. Activa promedio estructura constante	16,1	15,6	9,6	9,2	-49	-38
7. Activa promedio Comercial	9,9	9,2	8,7	8,2	-75	-51

65. Por otro lado, la morosidad para los distintos tipos de créditos otorgados por las entidades bancarias se ha incrementado lo que ha influido en el incremento de las tasas de interés de algunas entidades, aunque se mantiene en niveles bastante bajos dada la magnitud del choque externo.

Gráfico 72
EVOLUCIÓN DEL RATIO DE MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(En porcentaje)



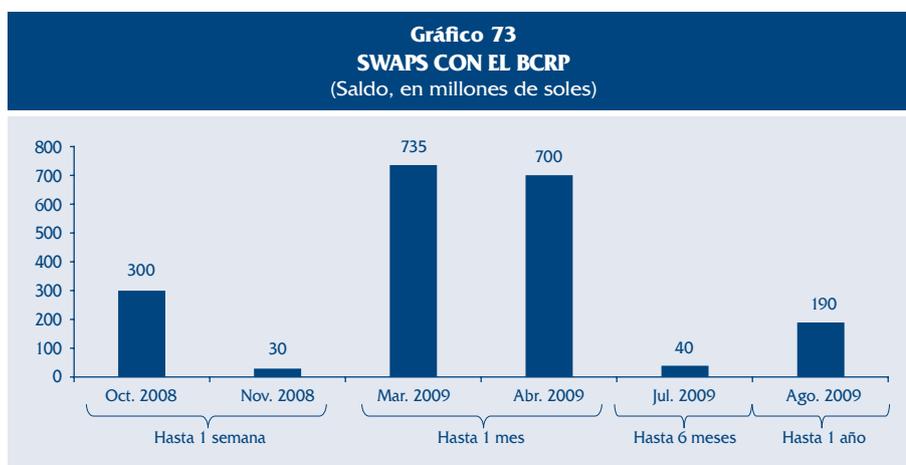
66. Entre agosto de 2008 y julio de 2009, las tasas de interés activas de las cajas municipales y rurales se han reducido principalmente para los créditos a la microempresa y de consumo en línea con las reducciones en la tasa de referencia del BCRP, aunque todavía se mantiene la dispersión de tasas de interés existente entre las distintas entidades.

Operaciones monetarias del BCRP

67. Entre junio y agosto de 2009 el mercado interbancario continuó mostrando adecuados niveles de liquidez reflejados en una mayor estabilidad de la tasa interbancaria; durante ese periodo el BCRP reorientó sus operaciones desde una estrategia de inyección de liquidez a otra de esterilización, debido a que las empresas bancarias registraban mayores excedentes de liquidez producto de los vencimientos de certificados del BCRP y con la finalidad de evitar la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. Desde junio de 2009 el BCRP empezó a realizar operaciones de esterilización a plazos *overnight*, 1 semana, 3 meses, 4 y 6 meses, con lo que se fue reduciendo el plazo residual de los Certificados de Depósitos (CDBCRP y CD BCRP-NR) de 106 a 85 días entre junio y fines de agosto.

Asimismo, entre julio y agosto el Banco Central empezó a realizar subastas de *swaps* a plazo de 6 meses y un año, que a la fecha acumulan un saldo de S/. 190 millones, en la que participaron además de bancos, las Cajas Municipales. Con este instrumento las entidades financieras obtienen fondos en soles dejando como garantía sus dólares. Este tipo de operaciones resultan atractivas para las entidades del sistema financiero que registran excedentes de liquidez en moneda extranjera, pero que prefieren prestar en moneda nacional. De esta manera es posible estimular el otorgamiento de créditos con recursos provenientes de *swaps* del BCRP a plazos mayores y contribuir a la desdolarización del crédito.

68. Desde 2007 el Banco Central introdujo el *swap* de moneda extranjera a través del cual inyecta soles y retira dólares al sistema financiero. La principal ventaja del *swap* es que permite que un mayor número de entidades del sistema financiero (ESF) puedan acceder a los fondos que ofrece el BCRP, en particular cuando la disponibilidad de Certificados del Banco Central (CDBCRP) y títulos del gobierno (BTPs), en las ESF es limitada, como es el caso de las entidades financieras que no cuentan con valores elegibles para las REPO, pero que sí cuentan con dólares.





69. En el periodo de turbulencia financiera internacional (octubre 2008-febrero 2009) el BCRP empleó los *swaps* de moneda extranjera como mecanismo complementario de inyección de fondos en soles hasta por un plazo de 3 meses, en parte para atender la demanda de este tipo de operaciones que no era cubierta en el mercado interbancario. Desde junio de 2009 el BCRP decidió ampliar el plazo de las operaciones *swap* de moneda extranjera con el objetivo de proveer fondos de mayor plazo en soles, primero a 6 meses y desde julio a 1 año.

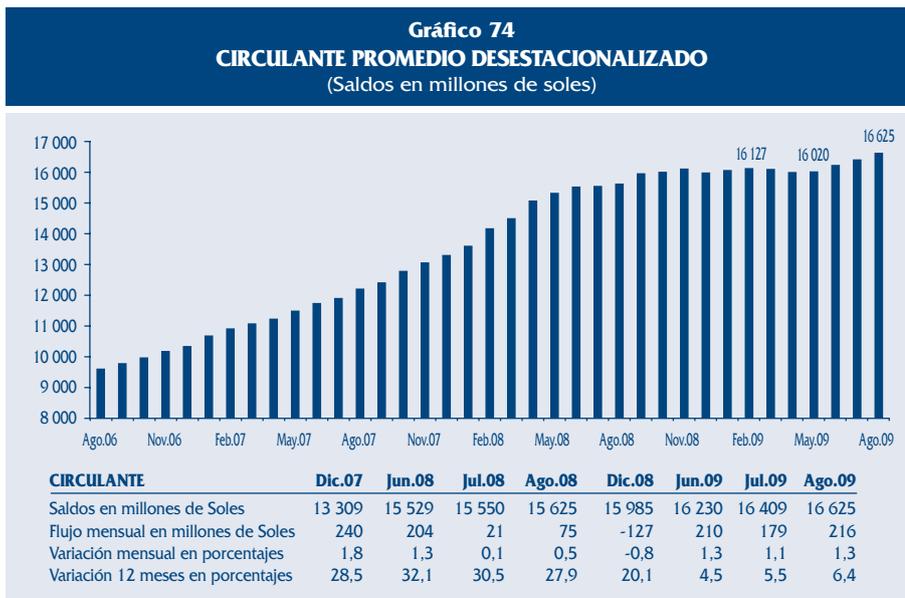
Dado que el costo alternativo del *swap*, que es una fuente de fondos con colateral, es mayor para aquellas entidades que tienen mayor dificultad de obtener financiamiento en soles, como es el caso de las entidades financieras orientadas a las micro-finanzas, son éstas las que se han adjudicado un mayor monto relativo de las subastas de *swaps* realizadas por el BCRP. De esta manera, con estas operaciones las empresas financieras especializadas en micro-finanzas, y las cajas municipales y rurales han obtenido fondos a 1 año a una tasa hasta de 1,35 por ciento, similares a las que obtienen los bancos en el mercado monetario no colateralizado, lo que además de mejorar la distribución de la liquidez en soles entre las entidades del sistema, contribuirá a reducir las tasas de interés pasivas y activas cobradas por estas entidades.

