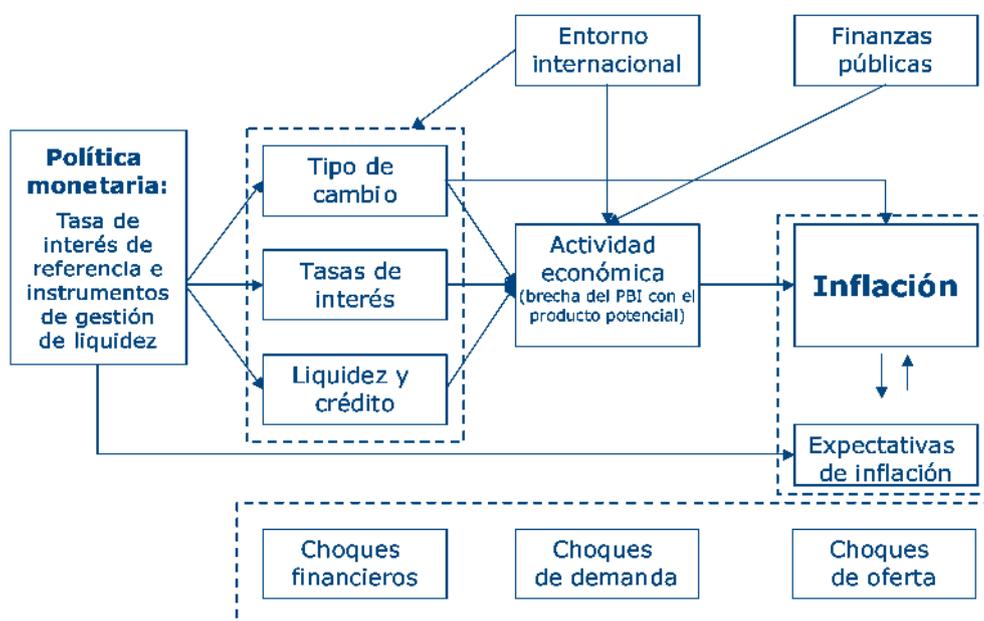


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2010-2012

Junio 2010



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 2010-2012

Junio 2010

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	9
II. Balanza de pagos	38
III. Actividad económica	46
IV. Finanzas públicas	65
V. Política monetaria	76
VI. Inflación	92
VII. Balance de riesgos	101

RECUADROS

1. Crisis de la deuda de Grecia	33
2. Precios en el sector inmobiliario	35
3. Crecimiento potencial y productividad de factores	62
4. Medidas recientes de política monetaria: abril-junio 2010	77
5. Instrumentos no convencionales de la política monetaria	88

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a marzo de 2010 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, a abril de 2010 de las cuentas monetarias y a mayo de la inflación, tipo de cambio y mercados financieros.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- Para el logro de este objetivo, el Banco ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). Con ello, el Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- El BCRP evalúa el cumplimiento de la meta inflacionaria de manera continua, es decir, tomando en cuenta la tasa de inflación anual acumulada en cada mes y no sólo la correspondiente a la del mes de diciembre de cada año. La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse para evitar presiones inflacionarias al alza o a la baja. Ante cualquier desviación inflacionaria, el Banco Central adopta las acciones necesarias para retornar a la meta. Adicionalmente, se toma en cuenta que la inflación puede ser influenciada por factores que escapan del control de las acciones del Banco Central, como pueden ser los choques de oferta o los precios de productos importados.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés afecta por distintos canales y plazos a la economía nacional y a la tasa de inflación, razón por la cual esta tasa se determina con base en estudios sobre proyecciones y simulaciones macroeconómicas. Adicionalmente, el Banco Central maneja otros instrumentos de política monetaria con los que puede afectar de manera más directa los volúmenes de liquidez y crédito, como es el caso de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- En este Reporte se ha incluido el año 2012 en el horizonte de proyección.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en setiembre de 2010.





Resumen

- i. En los primeros meses del año se registró un alto crecimiento de la actividad económica y de la demanda interna, sin observarse presiones inflacionarias. En efecto, se estima que la actividad económica se ubicaría aún por debajo de su nivel potencial en el segundo trimestre. La tasa de inflación retornó al rango meta en mayo, luego de que se ubicara por debajo del mismo por siete meses. La tasa de inflación subyacente se ubica en niveles cercanos a la meta de inflación de 2 por ciento en los últimos meses. En este contexto, el Banco Central elevó la tasa de referencia en 25 puntos básicos en mayo y en junio, luego de 9 meses en que se mantuvo en niveles mínimos históricos (1,25 por ciento). La comunicación de la política monetaria ha enfatizado que el Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para adoptar futuros ajustes en la posición de la política monetaria que garanticen la ubicación de la inflación alrededor de la meta.
- ii. La evolución de los indicadores de actividad económica de las principales economías desarrolladas se mantiene favorable. En los últimos meses han continuado observándose indicadores positivos, tanto en este grupo de economías, como también en algunas economías emergentes, especialmente de la región asiática, reflejándose tanto en una recuperación del consumo, del nivel de inventarios, en una reducción de la tasa de desempleo, así como en un incremento de los flujos de comercio exterior. Sin embargo, se ha elevado la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, debido a los serios problemas fiscales que vienen enfrentando algunas economías de la Eurozona. El incremento de la aversión al riesgo, que inicialmente se había concentrado en los mercados de deuda europeos, se extendió a los mercados bursátiles y a los mercados de materias primas.

No obstante los problemas en estas economías, el escenario central de proyección de este Reporte contempla una revisión al alza en el crecimiento mundial de 3,5 a 4,0 por ciento para 2010, dada la ejecución de datos económicos favorables en la primera parte del año, manteniéndose este nivel de crecimiento en el horizonte de proyección hasta 2012.

- iii. Con la información de actividad al primer trimestre del año, se tendrían tres trimestres consecutivos de crecimiento del PBI desestacionalizado, confirmándose que la economía peruana se encuentra desde mediados del año 2009 en una fase de recuperación. La evolución de los indicadores adelantados de actividad muestran también que esta recuperación se estaría sosteniendo principalmente en los sectores no primarios, los que a su vez tienen un importante efecto positivo sobre el empleo. El gasto privado, especialmente la inversión, viene creciendo a tasas de dos dígitos, de manera consistente con la mayor dinámica que muestran varios proyectos de inversión que el año anterior habían reprogramado su horizonte de inversión.

De manera consistente con esta evolución, se ha elevado la proyección de crecimiento del PBI para 2010 de 5,5 a 6,6 por ciento, mientras que para 2011 y 2012 se espera tasas de crecimiento de 6,0 por ciento. Con ello, la brecha producto, que como consecuencia del periodo de desaceleración ante la crisis financiera se tornó negativa durante 2009, se estaría cerrando gradualmente hacia 2012, evitando con ello que este ritmo de crecimiento previsto genere presiones inflacionarias.

- iv. El resultado fiscal previsto en el escenario central de proyección considera las medidas de contención fiscal ya anunciadas. Se mantienen las proyecciones de déficit previstos en el Reporte anterior de 1,6 por ciento para este año y de 1,0 por ciento del producto para 2011, gracias a que la proyección de crecimiento real de ingresos ha sido revisada al alza (de 10,1 a 14,0 por ciento), compensando la revisión al alza de la inversión del gobierno general (de 15,0 a 18,7 por ciento). Esta trayectoria del déficit fiscal es consistente con la reducción planteada en el Marco Macroeconómico Multianual.
- v. La evolución de la tasa de inflación durante los últimos tres meses ha estado en línea con las proyecciones contenidas en el Reporte anterior. Durante los primeros meses del año se ha apreciado una ligera tendencia al alza en la evolución de los precios de algunos alimentos y de los combustibles.

Se proyecta que la inflación se mantendría en el rango meta, como consecuencia de una brecha del producto cada vez más cercana a su valor de equilibrio, expectativas inflacionarias en línea con la meta de inflación y una moderada inflación importada.

- vi. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son:
 - **Deterioro del entorno internacional.** El escenario base considera que la actividad económica mundial se recuperaría y que los términos de intercambio se mantendrían en niveles altos, aunque decrecientes, durante el horizonte de proyección (2010 - 2012). Sin embargo, esta recuperación podría verse mermada de no resolverse la difícil situación financiera por la que atraviesa la Eurozona. Una eventual profundización de la crisis financiera en países europeos no sólo contraería la demanda de un socio comercial de importancia, sino que además podría generar contagio en mercados internacionales y desacelerar el crecimiento de la economía mundial. Bajo este escenario, se tendría una menor demanda mundial por *commodities*, menores precios para una buena parte de nuestras exportaciones primarias, condiciones crediticias internacionales desfavorables, y una consecuente desaceleración en la economía doméstica. De materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo. Adicionalmente, el Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y distintos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia.





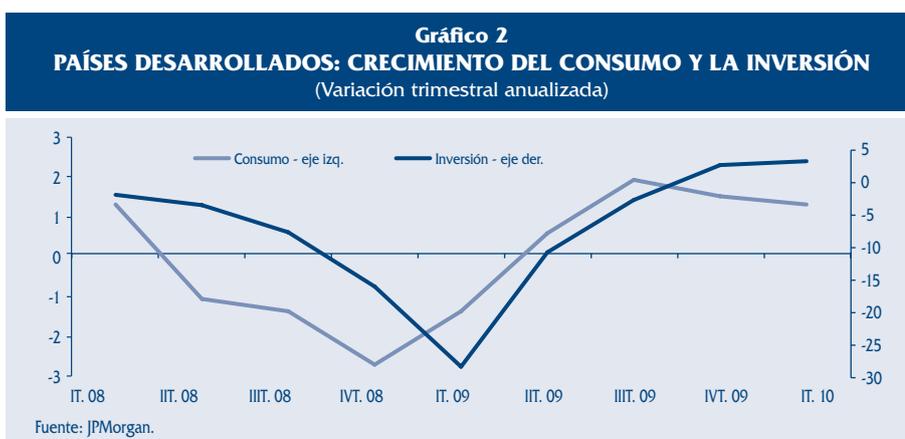
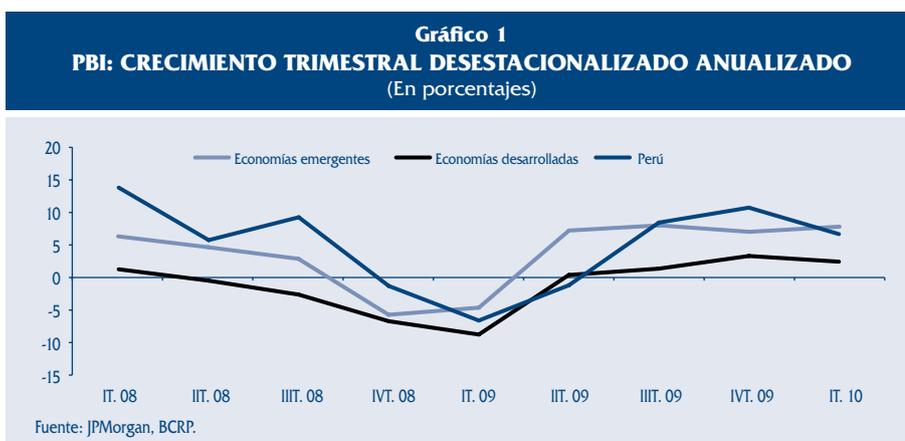
- **Mayor dinamismo en la economía doméstica.** El escenario base de proyección considera una senda de crecimiento sostenido de la demanda interna, sin presiones inflacionarias. Sin embargo, si el gasto privado y público se elevan significativamente por encima de lo previsto en el escenario base, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.