Además, los *swaps* tienen un impacto temporal en la desdolarización y la dinámica del crédito de las entidades financieras de menor tamaño, en la medida que éstas sustituyan el fondeo en dólares de sus créditos por el obtenido en soles mediante *swaps*. Las ESF especializadas en dar créditos de consumo y a la microempresa, tienen una menor preferencia a prestar sus excedentes de liquidez en dólares, en relación a sus fondos en soles, debido a que los créditos en dólares le generan un mayor riesgo crediticio asociado al riesgo cambiario, y aumentan su descalce por monedas.

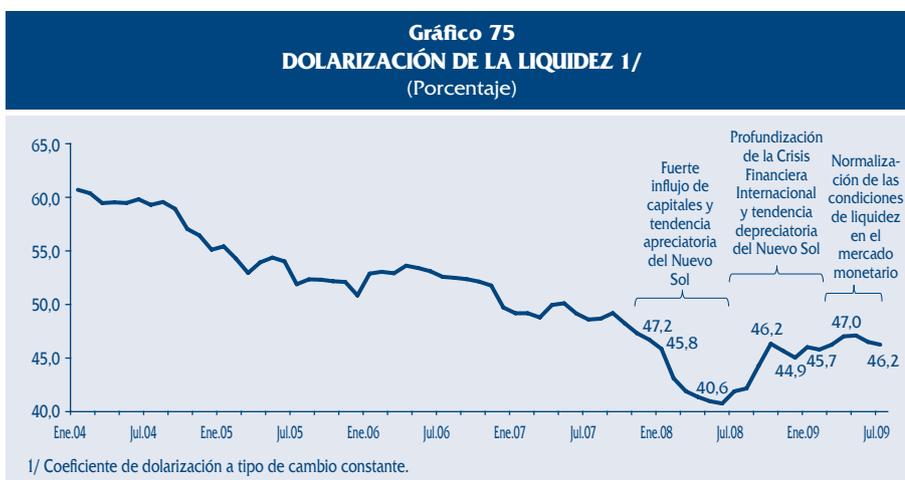
El *swap* al permitir un mayor flujo de soles en la economía, como complemento a los instrumentos tradicionales del Banco Central, refuerza la transmisión de los recortes en la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés del segmento de créditos de consumo y a la micro-empresa, y con ello la efectividad de la política monetaria.

Liquidez y crédito

70. A partir de junio se viene observando una recuperación de la demanda por circulante a tasas mensuales entre 1,1 y 1,3 por ciento lo que es reflejo de la reactivación de las transacciones de los agentes económicos.

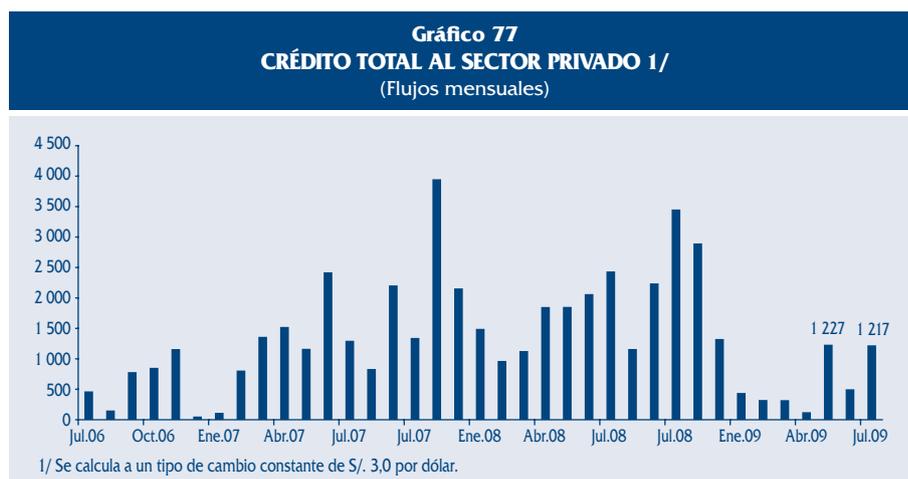


71. Asimismo, durante los últimos meses se viene observando un aumento de la liquidez del sector privado consistente con los indicios de recuperación económica.
72. Con la reducción de la incertidumbre en los mercados internacionales, se ha observado una estabilización en el coeficiente de dolarización de la liquidez, pasando de 47,0 a 46,2 entre abril y julio. Cabe señalar que 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 mantuvo en niveles cercanos a los que tenía a fines de 2007.





73. La evolución del crédito desestacionalizado indica que incluso durante la agudización de la crisis financiera global el nivel del crédito al sector privado ha continuado creciendo sostenidamente como reflejo de una adecuada posición de liquidez del sistema financiero, mostrando que en el Perú no hubo restricción crediticia. El flujo mensual de este indicador se ha venido incrementando desde junio y la información preliminar del crédito de agosto de 2009 indica que esta tendencia es sostenida.