I. Escenario Internacional

Tendencias globales

1. En lo que va del año, las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, Japón y Alemania) y las economías emergentes (China e India, en particular) han tenido una evolución positiva desde el último Reporte de Inflación, incluso mejor a lo previsto.
2. El estimado agregado del PBI mundial muestra, para el primer trimestre, que el nivel de actividad de las economías desarrolladas se habría expandido a una tasa anualizada de 3,0 por ciento, a pesar del impacto de un invierno más severo en el hemisferio norte. Para las economías emergentes, la tasa habría alcanzado el 7,6 por ciento, destacando el dinamismo de China e India. En estos resultados del primer trimestre, se observa, no sólo una mayor demanda por exportaciones sino una contribución positiva del consumo y de la inversión privada.





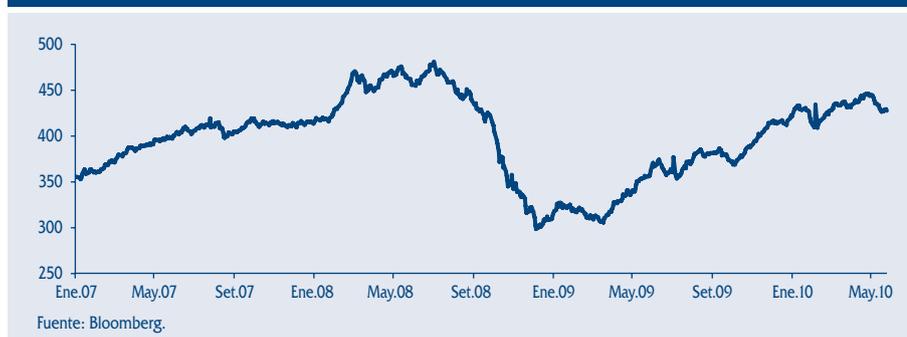
- Indicadores más específicos muestran similar tendencia. El índice de actividad manufacturera de la encuesta a las gerencias de compras (índices PMIs) continuó en mayo en la zona de expansión por décimo mes consecutivo y alcanzó, en el mes de abril, el mayor valor en cuatro años. Por su parte, el índice de servicios registró el valor más alto desde octubre de 2007, manteniéndose en la zona de expansión desde agosto de 2009, lo que sería reflejo de una mejora en la demanda interna.



- Manteniendo la tendencia reseñada en el Reporte anterior, el comercio internacional continuó recuperándose. En términos de valor, el comercio mundial, que se contrajo 23 por ciento en 2009, se viene recuperando a tasas cercanas a 25 por ciento anual, aunque aún sin alcanzar los niveles previos a la crisis. Si bien parte de la mejora se explica por el incremento en el precio de los *commodities* de los primeros meses, también se han observado incrementos en volúmenes; esto último explica el crecimiento de las economías del sudeste de Asia y también de otras economías con fuerte sesgo exportador como Alemania y Japón. Destaca la recuperación de países exportadores de petróleo como los de Medio Oriente y Rusia.



Gráfico 5
ÍNDICE DE COMMODITIES DE REUTERS
(CRB: Commodity Research Bureau)



5. En línea con esta evolución, el crecimiento del PBI mundial ha sido revisado al alza, desde 3,5 a 4,0 por ciento para 2010. Para el año 2011 y 2012 la tasa de crecimiento sería de aproximadamente 4 por ciento, menor a la observada en los años previos a la crisis internacional.

CUADRO 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2008	2009	2010			2011		2012
			1T10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
Economías desarrolladas	0,5	-3,2	3,0	2,1	2,3	2,4	2,4	2,3
1. Estados Unidos.	0,4	-2,4	3,0	3,1	3,2	2,9	2,9	2,5
2. Eurozona	0,7	-4,1	0,8	0,9	0,8	1,6	1,3	1,5
Alemania	1,3	-4,9	0,6	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5
Francia	0,3	-2,6	0,5	1,2	1,2	1,9	1,5	1,7
3. Japón	-1,2	-5,2	5,0	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9
4. Reino Unido	0,5	-4,9	1,2	1,2	1,1	2,2	2,0	2,4
5. Canadá	0,4	-2,6	6,1	2,4	3,2	3,4	3,3	2,9
6. Otras economías desarrolladas	1,7	-1,2	5,8	3,3	3,8	3,4	3,4	3,5
Economías en desarrollo	6,2	2,4	7,6	5,3	5,9	5,8	6,0	6,0
1. África	5,5	2,1	4,7	4,0	4,7	5,3	5,9	5,2
2. Europa Central y del Este	3,1	-3,6	4,2	1,7	2,5	3,9	4,0	4,0
3. Comunidad de Estados independientes	5,5	-6,6	2,4	2,9	3,5	4,0	3,9	4,2
Rusia	5,6	-7,9	2,0	3,2	3,5	3,6	3,7	3,7
4. Asia en desarrollo	8,0	6,6	10,8	7,6	8,0	7,7	7,8	7,9
China	9,6	8,7	13,1	9,2	9,5	9,2	9,2	9,2
India	7,5	5,7	10,4	6,5	7,1	6,5	7,0	7,0
5. Medio Este	5,1	2,4	4,5	4,2	4,5	4,8	4,8	4,8
6. América Latina y Caribe	4,3	-1,8	5,8	3,5	4,0	3,7	3,8	3,8
Brasil	5,1	-0,2	11,3	4,8	5,5	3,5	4,0	4,1
Economía Mundial	3,0	-0,6	5,1	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Nota:								
BRICs 1/	8,0	4,8	10,9	7,2	7,7	7,1	7,4	7,3
Socios Comerciales 2/	2,7	-1,1	4,0	3,3	3,6	3,5	3,5	3,5

Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

RI: Reporte de inflación.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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

* Variación trimestral anualizada.





6. A este panorama positivo se contraponen la situación fiscal de algunas economías de la Eurozona. Los elevados requerimientos financieros de Grecia aumentaron significativamente la incertidumbre en los mercados, lo que llevó a la adopción de un paquete de apoyo financiero por 110 mil millones que le permitiría atender sus compromisos por los próximos tres años. A pesar de este paquete y de la creación de un fondo por 750 mil millones que serviría para apoyar a las economías de la Eurozona, se mantienen las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de algunas economías europeas (básicamente Grecia, Portugal, Irlanda y España).

CUADRO 2
DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT FISCAL: AÑO 2009
(Porcentaje del PBI)

	Resultado Fiscal	Resultado Primario	Deuda Pública Bruta	PBI Nominal (miles de millones de US\$)	% del PBI Mundial
Eurozona	-6,3	-3,5	78,7	12 517	21,6
Alemania	-3,3	-0,7	73,2	3 353	5,8
Francia	-7,5	-5,2	77,6	2 676	4,6
Holanda	-5,3	-3,0	60,9	795	1,4
Bélgica	-6,0	-2,3	96,7	470	0,8
Austria	-3,4	-0,7	66,5	382	0,7
Finlandia	-2,2	-1,0	44,0	238	0,4
Rep. Eslovaca	-6,8	-5,3	35,7	88	0,2
Luxemburgo	-0,7	-0,3	14,5	52	0,1
Eslovenia	-5,5	-4,1	35,9	49	0,1
Chipre	-6,1	-3,6	56,2	24	0,0
Malta	-3,8	-0,6	69,1	8	0,0
Italia	-5,3	-0,6	115,8	2 118	3,7
España	-11,2	-9,4	53,2	1 464	2,5
Grecia	-13,6	-8,5	115,1	331	0,6
Portugal	-9,4	-6,6	76,8	228	0,4
Irlanda	-14,3	-12,2	64,0	228	0,4

Fuente: Moody's, Eurostat y FMI.

Los efectos iniciales de la crisis europea se limitarían básicamente a un menor crecimiento de dichas economías, que representan alrededor del 15 por ciento del producto de la Eurozona y 4 por ciento del PBI mundial. Este menor crecimiento sería consecuencia del deterioro en las condiciones de financiamiento externo y de la aplicación de políticas de ajuste fiscal que permitan mantener la sostenibilidad de la deuda pública.

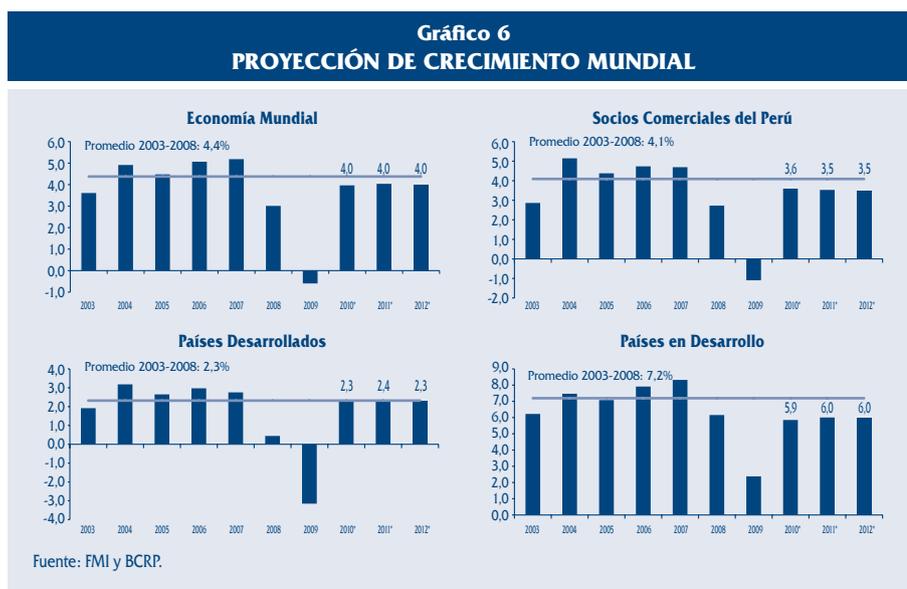
Sin embargo, existe el riesgo de que otras economías puedan ser afectadas. En primer lugar, el temor de contagio hacia otras economías desarrolladas con altos niveles de deuda podría llevar a una elevación de las tasas de interés de largo plazo o a un retiro de estímulo fiscal antes de lo anticipado, afectando las perspectivas de la economía mundial. También existe el riesgo de contagio a través de los canales

financieros dada la exposición que tienen países de la Eurozona –en particular Francia, Italia y Alemania– a los bancos de las economías afectadas.