74. Por tipo de crédito se observa un mayor dinamismo en la tasa de crecimiento del crédito a microempresas que continúa expandiéndose a tasas superiores a 29 por ciento. Por su parte los créditos comerciales e hipotecarios crecieron a tasas moderadas de 16,7 y 16,3 por ciento, respectivamente.



La evolución conjunta del crédito en soles y dólares se ha reflejado en un incremento moderado del coeficiente de dolarización de 48,5 por ciento en abril a 48,7 por ciento en julio.

Por tipo de institución financiera, la mayor velocidad de desdolarización en los últimos doce meses se dio a nivel de las entidades de microfinanzas (de 21,4 por ciento en julio de 2008 a 15,3 por ciento en julio de 2009). Por tipo de crédito la mayor desdolarización correspondió a los créditos hipotecarios (de 72,3 por ciento a 64,3 por ciento).

CUADRO 23
DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Jul. 08	Dic. 08	Abr. 09	Jun. 09	Jul. 09
Por tipo de crédito					
Créditos corporativos	69,1	68,9	65,0	65,8	65,6
Créditos a la microempresa	15,0	13,2	11,5	11,3	11,2
Créditos de consumo	16,4	16,6	15,2	15,1	15,0
Créditos hipotecarios	72,3	70,2	66,7	65,3	64,3
Por tipo de institución					
Empresas bancarias	56,8	56,7	54,1	54,4	54,3
Banca estatal	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7
Instit. de microfinanzas	21,4	20,4	15,9	15,5	15,3
TOTAL	52,1	52,2	48,5	48,8	48,7

75. Luego de un periodo de incertidumbre sobre el desenvolvimiento de la economía a comienzos de año, las emisiones privadas de bonos corporativos de empresas no financieras registraron un fuerte dinamismo en el segundo trimestre superando a las realizadas en similar periodo de 2008, antes del inicio de la crisis financiera global. En julio y agosto de este año, las emisiones privadas de bonos habrían disminuido debido



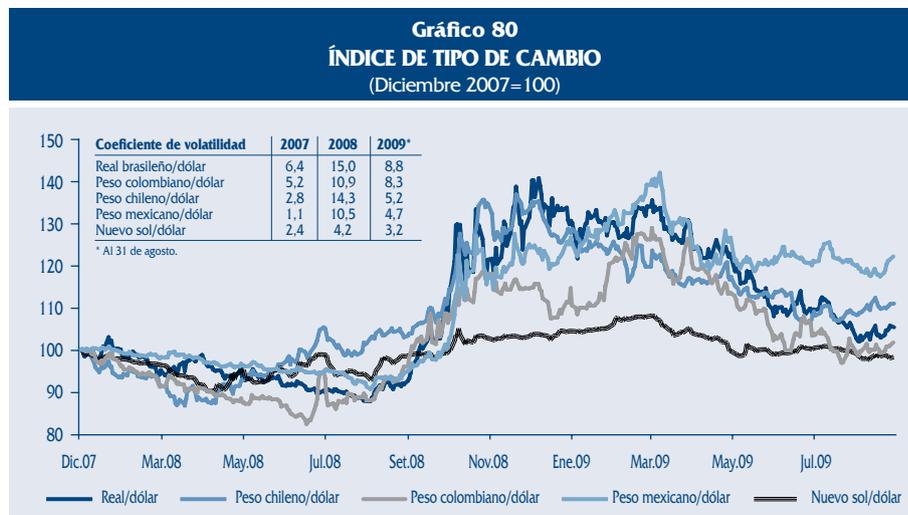


a las mejores condiciones ofrecidas por el sistema financiero, no obstante la elevada demanda existente por estos instrumentos y que las emisiones inscritas ante CONASEV hasta agosto de 2009 superan largamente a las inscritas en similar periodo de 2008 (65 por ciento más). Sin embargo, en setiembre, se observa una recuperación de los montos emitidos lo que considerando la mejora de las expectativas de crecimiento, hace prever que el aumento de las emisiones continúe en los próximos meses.



Tipo de cambio

76. Entre junio y agosto, el Nuevo Sol se mantuvo como la moneda más estable de la región reflejando la rápida normalización de las condiciones financieras en el mercado cambiario doméstico. Esta menor volatilidad del tipo de cambio hizo innecesaria la intervención del Banco Central en el mercado cambiario.



77. Así entre junio y agosto el BCRP no realizó operaciones en Mesa de Negociación y sólo emitió US\$ 134 millones de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR BCRP), monto significativamente menor al emitido durante el primer trimestre del año que llegó a US\$ 2 912 millones. Asimismo, la mayor demanda de dólares proveniente del vencimiento de los CDR BCRP por US\$ 1 404 millones, y de las compras de las AFP en el mercado *spot* por US\$ 653 millones; fue atendida mediante vencimientos de operaciones *forward* por US\$ 1 196 millones, la reducción de la posición de cambio de los bancos por US\$ 289 millones, y mediante la venta de dólares por US\$ 573 de otros agentes económicos.



78. El tipo de cambio real también muestra la misma estabilidad alcanzada desde inicios del presente año, y es similar al nivel promedio alcanzado en los últimos 10 años como reflejo de la actual estabilidad macroeconómica alcanzada con base a fundamentos sólidos (disciplina fiscal, reducción de la deuda externa y balanza de pagos sostenible); lo cual refleja que la rentabilidad relativa de nuestras exportaciones se mantiene estable.





RECUADRO 3 RACIONALIDAD DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP

Una de las primeras lecciones de la crisis financiera internacional es que las fluctuaciones en los precios de los activos financieros son importantes determinantes de los ciclos crediticios y de las fragilidades financieras que estos generan. En economías emergentes, y en particular en aquellas con alta dolarización financiera, el precio del activo financiero más relevante para fines de estabilidad del sistema financiero es el tipo de cambio; a diferencia de los países desarrollados donde el precio de las acciones o los bienes inmuebles son relativamente más importantes.

Así, en economías dolarizadas como la peruana, las fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio resultan costosas porque debilitan la posición financiera de las empresas y familias endeudadas en dólares. Por esta razón, la estrategia de Metas Explícitas de Inflación del BCRP considera la intervención en el mercado cambiario para reducir fluctuaciones transitorias y abruptas en el tipo de cambio, como parte de su estrategia de política monetaria. Estas acciones resultan particularmente importantes en periodos de elevados niveles de presión en los mercados monetario y cambiario como los registrados entre setiembre 2008 y febrero 2009 porque contribuyen a estabilizar las condiciones monetarias y crediticias y evitan que se amplifiquen los choques externos adversos.

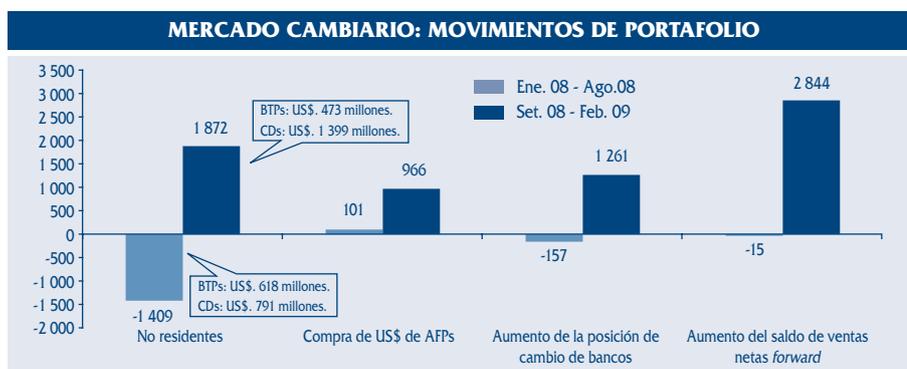
Ex post, se observa que tanto la fuerte presión apreciatoria del Nuevo Sol del primer trimestre de 2008 como la presión depreciatoria entre octubre 2008 y marzo 2009, fueron fenómenos transitorios que no reflejaban tendencias sostenibles en el tipo de cambio. Así, el nivel actual del tipo de cambio, es similar al observado en febrero de 2008. En ese sentido, de no haber intervenido el BCRP en el mercado cambiario en la magnitud y oportunidad con lo que lo hizo, la volatilidad cambiaria hubiera sido mucho mayor generando potenciales costos reales en la economía y en la estabilidad del sistema financiero. Nótese que aunque las depreciaciones del tipo de cambio hubieran sido permanentes, la intervención cambiaria orientada a atenuar volatilidades extremas hubiera facilitado la absorción de los choques externos reduciendo el riesgo de debilitar la posición patrimonial de las empresas. En el cuadro siguiente, se puede observar la menor volatilidad relativa de nuestra moneda frente a otras de la región y también su evolución conjunta.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN LA REGIÓN DURANTE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL (Variaciones porcentuales)

	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú
Periodo de influjo de capitales y boom de precio de <i>commodities</i>					
Agosto 07 / Agosto 08	-17,9	-8,4	-10,5	-1,4	-8,4
Periodo de turbulencia cambiaria					
Setiembre 08 / Febrero 09	29,0	37,3	21,0	13,6	9,1
Periodo de normalización de los mercados					
Marzo 09 / Agosto 09	-20,2	-11,1	-18,3	-7,5	-7,1

Estas otras economías de la región se diferencian de Perú en que ninguna está dolarizada, por lo que una mayor volatilidad del tipo de cambio es deseable. Sin embargo, en algunas de estas economías, a pesar de no estar dolarizadas, sufrieron inicialmente el impacto negativo de la volatilidad cambiaria porque empresas importantes habían apostado a la apreciación de sus respectivas monedas y consecuentemente se encontraban descalzadas.

Es importante recordar que la presión en el mercado cambiario fue significativa. Como se ilustra en el siguiente gráfico, las presiones cambiarias reflejaron un importante cambio de portafolio tanto de agentes residentes como de no residentes hacia posiciones largas en moneda extranjera. Así, entre setiembre 2008 y febrero 2009, la posición de cambio de los bancos se incrementó en US\$ 1 261 millones; la demanda del público, particularmente de inversionistas institucionales, se incrementó en US\$ 966 millones y la de agentes no residentes en US\$ 1 872 millones. La demanda en el mercado *forward* fue US\$ 2 844 millones. En total el Banco Central enfrentó una presión cambiaria al alza de US\$ 6 943 millones que fue amortiguada por ventas de moneda extranjera y colocación de CDRBCRP.



Esta respuesta del BCRP fue posible gracias a que en los años previos a la profundización de la crisis financiera, el BCRP acumuló un importante nivel de reservas internacionales. Tal como se muestra en el siguiente cuadro, entre 2007 y lo que va de 2009 se acumularon US\$ 11 989 millones. La menor volatilidad cambiaria alcanzada, gracias a la política del BCRP, es uno de los factores que está contribuyendo a mantener condiciones monetarias y crediticias más flexibles y que, juntamente con el estímulo monetario alcanzado con la reducción de la tasa de referencia desde niveles de 6,5 por ciento en enero 2009 a 1,25 por ciento actualmente, permitirán una recuperación más rápida y sostenida de la actividad económica.

INTERVENCIONES CAMBIARIAS (En millones de US\$)	
	Compras*
2007	10 306
Enero - abril 2008	8 728
Mayo - diciembre 2008	-5 974
Acumulado 2008	2 754
Acumulado 2009, al 31 de agosto	-1 072
Acumulado 2007 - 2009	11 989

* Negativo indica ventas netas de dólares.





RECUADRO 4 MEDIDAS MONETARIAS DEL BCRP FRENTE A LA CRISIS INTERNACIONAL

El Banco Central de Reserva del Perú tomó diversas medidas para enfrentar la reciente crisis financiera internacional, desde que ésta inició su profundización en setiembre de 2008. Utilizó oportunamente un conjunto de instrumentos de política monetaria para asegurar la continuidad de la cadena crediticia y evitar una crisis cambiaria, contribuyendo a atenuar los efectos adversos de la crisis.