Recientemente, la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal se ha extendido a otras economías de la Comunidad Europea como Hungría. Todo ello ha generado una fuerte volatilidad en los mercados financieros, una caída en las bolsas, un fortalecimiento del dólar y una reducción en los precios de los *commodities*. En la mayoría de estas variables, los eventos del último mes más que compensaron las ganancias de los meses anteriores. Estos hechos recientes introducen un factor de incertidumbre en la proyección de crecimiento mundial y en la evolución de los distintos mercados.

Actividad económica mundial

- En lo que va del año, la evolución económica ha sido favorable tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes. Las economías desarrolladas han venido recuperándose de la caída de 3,2 por ciento de 2009, observándose básicamente mejoras en las economías más grandes, asociadas en parte a la recuperación de inventarios.



- En **Estados Unidos (EUA)**, la actividad económica creció 3,0 por ciento en el primer trimestre sustentado en la recuperación del consumo privado y la acumulación de inventarios, como sucedió en los dos trimestres anteriores (las contribuciones de ambas variables al crecimiento fueron de 2,4 y 1,7 puntos porcentuales, respectivamente). Asimismo, los indicadores de ventas minoristas de abril y mayo reflejan una evolución favorable del consumo privado.





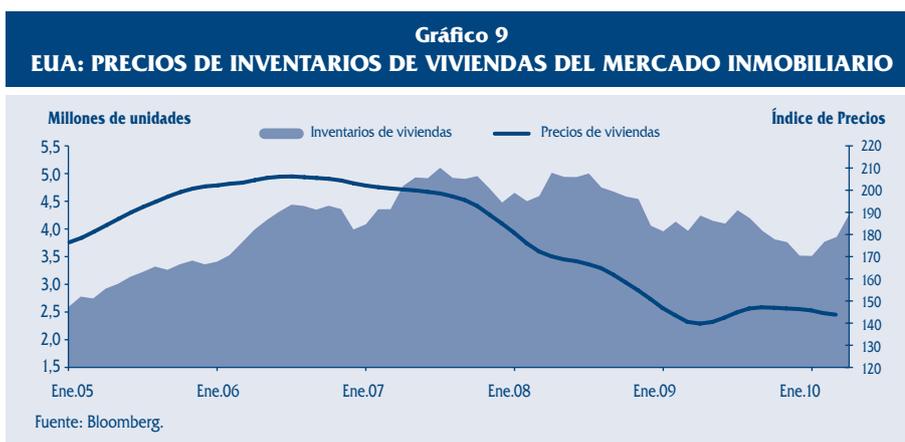
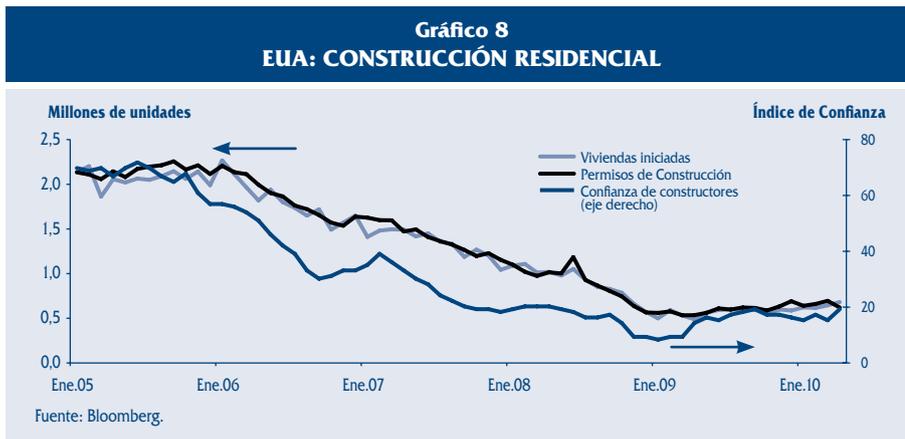
CUADRO 3					
EUA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO					
(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)					
	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T1.0
PBI	-6,4	-0,7	2,2	5,6	3,0
Consumo Personal	0,4	-0,6	2,0	1,2	2,4
Duradero	0,3	-0,4	1,4	0,0	0,9
No Duradero	0,3	-0,3	0,2	0,6	0,6
Servicios	-0,1	0,1	0,4	0,5	1,0
Inversión Bruta	-9,0	-3,1	0,5	4,4	1,7
Inversión Fija	-6,6	-1,7	-0,2	0,6	0,0
No Residencial	-5,3	-1,0	-0,6	0,5	0,3
Residencial	-1,3	-0,7	0,4	0,1	-0,3
Inventarios	-2,4	-1,4	0,7	3,8	1,7
Exportaciones Netas	2,6	1,7	-0,8	0,3	-0,7
Exportaciones	-4,0	-0,5	1,8	2,4	0,8
Gasto de Gobierno	-0,5	1,3	0,6	-0,3	-0,4

Fuente: BEA.

La recuperación gradual del consumo privado está influida por una estabilización en el mercado laboral. La tasa de desempleo se redujo ubicándose en 9,7 por ciento en mayo (frente a 10 por ciento a fines de 2009) creándose 431 mil nuevos empleos.



Del mismo modo, el mercado inmobiliario dio signos de cierta recuperación al registrarse una evolución favorable en las ventas de viviendas y cierta estabilidad en los precios. Cabe precisar, sin embargo, que la proximidad del vencimiento del incentivo tributario (en abril de 2010) habría influido parcialmente en esta evolución.



La inflación de EUA se muestra contenida. Al mes de mayo, el índice de precios al consumidor registró un aumento anual de 2,0 por ciento mientras que el componente subyacente se ubicó en 0,9 por ciento. Las condiciones del mercado laboral y el grado de utilización de capacidad instalada (actualmente en 73 por ciento) estarían dando soporte a esta tendencia que podría favorecer el mantenimiento de tasas bajas de política monetaria por un periodo prolongado. Cabe señalar que las condiciones crediticias han mejorado en el sector de consumo, pero se mantienen para el caso de las empresas.

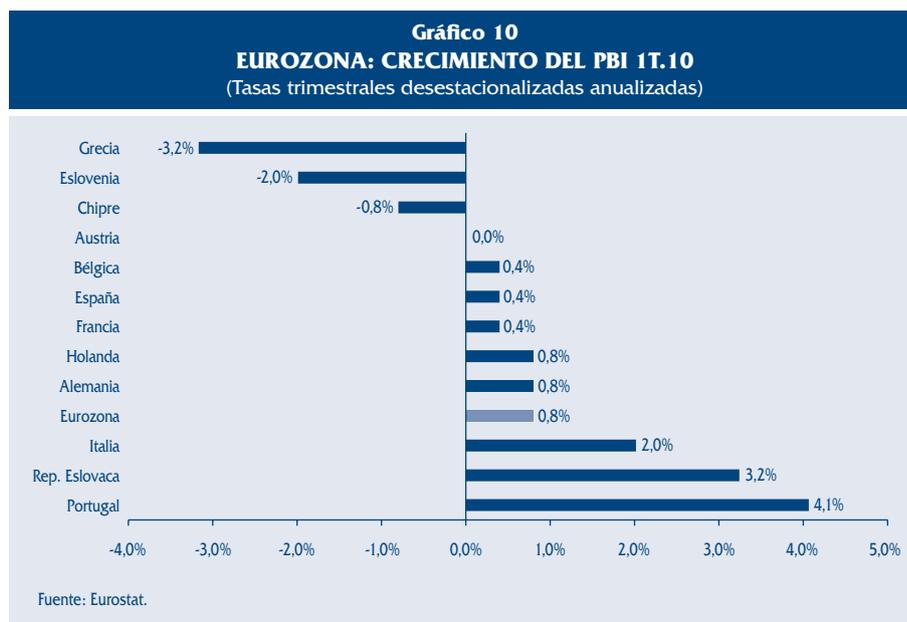
En línea con esta evolución, se estima que la economía norteamericana crecería 3,2 por ciento en 2010 y 2,9 por ciento en 2011. El supuesto detrás de esta proyección es que el consumo y la inversión privada continuarían mejorando y permitirían compensar la posible culminación del proceso de recuperación de inventarios y el retiro del estímulo fiscal, previsto para el próximo año.

9. La Eurozona también ha tenido un desempeño relativamente favorable en lo que va del año. La tasa de crecimiento del primer trimestre fue 0,8 por ciento. En las





economías más grandes se registraron tasas positivas asociadas al dinamismo del sector exportador (Alemania y Holanda) y a la demanda interna (Francia e Italia). Por el contrario, en el primer trimestre, Grecia registró una contracción de 3,2 por ciento.



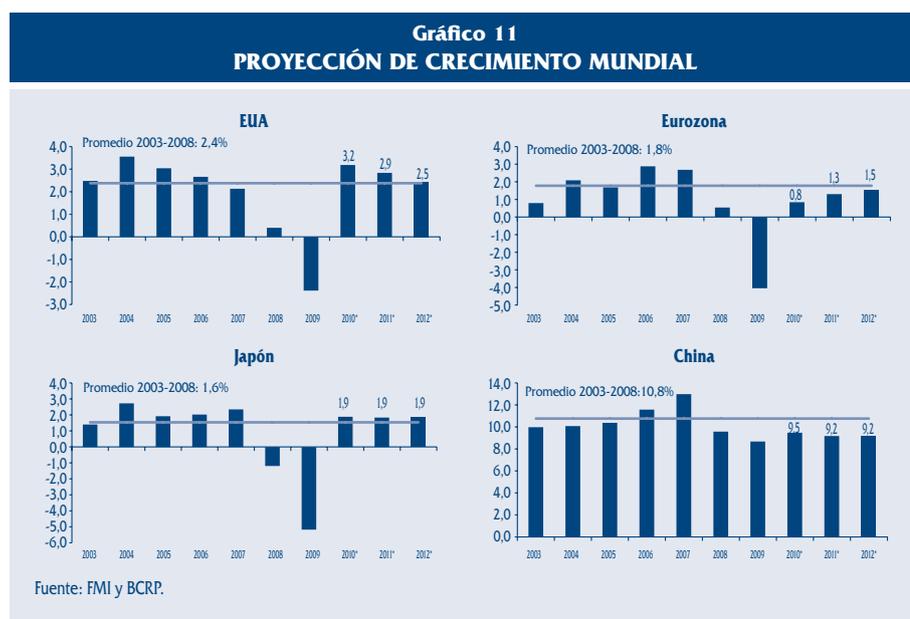
A nivel sectorial, la actividad manufacturera ha continuado con la tendencia favorable de los últimos meses: el índice PMI alcanzó un valor de 55,8 en mayo, ubicándose por octavo mes consecutivo en zona de expansión.