Desde setiembre de 2008 el BCRP aplicó medidas para inyectar liquidez por más de S/. 35 mil millones, suma equivalente a casi el 9 por ciento del PBI, para evitar una paralización del crédito y una fuerte depreciación de la moneda con efectos negativos sobre la solidez financiera de las empresas. Se redujeron las tasas de encaje, se implementaron nuevos mecanismos de inyección de liquidez como las Repos a plazos de hasta 1 año, *swaps* de monedas, recompra de los Certificados de Depósito del BCRP, entre otros. Así, no se paralizó el crédito y se aseguró que los bancos dispusieran de los recursos para seguir financiando la actividad económica. Además, desde setiembre de 2008, con el fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 6 843 millones. Ello fue posible porque desde 2006 el BCRP había comprado US\$ 23 333 millones.

Una vez que pasaron los momentos de fuerte turbulencia internacional, en febrero de 2009, se comenzó a reducir la tasa de interés de referencia. Si esta medida se hubiese dado antes se corría el grave riesgo de que las expectativas inflacionarias no bajarán, además de una posible crisis cambiaria y una contracción del crédito, pues en una economía dolarizada como la peruana, cualquier aumento brusco del tipo de cambio puede significar que las personas y empresas endeudadas en dólares no cumplan con sus obligaciones, con el consiguiente efecto recesivo en la economía. Es así, que cuando se controlaron las expectativas inflacionarias y se dispararon las presiones alcistas sobre el tipo de cambio en marzo de 2009, el BCRP incrementó el ritmo de reducción de la tasa de interés de referencia a partir de abril, hasta llevarla al nivel actual de 1,25%, históricamente la más baja y la segunda tasa menor de las economías emergentes.

Desde julio de 2009 el BCRP ha realizado operaciones *swap* de intercambio de dólares por soles a plazos hasta un año, con el objetivo de abaratar el costo del fondeo en soles de las entidades financieras, en particular las dirigidas hacia las microfinanzas, y propiciar que las tasas de interés de los créditos en dicho segmento, bajen más rápido.

MEDIDAS PARA EVITAR QUE SE FRENE EL FLUJO DE CRÉDITO: Set.2008-Feb.2009

Entorno macroeconómico

1. Colapso del sistema financiero de las economías desarrolladas. Gravedad de crisis no vista desde la Gran Depresión de 1929.
2. Presiones al alza del tipo de cambio: 12% entre setiembre 2008 y febrero 2009.
3. Expectativas de inflación por encima del rango meta hasta febrero de 2009.

REDUCCIÓN TASA REFERENCIA: Feb.-Ago.2009

Entorno macroeconómico

1. Se reducen la inflación y las expectativas de inflación.
2. Se reduce la volatilidad cambiaria.
3. Los bancos mantienen adecuados niveles de liquidez en soles y dólares.

<p>Medidas de política monetaria</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Proveer de liquidez al sistema financiero por más de S/. 35 mil millones para impedir la parálisis del sistema financiero (equivale aprox. 9 % del PBI). 2. Venta de dólares para reducir la volatilidad cambiaria. 3. Operaciones del BCRP para reducir las tasas de interés del mercado de bonos. 	<p>Medidas de política monetaria</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Disminución de la tasa de interés de referencia de 6,5% a 1,25% para mantener la inflación en el rango meta. 2. Operaciones monetarias para dar mayor liquidez y acelerar la reducción de las tasas de interés.
<p>Resultados</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Normal funcionamiento de la cadena de pagos. 2. Niveles adecuados de liquidez en moneda nacional y extranjera. 3. Reducción de la volatilidad del tipo de cambio. 	<p>Resultados</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Retorno al rango meta de inflación a partir de julio 2009. 2. Normal funcionamiento del sistema financiero. 3. Reducción de las tasas de interés de largo plazo.

RECUADRO 5
REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN MACRO-PRUDENCIAL: PRIMERAS LECCIONES
DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

La actual crisis financiera global ha generado un consenso creciente entre académicos y autoridades económicas de que es importante fortalecer el enfoque macro-prudencial de la regulación y la supervisión para contribuir con la estabilidad financiera.

El enfoque de regulación y supervisión macro-prudencial es aquel que está orientado al sistema financiero en su conjunto, con el objetivo de reducir los costos macroeconómicos de episodios de dificultad financiera. En contraste, el enfoque micro-prudencial está orientado a las instituciones financieras en forma individual. La principal diferencia entre ambos es que el enfoque macro considera que el riesgo agregado depende del comportamiento colectivo de las instituciones financieras, es decir, es endógeno a las decisiones individuales de dichas instituciones. Por otro lado, el enfoque micro-prudencial presta su atención en las instituciones financieras individuales y considera el riesgo agregado como independiente de sus acciones.

Un enfoque macro-prudencial en la regulación y la supervisión del sistema financiero es importante principalmente por los altos costos que genera la inestabilidad financiera en actividad económica y en el bienestar de los individuos¹⁰. Asimismo, si se evalúa la solidez de las instituciones financieras

¹⁰ Por ejemplo, Hoggarth y Saporta (2001) estiman para 43 episodios de crisis bancarias una pérdida promedio entre 16,3 y 16,9 por ciento del PBI.

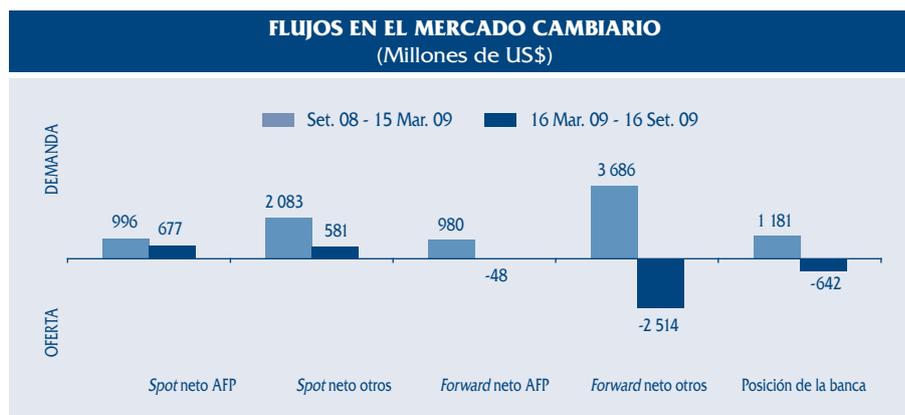




de forma independiente se estaría ignorando un factor de riesgo importante, pues es frecuente encontrar entre instituciones exposiciones comunes a los mismos factores de riesgo.