Sin embargo, los problemas fiscales de algunas economías europeas han afectado las perspectivas de crecimiento de la región. Por ello, se estima un crecimiento de 0,8 por ciento para 2010 y una recuperación de 1,3 por ciento en 2011 y de 1,5 por ciento en 2012, tasas ligeramente menores a lo previsto en el Reporte anterior.

10. La economía de **Japón** creció 5,0 por ciento en el primer trimestre del año, continuando con la tendencia favorable observada desde el segundo trimestre de 2009. Tanto las exportaciones como la demanda interna sustentan esta evolución, así como una recuperación de los inventarios. Dentro de la demanda interna destaca la evolución favorable del consumo, apoyado en la baja tasa de desempleo (5,0 por ciento, la menor entre las principales economías desarrolladas).

En línea con esta tendencia, la tasa de crecimiento para 2010 y 2011 se estima en 1,9 por ciento, luego de la contracción de 5,2 por ciento en 2009. Los factores que

limitan una recuperación mayor son la situación fiscal, la existencia de presiones deflacionarias y la apreciación del yen, la mayor entre las monedas de economías desarrolladas. Por su parte, el crecimiento de la inversión también se ve limitado por el exceso de capacidad instalada.



11. Dentro del **resto de economías desarrolladas**, destaca la evolución de las economías de Asia (Corea, Taiwán, Singapur y Hong Kong), cuyas tasas de crecimiento en el primer trimestre, en términos anualizados, se ubicaron entre 7,5 y 39 por ciento. En particular, las exportaciones de productos electrónicos se han recuperado significativamente en un contexto de restauración de inventarios a lo largo de la cadena productiva del Asia. Las exportaciones no electrónicas también han venido mostrando una evolución favorable en los últimos meses, gracias al mayor impulso de las economías avanzadas y especialmente de China.

Al mismo tiempo, esta expansión se ha venido traduciendo en un mayor empleo –ayudado por los programas estatales de creación de empleo implementados en estos países– y por lo tanto en un reforzamiento de la demanda interna.

12. Las **economías emergentes** han mostrado una evolución positiva. Destacan la recuperación de las economías de Asia, en particular China e India, y de varias economías de América Latina. A la aplicación de políticas de estímulo se sumó la recuperación de los volúmenes de comercio y el aumento, hasta el mes de abril, de los precios de los *commodities*.



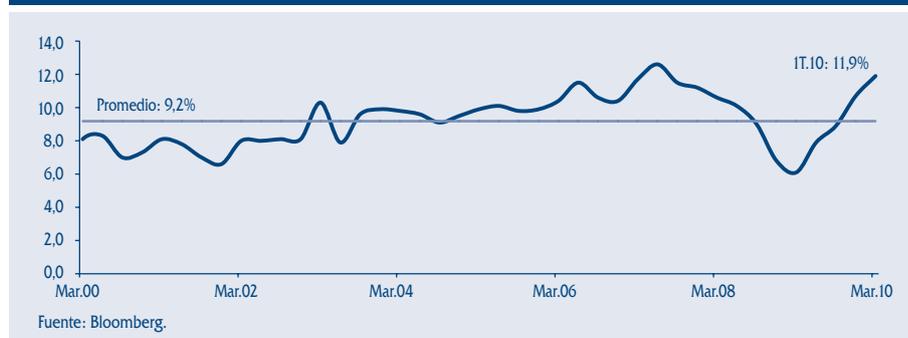
**CUADRO 4**
PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL

(Tasas de crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior)

	PBI Nominal 2009 (miles de millones US\$)	2008 IV	2009				2010 I
			I	II	III	IV	
Asia Emergente							
China	4 909	6,8	6,1	7,9	8,9	10,7	11,9
Corea	833	-3,3	-4,3	-2,2	1,0	6,0	7,8
India	1 236	5,8	5,8	6,1	7,9	6,5	8,6
Indonesia	539	5,3	4,5	4,1	4,2	5,4	5,7
Malasia	191	0,1	-6,2	-3,9	-1,2	4,4	10,1
América Latina							
Brasil	1 574	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0
Chile	162	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,0
Colombia	229	-1,0	-0,5	-0,3	-0,2	2,5	--
México	875	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	4,3
Perú	127	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,0

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística, FMI y Bloomberg.

La economía de **China** continuó mostrando un elevado dinamismo en lo que va de 2010, de la mano del crecimiento de la inversión privada y de la recuperación del sector externo. En el primer trimestre de este año el crecimiento del PBI fue de 11,9 por ciento respecto a similar periodo de 2009 (tasa mayor en casi 3 puntos al promedio de la década) luego de cerrar el cuarto trimestre de 2009 con un crecimiento de 10,7 por ciento.

Gráfico 12
CHINA: PBI TRIMESTRAL
(Variación 12 meses)

Al mismo tiempo, continuaron los temores de un sobrecalentamiento de la economía china. Diversos indicadores de actividad en mayo sustentan estas preocupaciones: la producción industrial continuó subiendo a tasas cercanas a 20 por ciento, la inflación del IPC llegó a 3,1 por ciento anual en mayo (2,8 por ciento en abril) y los precios de las viviendas crecieron casi 13 por ciento anual

en el mismo mes. En tanto, el crédito en el sistema financiero creció más que lo esperado (639 mil millones de Yuanes) en el último mes.

En este contexto, durante el periodo enero-mayo de 2010, las autoridades chinas han implementado una serie de medidas para frenar la posible formación de una burbuja de precios en el sector inmobiliario y restringir las condiciones crediticias en la economía. Las medidas incluyen, entre otras, la elevación de encaje bancario (con un incremento acumulado de 150 pbs. desde febrero), el sistema de cuotas de préstamos por entidad bancaria y medidas regulatorias en el sector inmobiliario. Asimismo, se aplicó un test de estrés a los bancos en un escenario de apreciación del Yuan.

**CUADRO 5
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA**

		Previo	Sondeo	Actual
PBI real (var % trim. respecto año anterior)	1T.10	10,7%	11,7%	11,9%
Inflación (var % 12 meses)	Mayo	2,8%	3,0%	3,1%
PMI manufactura	Mayo	55,7	54,5	53,9
Producción Industrial (var % 12 meses)	Mayo	17,8%	17,0%	16,5%
Inversión en activos fijos (var % 12 meses)	Mayo	26,1%	25,7%	25,9%
Ventas minoristas (var % 12 meses)	Mayo	18,5%	18,5%	18,7%
Balanza comercial (US\$ mil millones)	Mayo	1,7	8,2	19,5
Exportaciones (var % 12 meses)	Mayo	30,5%	32,0%	48,5%
Importaciones (var % 12 meses)	Mayo	49,7%	44,7%	48,3%

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 13
CHINA: PMI MANUFACTURA Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**



13. En lo que va del año, la evolución de las economías de **América Latina** ha sido favorable en general, aunque a nivel de países se observa diferencias en el ritmo de recuperación. La inflación en la mayoría de las economías ha revertido la tendencia descendente observada el 2009 y las expectativas para fin de año se vienen incrementando paulatinamente en la medida que la actividad retoma el





dinamismo. En cuanto al crecimiento, éste viene siendo impulsado por el consumo, la inversión y la demanda externa, además del componente de inventarios. Los datos de crecimiento ejecutados para el primer trimestre del año fueron positivos, con algunas excepciones. En Chile, la actividad fue afectada por el sismo, mientras que México, experimentó una ligera contracción. Se estima que la región crecería 4,0 por ciento en 2010, 0,5 puntos por encima de lo previsto en el Reporte de Marzo y 3,8 por ciento en los próximos años.

Además del dinamismo de la demanda interna, los factores externos, en particular los flujos de capitales, contribuirían a dicha expansión: el FMI estima que el ingreso neto de flujos de capitales, luego de alcanzar los US\$ 32,3 mil millones en el 2009, se incrementaría a US\$ 79 mil millones en 2010 llegando a US\$ 98 mil millones en 2011, destacando los flujos por concepto de inversión directa. Asimismo, la recuperación en los volúmenes de comercio –estimado en alrededor de 10 por ciento para la región en 2010– influye en las expectativas de crecimiento, siendo los más beneficiados aquellos países con exportaciones más diversificadas como es el caso de Brasil, Chile y Perú, y que mantienen un considerable porcentaje de envíos a China.

CUADRO 6
AMÉRICA LATINA: INDICADORES ECONÓMICOS

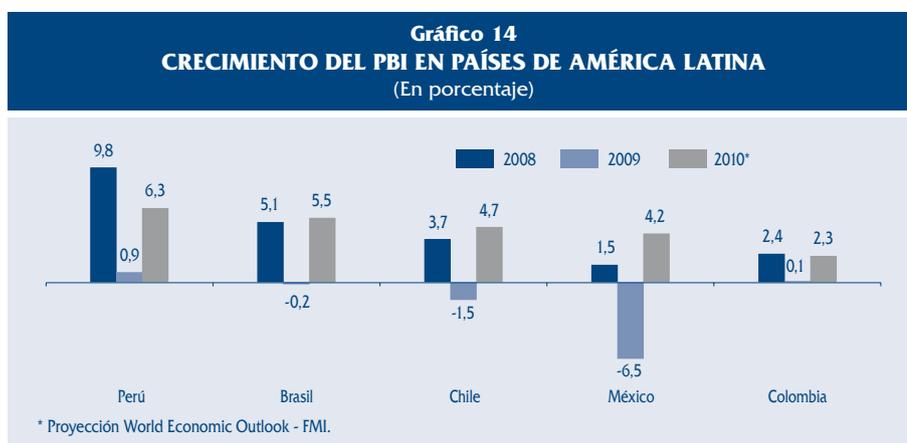
País	2009				2010		
	Términos de Intercambio (var. %)	Destino de exportaciones			Deuda pública* (% PBI)	Inflación	Crecimiento PBI Variaciones porcentuales
		China	EUA	Eurozona			
		(% del total de exportaciones)					
Argentina	-5,5	6,7	6,2	15,4	47,6	10,7	5,0
Brasil	-2,4	13,4	10,4	19,1	63,0	5,5	6,3
Chile	1,2	24,0	11,0	16,0	6,1	3,5	4,5
Colombia	-17,2	3,0	39,0	11,0	41,0	3,5	3,0
Costa Rica	6,7	6,3	27,6	12,7	27,8	8,1	3,7
Ecuador	-11,5	0,9	33,2	13,7	18,2	4,2	2,2
El Salvador	7,9	0,1	46,6	5,6	50,7	3,8	1,3
México	-1,7	1,0	80,5	4,3	28,4	5,0	4,3
Perú	-5,5	15,3	17,4	13,5	25,7	2,5	5,7
República Dominicana	3,4	2,0	61,9	8,2	28,4	7,7	4,4
Uruguay	4,7	4,3	3,3	11,8	49,8	6,4	4,5
Venezuela	-25,0	16,6	21,7	14,7	18,4	33,9	-2,9

*Deuda del gobierno general/PBI.

Fuente: BCRP, CEPAL, ALADI, UN Comtrade, Moody's y Consensus Forecast.

Dentro de la región, destaca el crecimiento de Brasil, donde todos los componentes de la demanda muestran expansión y donde el ratio de capacidad utilizada ya se encuentra en los niveles previos a la crisis. En este contexto, las expectativas de inflación se han ido incrementado, lo que llevó al Banco Central a elevar la tasa de

interés en dos oportunidades. Otros países que han ajustado su tasa de interés han sido Perú y Chile.



Mercados financieros

14. Hasta abril, los mercados financieros siguieron mostrando mejores condiciones favorecidos por la difusión de los resultados corporativos del primer trimestre, que superaron las expectativas y que confirmaban la mejor evolución del crecimiento mundial. Sin embargo, desde mayo, se agudizaron las tensiones en los mercados de deuda originadas por la incertidumbre sobre las posibilidades de financiamiento del déficit fiscal de Grecia y su eventual impacto sobre otras economías con similares problemas (Irlanda, Portugal, España) y sobre las entidades financieras expuestas al riesgo crediticio. Nuevamente los mercados financieros mundiales experimentaron perturbaciones por la aversión al riesgo, la que se acentuó por los recortes de calificación a la deuda soberana de Grecia, Portugal y España.

CUADRO 7
SPREAD DEL CREDIT DEFAULT SWAP (CDS, EN PBS.) 1/

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Ene.10	Feb.10	Mar.10	Abr.10	May.10	3 Jun.10	8 Jun.10	9 Jun.10
Portugal	18	96	92	162	164	139	290	305	335	350	309
Italia	20	157	109	116	128	116	142	196	233	237	206
Irlanda	n.d.	181	158	152	144	42	193	232	264	285	254
Grecia	22	232	283	399	364	333	719	663	726	795	764
España	18	101	113	129	130	116	167	219	254	266	240
Alemania	7	46	26	37	41	32	44	40	43	48	43
Reino Unido	9	107	83	82	85	77	76	80	87	93	89
Francia	10	54	32	51	58	46	63	69	84	100	90
Nota:											
Perú	116	303	124	144	131	127	121	134	133	146	144

Fuente: Bloomberg.
1/ El CDS es un instrumento financiero que asegura contra las pérdidas ante un evento de default.





El paquete de apoyo para Grecia (ver recuadro adjunto) y la creación de una facilidad para las economías de la Eurozona redujeron parcialmente la incertidumbre, aunque eventos puntuales -como la prohibición a las operaciones cortas no cubiertas por parte de Alemania, la intervención de CajaSur en España y temores sobre la sostenibilidad fiscal de Hungría- introdujeron temporalmente una mayor volatilidad en los mercados.

La crisis de la deuda soberana en algunos países de la Eurozona y los temores de contagio incrementaron la aversión al riesgo. El índice VIX -que mide la volatilidad de los mercados bursátiles- se elevó sustancialmente en mayo. Ello impactó en los mercados de dinero y afectó los principales indicadores en los mercados de renta fija y renta variable.



15. En el **mercado monetario** la banca europea volvió a experimentar restricciones de liquidez ante su mayor exposición al riesgo crediticio en las economías europeas con problemas fiscales. En EUA también se observó un incremento en el *spread* entre la tasa libor en dólares y los títulos del Tesoro de EUA a tres meses (*TED spread*), en línea con la mayor aversión al riesgo, lo que revierte la tendencia a la baja de los primeros meses del año.



16. En los mercados de **renta variable**, el índice MSCI¹, que refleja la evolución agregada de los mercados bursátiles, cayó 10 por ciento en el mes de mayo, con lo que se ubicó en niveles menores a los observados a inicios de año, tanto en el caso de las economías desarrolladas (Francia, Japón y Reino Unido registran caídas de 10, 9 y 4 por ciento) como en el caso de los emergentes (al interior de los BRICs, las pérdidas de las bolsas de Brasil y China llegaron a 11 y 19 por ciento, respectivamente).



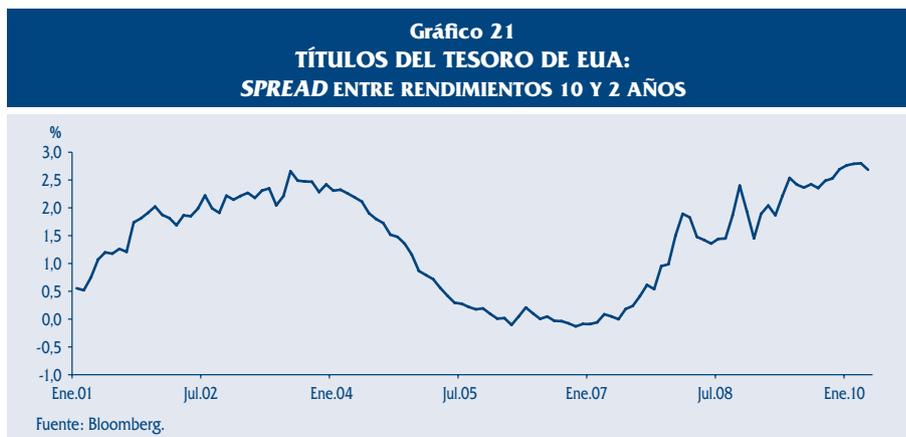
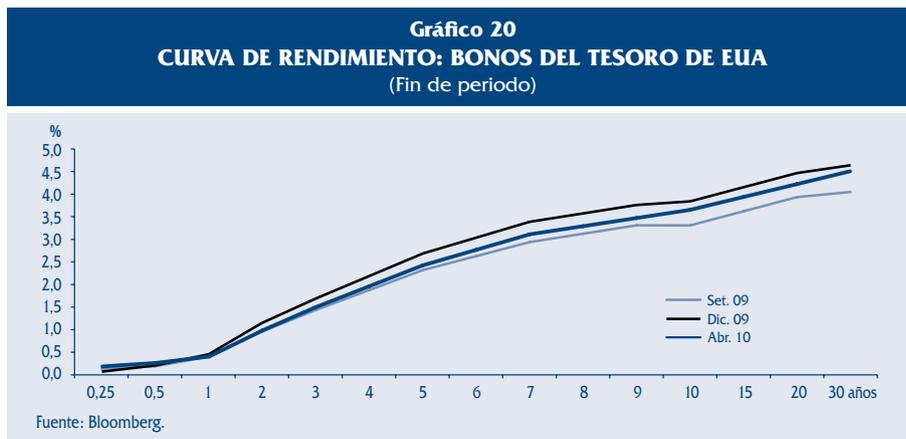
En los mercados de deuda emergente, los *spreads* también se elevaron, en línea con la mayor aversión al riesgo y se situaron por encima de los niveles observados a fines de 2009.

1 El MSCI es un índice de mercados bursátiles desarrollados y es elaborado por Morgan Stanley Capital.





Este incremento en la aversión al riesgo se reflejó también en una mayor demanda por activos percibidos como de menor riesgo, como los bonos del tesoro americano. El rendimiento de los bonos a 10 años registró en lo que va del año una disminución de 56 puntos básicos, reducción similar a la observada en la mayoría de tramos de la curva de rendimiento.



17. Con respecto a las **tasas de interés de política monetaria** de los bancos centrales, desde el Reporte de Inflación de marzo, las decisiones de las entidades han sido mixtas y se evidencia cierta pausa en el proceso de ajuste debido a la incertidumbre en los mercados internacionales. En la región, Brasil fue el primero en iniciar el ciclo de alza de tasas acumulando un incremento de 150 pbs., a 10,25 por ciento en un contexto donde la tendencia de la inflación y de las expectativas inflacionarias se mantienen elevadas. Posteriormente los bancos centrales de Perú y Chile elevaron sus tasas de interés. Canadá fue el primer país del G-7 en elevar su tasa de interés mientras que Colombia, Islandia, Hungría y la República Checa las redujeron.

CUADRO 8
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Set.08	Set.09	Dic.09	Mar.10	May.10	Jun.10	Var (pbs.) en 2010	Inflación 2010
Pakistán	13,00	13,00	12,50	12,50	12,50	12,50	0	n.d.
Brasil	13,75	8,75	8,75	8,75	9,50	10,25	150	5,5
Islandia	15,50	12,00	10,00	9,00	8,50	8,50	-150	n.d.
Indonesia	9,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	0	4,7
Sudáfrica	12,00	7,00	7,00	6,50	6,50	6,50	-50	5,7
Turquía	16,75	7,25	6,50	6,50	6,50	6,50	0	9,2
China	7,20	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	0	3,3
Hungría	8,50	7,50	6,25	5,50	5,25	5,25	-100	4,4
India	9,00	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	50	8,4
Australia	7,00	3,00	3,75	4,00	4,50	4,50	75	2,8
México	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0	5,0
Filipinas	6,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0	5,0
Polonia	6,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	2,4
Colombia	10,00	4,00	3,50	3,50	3,00	3,00	-50	3,5
Nueva Zelanda	7,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	25	2,4
Malasia	3,50	2,00	2,00	2,25	2,50	2,50	50	2,1
Eslovaquia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	n.d.
Noruega	5,75	1,25	1,75	1,75	2,00	2,00	25	2,4
Corea del Sur	5,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	0	2,9
Perú	6,50	1,25	1,25	1,25	1,50	1,75	50	2,5
Israel	4,25	0,75	1,25	1,50	1,50	1,50	25	2,7
Tailandia	3,75	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	0	3,6
Taiwán	3,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	0	1,4
Eurozona	4,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	1,3
Chile	8,25	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	50	3,5
República Checa	3,50	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75	-25	1,5
Canadá	3,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	25	1,9
Reino Unido	5,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	2,9
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	2,0
Suecia	4,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	1,3
Suiza	2,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	1,0
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	-1,0

Fuente: Reuters, Bloomberg y Consensus Forecast.





Mercados cambiarios

18. Los hechos recientes en la Eurozona llevaron a un incremento en la aversión al riesgo y fortalecieron al dólar con respecto al euro. De este modo, el euro acentuó la tendencia que venía observando en los primeros meses y alcanzó el nivel más bajo en cuatro años. Sin embargo, respecto al yen, el dólar se debilitó por el incremento en la aversión al riesgo y la consecuente reversión de las operaciones de *carry trade*. En América Latina las monedas también enfrentaron tendencias depreciatorias a raíz de los eventos en la Eurozona. A la mayor aversión al riesgo se sumó la caída en los precios de los *commodities*. Las mayores depreciaciones se observaron en el real brasileiro, el peso argentino y en el peso chileno.