En el Perú, se ha podido observar claramente en este último episodio de turbulencia financiera (setiembre 2008-febrero 2009) la necesidad de contar con regulaciones macro-prudenciales que impidan que decisiones individuales de instituciones financieras generen impactos negativos sobre el bienestar de la sociedad, en particular en una economía dolarizada como la nuestra. En los países industrializados cuyos mercados de capitales están muy desarrollados, la evolución del precio de los activos financieros o de bienes raíces son relativamente más importantes para evaluar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, en economías emergentes con mercados de capitales todavía en desarrollo y con alto grado de dolarización financiera, el tipo de cambio se constituye en una variable importante para la estabilidad financiera.

En el gráfico siguiente se muestra cómo desde setiembre de 2008 cuando se agudiza la crisis financiera internacional, los bancos y las AFPs decidieron aumentar sus posiciones en dólares presionando al mercado cambiario. Así, entre setiembre y marzo las AFPs incrementaron su posición en dólares en casi US\$ 2 000 millones y los bancos lo hicieron en casi US\$ 1 200 millones.



En el Perú, a diferencia de otros países, la posición de cambio de los bancos puede estar larga en dólares hasta el 100 por ciento de su patrimonio, cuando ésta no debiera superar el ratio de dolarización de sus activos, que es alrededor de 50 por ciento. Chile y Colombia, por ejemplo, tienen un límite de posición de cambio de los bancos equivalente al 20 por ciento de su patrimonio.

Asimismo, a diferencia de Chile, en el Perú no hay límite prudencial a la exposición al riesgo cambiario de las AFP, por lo que no está acotado el riesgo cambiario. Por ello, es recomendable evaluar el establecimiento de un límite sobre la posición larga o descubierta en dólares de las AFP.

El desarrollo del mercado de capitales requiere también la existencia de títulos de largo plazo que puedan fondear los créditos de largo plazo de los bancos. Es por ello importante la creación de los bonos hipotecarios cubiertos en soles, instrumentos de largo plazo cuya característica principal

es la seguridad que brinda al inversionista. Ello permitiría un fondeo más barato a los bancos, debido al menor riesgo, y un calce de sus operaciones de crédito hipotecario. Asimismo, brindaría instrumentos de largo plazo para las AFP y las compañías de seguros.

Actualmente, la gran mayoría de las pensiones del sistema privado se otorgan en dólares pues sólo existen dos opciones para elegir: en dólares o indexadas a la inflación. Como hay escasez de papeles indexados a la inflación (VAC) que permitan un calce adecuado, las compañías de seguros sólo ofrecen mayormente la opción de dólares, lo que ha generado una pérdida importante para los pensionistas debido a la apreciación cambiaria. Las opciones de pensión en soles podrían ser: pensiones nominales; pensiones indexadas a la inflación o; pensiones reajustables. La legislación comparada (incluidas economías dolarizadas parcialmente) muestra que las pensiones de jubilación se otorgan en moneda nacional.

Este conjunto de medidas de regulación macro-prudencial son indispensables en una economía dolarizada como la nuestra para evitar que decisiones individuales afecten la solidez del sistema financiero y para lograr un mercado de capitales más desarrollado y que el sistema privado de pensiones sirva efectivamente para brindar mejores pensiones futuras a sus afiliados.





VI. Inflación

79. 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. Esta dinámica decreciente en la inflación continuará hasta comienzos del próximo año principalmente por factores transitorios de oferta, y se prevé que ésta se ubique transitoriamente debajo del límite inferior del rango meta entre fines de 2009 y primeros meses de 2010

80. Al mes de agosto de 2009 la tasa de inflación acumulada en los últimos doce meses fue 1,9 por ciento, retornando al rango meta. A diciembre 2008 se registró una inflación de 6,65 por ciento. La fuerte desaceleración ha sido resultado de la reversión de las alzas en los precios de los *commodities* en un contexto de crisis internacional.

A pesar de la recuperación registrada en los últimos meses, el precio del petróleo en agosto fue 45 por ciento menor al precio promedio 2008. Ello repercutió en los precios de los combustibles, los que pasaron de una variación últimos doce meses de -0,04 por ciento en diciembre 2008 a -18,4 por ciento en julio 2009.

81. La reducción de las cotizaciones en el caso de los principales insumos alimenticios (trigo, maíz y soya) contribuyeron al menor precio de los alimentos, aunque no se reflejaron en toda su magnitud en los precios de los productos finales. Este rubro también estuvo afectado por factores climatológicos en las zonas productoras así como por posiciones especulativas. En conjunto, la variación de los últimos doce meses en los precios de los alimentos pasó de 9,7 por ciento en diciembre 2008 a 2,3 por ciento en agosto 2009.





82. Considerando la evolución de los precios de los últimos tres meses (junio-agosto) la inflación disminuyó 0,36 por ciento siendo los alimentos los rubros que contribuyeron en mayor medida con esta caída durante este periodo. El pollo, la papa y la zanahoria explican alrededor de 0,7 puntos en este resultado.

CUADRO 24
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN MAYO - AGOSTO 2009
(Puntos porcentuales)

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Cebolla	0,44	34,8	0,26	Carne de pollo	4,0	-10,7	-0,42
Tomate	0,32	36,2	0,09	Papa	1,5	-8,7	-0,17
Azúcar	1,38	6,2	0,07	Zanahoria	0,2	-35,8	-0,12
Comidas fuera del hogar	10,23	0,6	0,06	Electricidad	2,2	-5,1	-0,11
Choclo	0,23	22,2	0,06	Huevos	0,7	-7,6	-0,08
Otras hortalizas	0,63	6,5	0,05	Zapallo	0,2	-25,3	-0,08
Total			0.59	Total			-0.97

Al mes de agosto 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 25
INFLACIÓN

	Ponderación	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-Ago.	12 meses
Inflación	100,0	1,14	3,93	6,65	0,01	1,87
1. Alimentos y bebidas	47,5	1,76	6,02	9,70	0,51	2,34
2. Resto de componentes	52,5	0,61	2,02	3,86	-0,49	1,39
a. Combustibles y electricidad	6,2	-3,16	5,21	1,65	-11,00	-11,37
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-14,91	-18,85
Electricidad	2,2	-7,30	1,92	6,31	-0,86	11,50
b. Transporte	8,4	1,12	0,82	5,86	-0,94	3,95
c. Servicios públicos	2,4	1,22	-1,44	8,68	0,01	5,82
d. Otros bienes y servicios	35,5	1,28	1,89	3,51	1,98	3,45
Nota						
Subyacente	60,6	1,37	3,11	5,56	1,97	3,93
Subyacente sin alimentos y bebidas	35,5	1,28	1,89	3,51	1,98	3,45

Gráfico 85
INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación trimestral anualizada)

83. Consistente con la reducción de la demanda interna y de las expectativas de inflación de los agentes económicos, la inflación subyacente ha disminuido de tasas anualizadas por encima de 5 por ciento en el primer trimestre a 1,2 por ciento en el periodo julio-agosto.

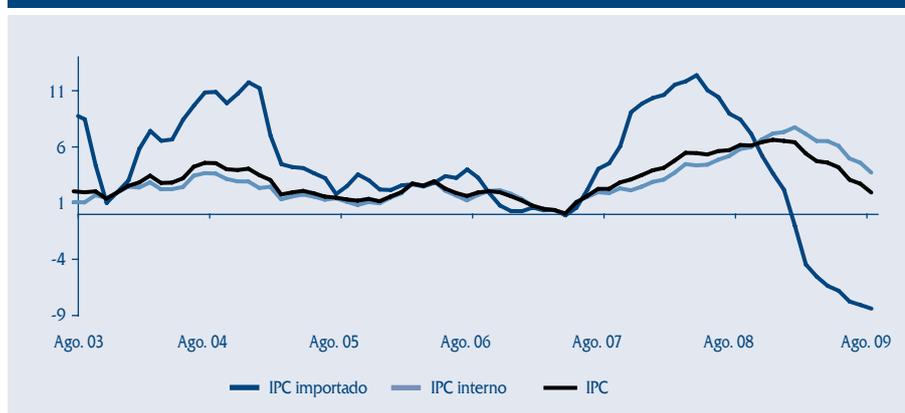
Inflación importada

84. La inflación importada registró a agosto una variación acumulada de -6,9 por ciento. Esta caída se explica por la evolución del componente de combustibles (-14,9 por ciento) y alimentos importados (-2,7 por ciento).

CUADRO 26
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Peso	2006	2007	2008	2009	
					Ene.-Ago.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	12,1	0,27	10,46	2,20	-6,87	-8,49
Alimentos	5,4	2,08	18,83	4,75	-2,71	-3,14
Combustibles	3,9	-1,50	6,45	-0,04	-14,91	-18,85
Aparatos electrodomésticos	1,0	-1,29	-1,50	-0,06	-1,99	-1,51
Otros	1,8	0,64	0,47	0,46	-0,17	1,60
II. IPC INTERNO	87,9	1,28	2,84	7,44	1,17	3,70
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,01	1,87
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-5,25	2,00
Importado no alimentos	6,7	-1,02	4,31	0,06	-10,52	-13,07
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	1,72	4,14	10,53	1,03	3,23
Doméstico no alimentos	45,8	0,89	1,64	4,53	1,32	4,18

Gráfico 86
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Expectativas de inflación

85. Las expectativas de inflación de los agentes económicos para 2009 se han reducido respecto a la información presentada en el Reporte de junio. En general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación para este año dentro del rango meta. Para 2010 y 2011 los agentes económicos ubican sus expectativas entre 2,5 y 3,0 por ciento.



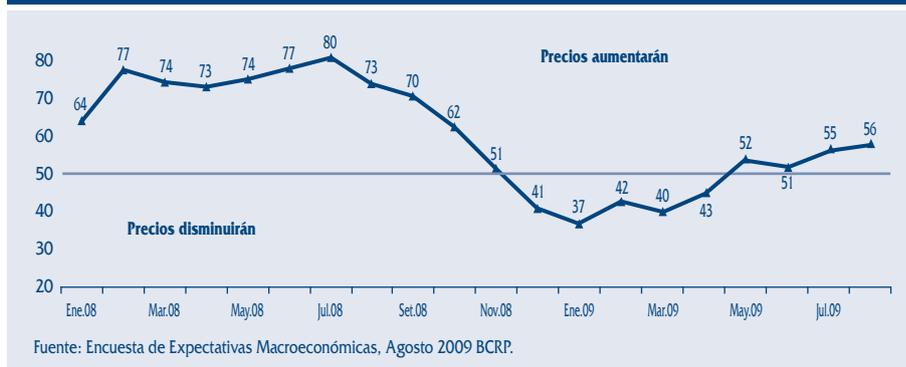


**CUADRO 27
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
INFLACION (%)**

	Junio 2009	Setiembre 2009
SISTEMA FINANCIERO		
2009	2,8	1,5
2010	3,0	2,5
2011	3,0	2,9
ANALISTAS ECONÓMICOS		
2009	2,8	1,7
2010	2,6	2,5
2011	2,8	2,8
EMPRESAS NO FINANCIERAS		
2009	3,4	2,5
2010	3,0	3,0
2011	3,4	3,0

86. 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 52 en el Reporte de junio a 56 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 51 a 58 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.

Gráfico 87
ÍNDICE DE EXPECTATIVA DEL PRECIO PROMEDIO DE INSUMOS: Próximos 3 a 4 meses
Sector Manufactura





Pronósticos de Inflación

87. La proyección de inflación de 2009 se ha revisado a la baja con respecto al Reporte de Inflación de junio, como resultado de un menor crecimiento de la actividad económica y menores expectativas de inflación. A julio de 2009 la inflación retornó a la meta y se prevé que transitoriamente se ubique cerca al límite inferior del rango meta a fines de 2009, por la reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos de origen importado y de combustibles.