Términos de intercambio

19. Las cotizaciones internacionales de los *commodities* continuaron recuperándose hasta abril. En mayo los precios corrigieron a la baja y, en muchos casos, revirtieron las ganancias del año, ante la incertidumbre generada por los problemas fiscales en algunos países de la Eurozona y por los temores de contagio a otras regiones con el consecuente impacto sobre la recuperación de la demanda mundial. En esta coyuntura, China continuó jugando un rol importante como soporte de los precios. A diferencia de la mayoría de *commodities*, el precio del oro mostró una sostenida tendencia al alza debido a su demanda como activo de refugio y reserva de valor.

En esta coyuntura se proyecta que los términos de intercambio del comercio exterior del país mantendrían un crecimiento cercano al 13 por ciento durante 2010, similar al proyectado en el Reporte de marzo. La proyección de la mayoría de precios de los productos de exportación e importación ha sido revisada a la baja. Para 2011 y 2012 se estima que los precios de los productos de exportación y de importación se estabilizarán alrededor de los niveles promedio actuales.

CUADRO 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales y precios promedio anual)

	2009	2010			2011*		2012*
		RI Mar.10	RI Jun.10		RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
			Ene-May	Año*			
Términos de intercambio	-5,5	12,9	24,9	12,6	-2,9	-3,3	-1,3
Precios de Exportaciones	-12,5	17,2	41,0	20,7	-0,3	-1,5	0,6
Cobre (ctv US\$ por libra)	234	322	330	313	320	300	300
Zinc (ctv US\$ por libra)	75	102	102	96	101	90	90
Oro (US\$ por onza)	974	1111	1136	1167	1110	1212	1208
Precios de Importaciones	-7,4	3,8	12,9	7,2	2,6	1,9	2,0
Petróleo (US\$ por barril)	62	80	79	75	83	76	77
Trigo (US\$ por TM)	193	191	160	174	216	206	225
Maíz (US\$ por TM)	139	150	134	140	163	157	165
Aceite de Soya (US\$ por TM)	729	850	786	813	903	867	879
Arroz (US\$ por TM)	561	537	524	462	530	440	448
Azúcar (US\$ por TM)	412	505	517	414	426	345	345

* Proyección.

Gráfico 23
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 1997 - ABRIL 2010 (1994=100)

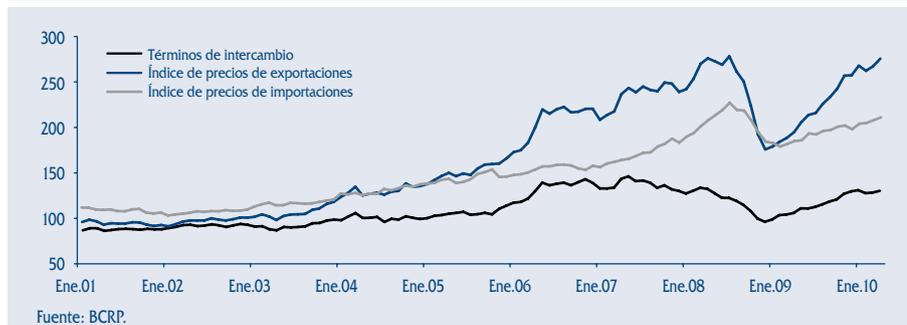
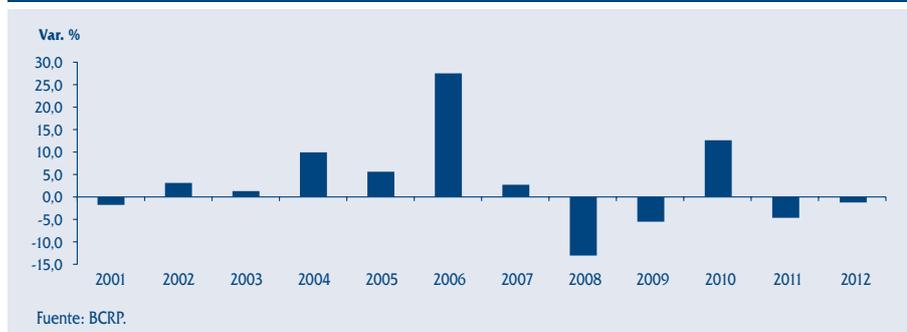


Gráfico 24
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)

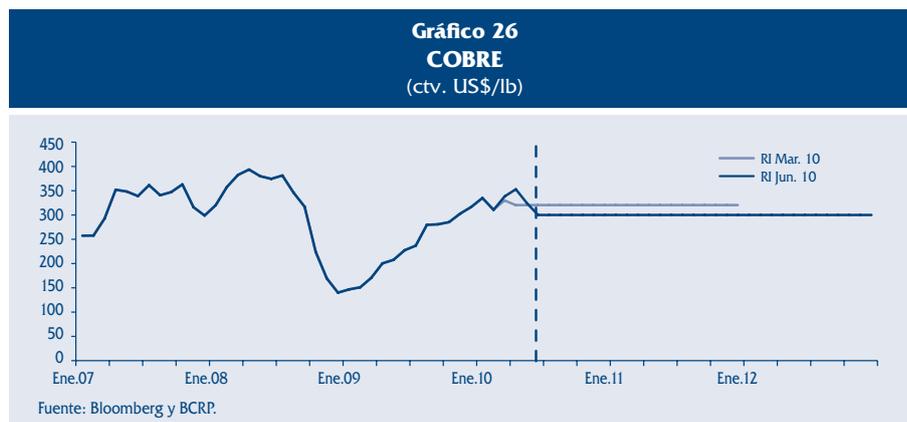




Cobre

20. Entre enero y abril de 2010 el precio de cobre aumentó 12 por ciento (en 2009 creció 127 por ciento) llegando a ubicarse en un promedio de US\$/lb. 3,53. Ello fue reflejo de la creciente demanda de economías emergentes como China, de las restricciones de oferta de los principales productores (huelgas, problemas técnicos y terremoto en Chile), así como de las renovadas expectativas de crecimiento mundial, tal como lo muestran los indicadores de actividad. Sin embargo, en mayo, los mercados registraron pérdidas debido a la situación financiera en Europa. Así, en mayo, el precio del cobre se ubicó en un nivel promedio de US\$/lb. 3,14 similar nivel al de diciembre 2009.

Se estima que en el segundo semestre de 2010 la demanda de cobre recupere el dinamismo en línea con las proyecciones de crecimiento de los sectores construcción e industria de diversas regiones.

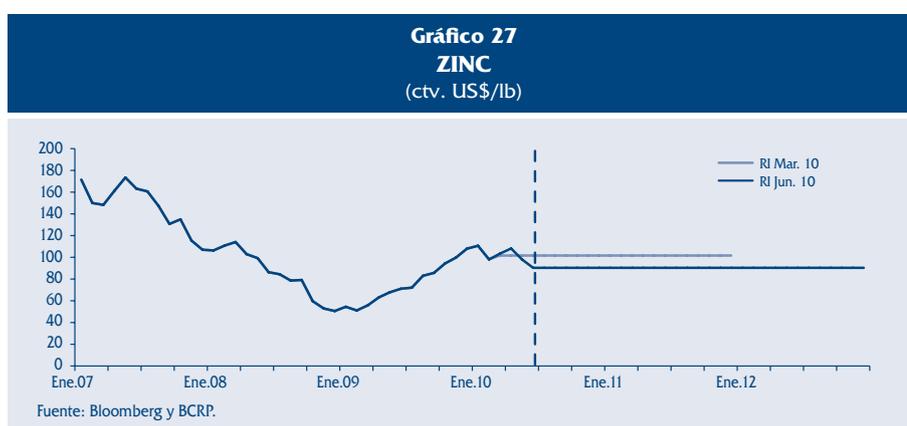


Zinc

21. La cotización del zinc registró un comportamiento similar a la cotización del cobre. Luego de subir casi 120 por ciento en 2009, el precio se elevó ligeramente entre

enero y abril para posteriormente caer en mayo debido a la turbulencia en los mercados financieros. El precio llegó a un promedio de US\$/lb. 108 en abril y disminuyó a US\$/lb. 92 en mayo.

Luego de haber caído en casi todas las regiones, la demanda por zinc se recuperaría en 2010; en particular en Europa, donde cayó 25 por ciento durante 2009, y en China, donde continúan en marcha grandes proyectos de infraestructura y donde se estima que el sector automotor recobrar su dinamismo.



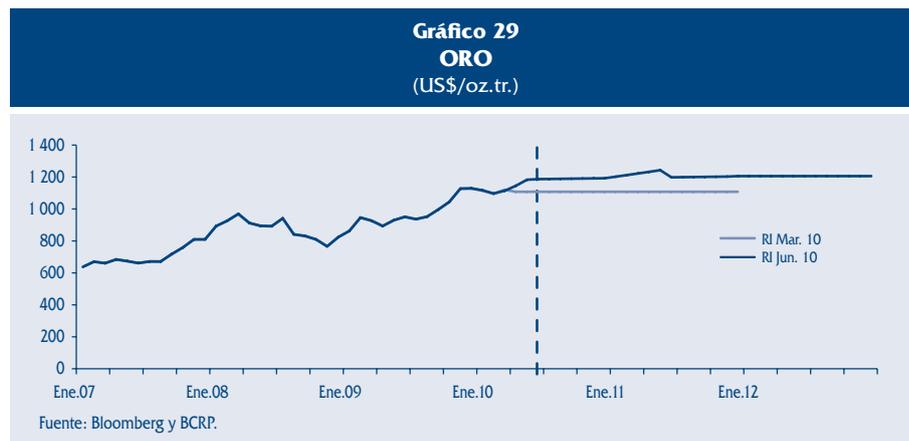
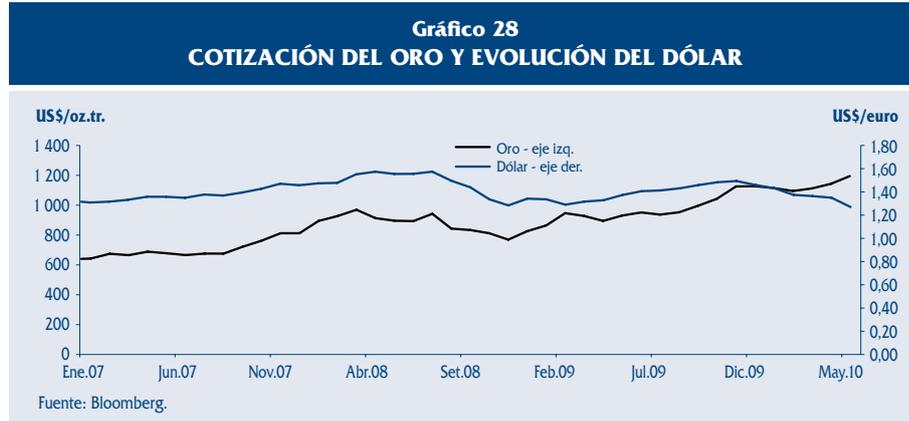
Oro

22. La cotización de oro registró entre enero y mayo de este año un aumento de 6 por ciento llegando a ubicarse en un nivel promedio de US\$/oz.tr. 1 202 en mayo². A diferencia de otros *commodities*, el oro tuvo una tendencia al alza durante mayo debido a su demanda como activo de refugio y reserva de valor en una coyuntura de incertidumbre financiera. El 13 de mayo el precio del oro llegó a un nivel récord de US\$/oz.tr. 1 240 debido a los eventos en Grecia y al posible contagio a otros países de Europa. Con ello, la demanda de oro por parte de los inversionistas (posiciones no comerciales) subió más de 20 por ciento durante mayo. En lo que va de junio, el precio ha registrado un promedio de US\$/oz.tr. 1 225 (un nuevo máximo se registró el 8 de junio: US\$/oz.tr. 1 247).

Se estima que el precio del oro frenaría su tendencia al alza en la medida que se vaya disipando la incertidumbre sobre la situación fiscal y financiera de los países europeos afectados y consolidando la recuperación económica mundial. El anuncio del FMI de poner a disposición 120 TM de oro de sus reservas³ durante 2010 ayudaría a dicha corrección.

- 2 En los primeros tres meses del año el precio del oro cayó alrededor de 1 por ciento en línea con el fortalecimiento del dólar, la toma de ganancias de inversionistas, la mayor producción estimada en Sudáfrica y la mayor oferta del FMI. El precio del oro alcanzó un mínimo de US\$/oz.tr. 1 057 el 2 de febrero.
- 3 El FMI vendió 24 TM de oro durante el primer trimestre del año.

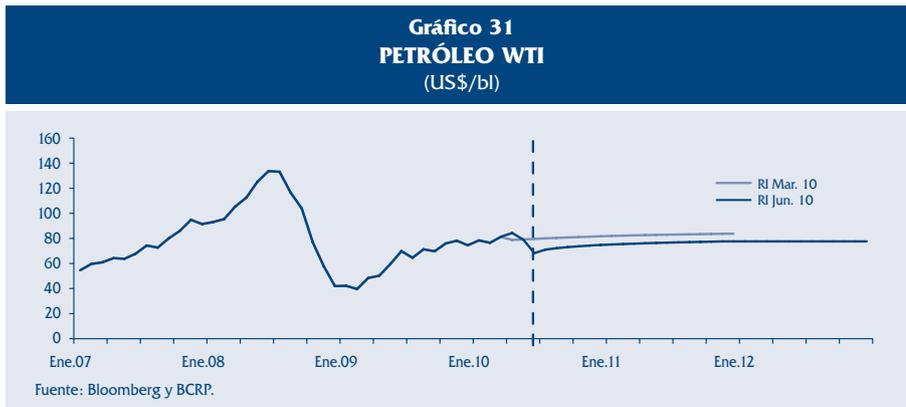




Petróleo

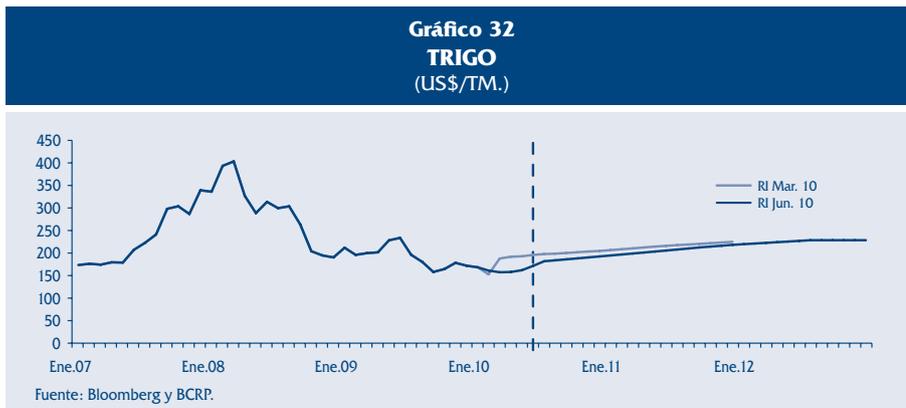
23. Luego de acumular un incremento de 80 por ciento en 2009, el precio del petróleo subió 13 por ciento entre enero y abril de este año llegando a cotizar en US\$/bl. 81 (promedio de abril). Ello se produjo en un contexto de expectativas de recuperación de la demanda mundial, restricciones de producción y problemas geopolíticos en países productores. También influyeron las revisiones al alza de las proyecciones de demanda mundial de crudo por parte del Departamento de Energía de EUA y de la OPEP y los problemas geopolíticos en Irán, Irak y Nigeria y en la península de Corea.

Sin embargo, en mayo, el precio promedio del petróleo pasó de US\$/bl. 84 a US\$/bl. 74 como reflejo de los temores de retraso en la recuperación de la demanda mundial y de la elevada disponibilidad de inventarios de crudo y refinados en EUA.



Trigo

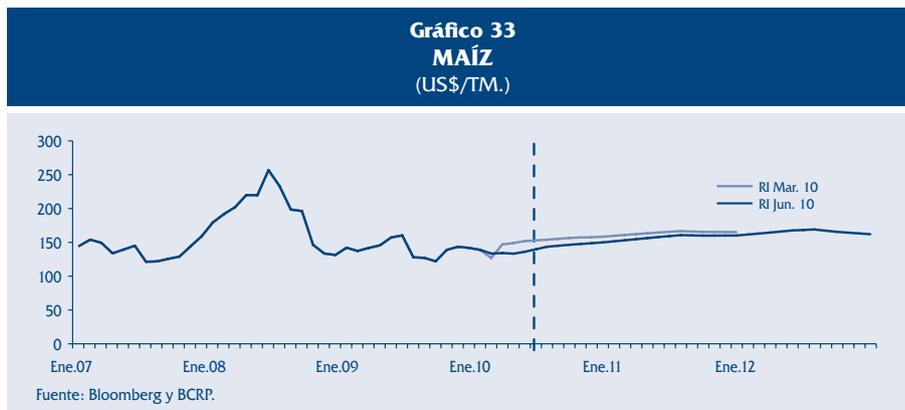
En lo que va del año, la cotización del trigo ha mantenido su tendencia descendente debido a la oferta abundante en el mercado, previsión que ha venido siendo confirmada por las estimaciones mensuales del Departamento de Agricultura de EUA. No obstante, el precio no se ha mantenido ajeno a la volatilidad de otros mercados de *commodities* en un contexto de mayor aversión al riesgo debido a la incertidumbre generada por la crisis de deuda en Grecia.





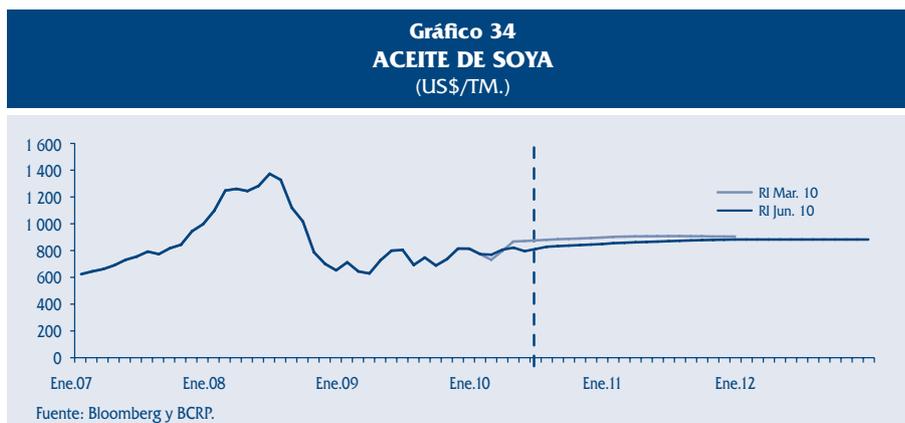
Maíz

Desde el último reporte de inflación, la cotización del maíz se ha venido incrementando paulatinamente impulsada principalmente por la mayor demanda de China. El gobierno de ese país ha subastado parte de sus reservas para frenar el alza del precio doméstico del maíz, debido a que el mercado interno se encontraba ajustado por una caída en la producción debido al clima desfavorable. Para cubrir esas reservas, el gobierno aumentó sus importaciones y se especula que las compras se mantendrán en lo que resta del año. El alza en la cotización se produjo a pesar que la siembra en EUA fue favorable, no sólo respecto al año previo donde hubo retraso por lluvias, sino además respecto al promedio de los últimos años.



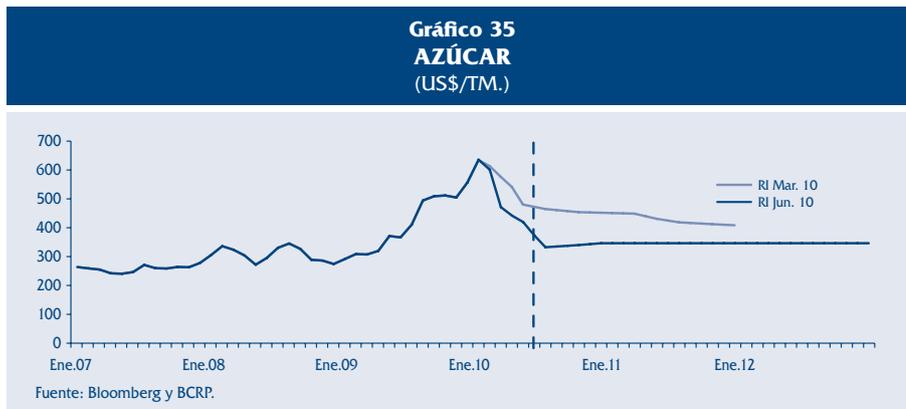
Aceite de soya

Con respecto al Reporte de marzo, la cotización del aceite de soya ha descendido en línea con el retroceso del petróleo. Aunque, por otra parte, el precio de los granos de soya ha registrado cierta tendencia alcista debido principalmente a las mayores compras de China, que entre enero y abril aumentaron 9,9% respecto a similar periodo del año anterior. Sin embargo, no existen presiones por el lado de la oferta debido a que se mantienen las perspectivas favorables en Brasil y Argentina.



Azúcar

La cotización del azúcar ha mantenido la tendencia descendente observada desde el mes de febrero en la medida que las previsiones de producción en India y Brasil mejoraban. En el caso de India, se prevé un monzón normal para este año mientras que en Brasil la producción está avanzando favorablemente. Sin embargo, en las últimas semanas, la volatilidad generada por los problemas en Grecia, la expectativa que países como Paquistán estarían considerando incrementar sus compras de azúcar para aprovechar los bajos precios y los posibles retrasos en las exportaciones de Tailandia por las protestas internas, generaron presiones alcistas aunque sin alcanzar los niveles récord del mes de enero.