En los primeros meses del año se ha confirmado la tendencia decreciente de la inflación. Así, la tasa de inflación a 12 meses se ha reducido de 6,5 en enero 2009 a 1,9 por ciento en agosto. En términos de variaciones trimestrales anualizadas, la inflación se ha reducido de 1,4 en el trimestre marzo-mayo 2009 a -1,2 por ciento en el periodo junio-agosto del mismo año, mientras que la inflación subyacente se redujo de 4,3 a 1,7 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.

- 88. 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 semestre de 2009 resultó mayor que la prevista en el escenario base del Reporte de Inflación de junio y más cercana al escenario de riesgo de mayor deterioro de la demanda interna contemplado en dicho Reporte. Este menor punto inicial en la proyección incide a la baja sobre el pronóstico de senda de crecimiento del PBI.
- 89. El menor punto inicial del tercer trimestre de 2009 se caracteriza también por una inflación importada menor que la prevista en el Reporte anterior. Esto se atribuye a los efectos negativos de la recesión internacional sobre los precios de insumos importados tales como derivados de petróleo, alimentos y de construcción, 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.



- 90. 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.
- 91. La proyección de caída del PBI mundial para 2009 se mantiene en 1,3 por ciento debido el impacto de la crisis económica mundial. Ello implica un efecto directo

negativo sobre las exportaciones. Se ha revisado la proyección de la caída de los términos de intercambio de -12,8 a -8,7 por ciento en 2009. Ello se debería a la mejora en la proyección de crecimiento de las economías en desarrollo más grandes, India y China, y a la recuperación del sector manufactura en los países desarrollados. La proyección a la baja del resto de las economías de la región, en particular los países latinoamericanos, conlleva a mantener la proyección de caída del PBI mundial en 1,3 por ciento. Por otro lado, a partir de 2010 se espera una mejora gradual del panorama económico global.

92. El escenario base de proyección prevé que la flexibilización de la política monetaria y la ejecución de la expansión del gasto público asociada al Plan de Estímulo Económico contribuyan a sostener el dinamismo económico a lo largo del horizonte de proyección, sobre todo durante el segundo semestre de 2009 y todo 2010.
93. 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 3,3 a 1,8 por ciento en 2009, de 5,5 a 5,0 por ciento en 2010 y de 5,5 a 5,2 por ciento en 2011.





VII. Balance de Riesgos

94. El factor de riesgo previsto en el Reporte de Inflación de junio 2009 que se materializó fue el del gasto interno, que fue menor al previsto debido principalmente al ajuste de inventarios.
95. 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 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 tanto 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 que la inflación se encuentre un mayor tiempo por debajo del rango meta.

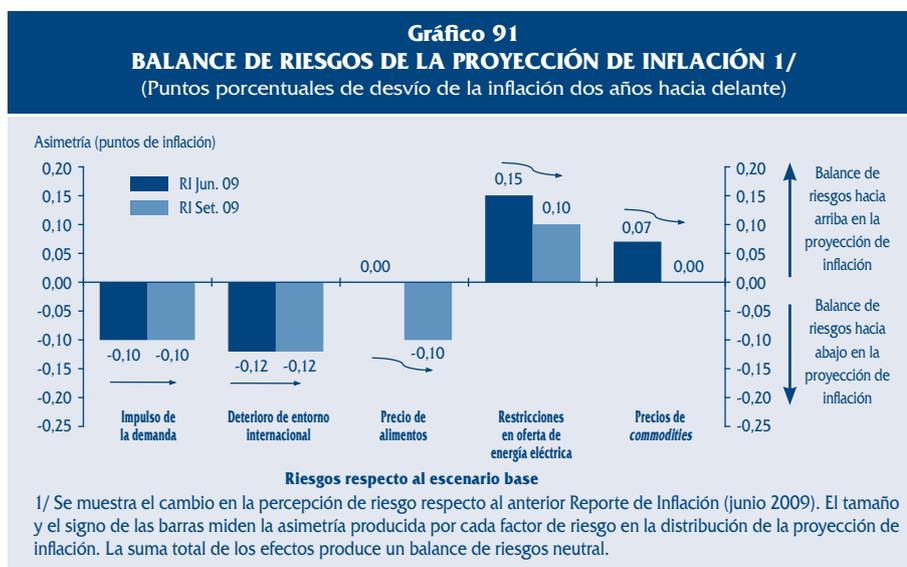
De manera análoga, al caso observado en los dos años previos, cuando los precios de los alimentos se elevaban, el Banco Central de Reserva no responderá

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.

96. Los riesgos se han inclinado más hacia el lado optimista en lo referente a restricciones de oferta eléctrica y de mayores precios de *commodities* alimenticios y petróleo. Por otro lado, los riesgos de deterioro de la economía mundial y menor gasto interno se mantienen. Finalmente, se ha incorporado un nuevo riesgo: la tendencia a la baja de los precios de alimentos domésticos.
97. 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.



98. Lo anterior conduce a una proyección de densidad de la inflación de carácter asimétrico. Esto significa que existe mayor probabilidad de que la inflación esté por debajo que por arriba del escenario base a lo largo del horizonte de proyección. El balance de riesgos de la proyección del crecimiento del PBI también se considera asimétrico y con sesgo hacia la baja. Esta valoración es similar a la del Reporte de junio que incorporaba un balance con sesgo a la baja.





CONCLUSIÓN

99. Se prevé que la inflación se ubique transitoriamente cerca al límite inferior del rango meta a fines de 2009 por la reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos de origen importado y de combustibles. Esta proyección es consistente con la tendencia decreciente que muestra la inflación desde fines del año 2008 y con la evolución esperada de sus determinantes macroeconómicos en el horizonte de proyección 2009-2011.
100. Asimismo, en el actual entorno de profundización de la recesión mundial y de desaceleración de la demanda doméstica, el Banco Central ha venido flexibilizando su posición de política monetaria con el fin de garantizar el objetivo de estabilidad de precios consistente con un crecimiento económico sostenido. La ponderación actual de los factores de riesgo sobre la proyección base de inflación indica un balance de riesgos con sesgo a la baja.

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
Var.% real								
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	-1,0	-1, +1	-1, +1	-1, +1	-1, +1
Var. %								
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
Var. % nominal								
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
% del PBI								
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.