RECUADRO 1 CRISIS DE LA DEUDA DE GRECIA

Desde el último Reporte de Inflación, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de Grecia se incrementaron. En la primera semana de mayo, los mercados mostraron su peor evolución: los mercados de dinero experimentaron fuertes presiones de liquidez, los *spreads* crediticios soberanos se elevaron y se incrementó el temor de contagio hacia España y Portugal. Asimismo, las bolsas registraron pérdidas y los *spreads* emergentes también se elevaron como resultado de la mayor aversión al riesgo.

El paquete de rescate para Grecia

Inicialmente, la solicitud de apoyo de Grecia a la Unión Europea y al FMI involucró un paquete de € 45 mil millones (€ 30 mil millones constituirían el aporte de los países miembros a través de préstamos bilaterales y el resto sería apoyo del FMI), que se daría en el transcurso de tres años y a una tasa promedio estimada en 5 por ciento. Este paquete implicó el compromiso de aplicar el programa de ajuste y sostenibilidad fiscal de Grecia (*Stability and Growth Pact -SGP*, de noviembre 2009).





Sin embargo, el efecto positivo del paquete fue temporal. Las dudas sobre las medidas de austeridad, consistentes con un programa de consolidación fiscal, desencadenaron mayor incertidumbre en los mercados, a lo que se sumó la demora en los requerimientos para la ejecución de dicho paquete. A estos temores se añadieron los recortes de calificación de la agencia Standard & Poor's a Portugal y a España. Estos acontecimientos llevaron al anuncio de un nuevo paquete por € 110 mil millones (€ 80 mil millones constituirían el aporte de los países miembros a través de préstamos bilaterales y el resto sería el apoyo del FMI).

El paquete para los mercados europeos

El domingo 9 de mayo, el BCE, la UE y el FMI anunciaron de manera conjunta nuevas medidas para estabilizar los mercados europeos, adicionales al paquete de ayuda previamente aprobado sólo para Grecia:

a. Ayuda financiera de la UE hasta por € 500 mil millones para los estados miembros que lo requieran.

De este total, € 60 mil millones se podrán disponer de manera inmediata bajo la existente facilidad de estabilización externa (*European Emergency Fund*) que la Comisión proveerá; y que sería adicional a la disponible para los países miembros que no son parte de la Eurozona. El resto estará disponible a través de la creación de un SPV (*Special Purpose Vehicle*), que será financiado y garantizado por los miembros de la Eurozona.

b. Provisión, por parte del FMI, de hasta € 250 mil millones bajo sus programas regulares.

c. Medidas del BCE para restaurar mecanismos de transmisión de política monetaria:

- (i) Compra de bonos soberanos y privados a discreción.
- (ii) Reactivación de la provisión de las líneas ilimitadas de liquidez a 3 meses para el 26 mayo y el 30 de junio a una tasa fija de 1 por ciento, y una a 6 meses a la tasa promedio resultante de las mínimas tasas ofrecidas en las operaciones principales de liquidez del BCE. Recientemente, el BCE ha extendido la subasta a tres meses hasta setiembre.
- (iii) Reactivación, en coordinación con otros bancos centrales (Canadá, Reino Unido, Japón y Suiza) de las líneas ilimitadas de *swaps* de dólares con la FED.

Hasta el momento se han realizado avances en la implementación de las medidas antes descritas. Se llevó a cabo el desembolso del primer tramo de ayuda a Grecia (€ 14,5 mil millones de la UE y € 5,5 mil millones del FMI) cubriendo los requerimientos de financiamiento para mayo y junio, mientras que el parlamento alemán aprobó la contribución al paquete de apoyo para la Eurozona (hasta € 148 mil millones de potencial ayuda).

Asimismo, en el paquete los gobiernos se comprometieron a dictar medidas fiscales adicionales para 2010 y 2011 para asegurar la consolidación fiscal de la región. En ese sentido, Portugal aprobó nuevas medidas para reducir el déficit fiscal que incluyen aumento de impuestos y reducción en los salarios del sector público. Por su parte, España anunció un paquete de recorte del gasto público que implicará una reducción en los salarios públicos, la suspensión del incremento planeado en

las pensiones, la eliminación del subsidio a los padres primerizos y una reducción de la inversión pública del próximo año.

La primera reacción a los paquetes fue favorable, considerando el tamaño relativo del fondo total (€ 750 mil millones). Con datos al cierre de 2009, el total del paquete constituye el 10,6 por ciento de la deuda soberana de la Eurozona y el 8,4 por ciento del PBI (el monto disponible inmediato, € 60 mil millones, constituye el 0,7 por ciento del PBI). En relación a los países con problemas fiscales (Grecia, Irlanda, España y Portugal), el fondo constituye el 70,6 por ciento de la deuda soberana (al cierre de 2009) y cubre 3 años de financiamiento. Con respecto a este último punto, cabe aclarar que las estimaciones fluctúan de acuerdo con los supuestos de déficit fiscal considerados.

En las últimas semanas, la evolución de los mercados volvió a revertirse básicamente por nuevos temores respecto a la viabilidad del paquete de rescate y al efecto de las medidas fiscales en el crecimiento de la Eurozona, así como por la preocupación por la situación del sistema bancario.

RECUADRO 2 PRECIOS EN EL SECTOR INMOBILIARIO

Diversas economías desarrolladas y en desarrollo vienen experimentando incrementos de precios en el sector inmobiliario. En algunas de ellas, incluso, se discute acerca de la existencia de una burbuja. Por ello, los gobiernos han empezado a implementar una serie de medidas destinadas a frenar el crecimiento del crédito al sector inmobiliario, a incrementar la oferta de terrenos e inmuebles del Estado y a restringir las inversiones de carácter especulativo, poniendo límites a la compra de propiedades.

Una forma de medir cuán elevados se encuentran los precios de las viviendas es comparar el ratio precio-alquiler con su nivel promedio de largo plazo. Según este indicador, los precios de los inmuebles al 1T 2010 en Australia, España y Hong Kong serían los que se encuentran más desviados de sus niveles de largo plazo, seguidos por los precios en Francia y Reino Unido.





Durante 2009 se observó una corrección de 6 y 4 por ciento en España y Francia, respectivamente, y se espera que continúe durante el año 2010; pero en Australia y Hong Kong los precios continuaron subiendo. En el primer caso, la recuperación de la actividad luego de la crisis y con ello el mayor dinamismo de la demanda ha empezado a presionar los precios de algunos activos al alza. En el segundo caso, el crecimiento de China ha generado mayor inversión en países de la región. Ante ello, Australia optó por incrementar su tasa de interés hasta en tres oportunidades entre enero y abril de 2010⁴ y Hong Kong implementó una serie de restricciones a los créditos bancarios y aceleró un programa de subasta de tierras y propiedades estatales.

Mientras tanto, según el indicador utilizado, los precios de las casas en EUA y China muestran desvíos moderados respecto de sus niveles de largo plazo (4 y 3 por ciento, respectivamente). En el caso de EUA los precios de las viviendas corrigieron 3 por ciento en 2009 y no se espera mayores correcciones para 2010. En el caso de China los precios de las viviendas vienen subiendo desde setiembre de 2009 y en abril de este año registraron un crecimiento récord de 13 por ciento anual.

El sector inmobiliario en China

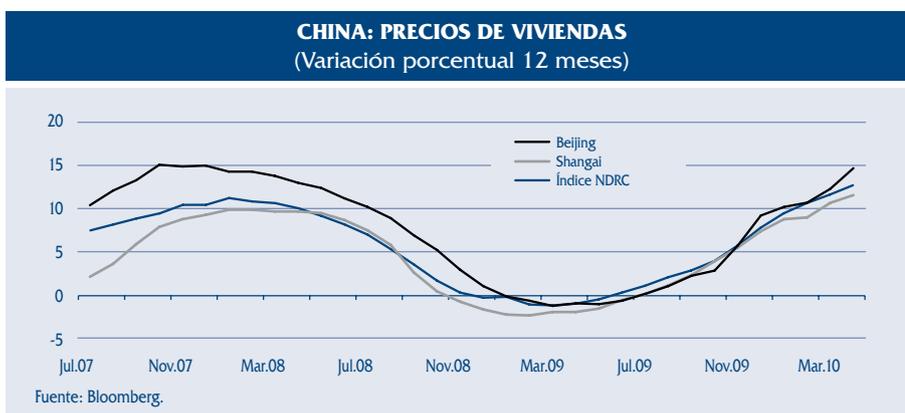
El caso de los precios de viviendas en China es particular pues si bien no parecen estar muy desviados de sus niveles de largo plazo, las autoridades han empezado a implementar una serie de medidas en el sector debido a que otros indicadores reflejan la posibilidad de que los precios sigan subiendo en 2010. Por ejemplo, los inventarios de viviendas sin vender se redujeron sustancialmente en 2009 y el inicio de la construcción de viviendas nuevas subió 61 por ciento en el 1T 2010.

Aún no es claro si existe o no una burbuja en el sector inmobiliario en China. Por ejemplo, para RGE (Roubini Global Monitor) existirían burbujas focalizadas en algunas ciudades ubicadas en la costa del Pacífico mientras que para JP Morgan el mercado inmobiliario en China no está sobrevaluado. *The Economist Intelligence Unit* señala que de existir una burbuja, la corrección no afectaría el consumo pero quizás la inversión debido al impacto sobre las constructoras.

Utilizando el índice NDRC⁵ de precios de las viviendas para 70 ciudades en China, se observa una recuperación de los precios desde mediados de 2009, luego de las caídas ocurridas durante el periodo más agudo de la crisis. Sin embargo, en algunas ciudades el alza de precios ha sido sustancial, en la isla Hainan y en Haikou los precios subieron más de 50 por ciento y en ciudades como Beijing, los precios crecieron alrededor de 15 por ciento.

4 El Banco Central de Australia aumentó la tasa de interés en 25 pbs. en cada oportunidad.

5 El índice NDRC de viviendas es elaborado por el National Development and Reform Commission of China para 70 ciudades.



Las autoridades chinas han adoptado medidas correctivas en el sector para endurecer las condiciones previas a la crisis. Entre estas medidas destacan: i) el sistema de cuotas de préstamos por entidad bancaria, ii) el aumento de la cuota inicial a la compra de viviendas, iii) el retiro del mercado de 78 empresas inmobiliarias estatales, iv) el aumento de impuestos a las ventas de viviendas en algunas regiones, v) la aceleración de programas estatales de construcción de viviendas para sectores de bajos ingresos y, vi) la prohibición de la compra de una tercera propiedad; entre otras.





II. Balanza de Pagos

24. Se proyecta que en el año 2010 el superávit de la balanza comercial se ubicaría en US\$ 6,7 mil millones, menor al previsto en el Reporte de Inflación de marzo (US\$ 8,4 mil millones), debido principalmente a un mayor crecimiento de las importaciones, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica previsto en el presente Reporte. La proyección considera la recuperación de la demanda externa por nuestras exportaciones no tradicionales, así como cotizaciones más altas para los productos tradicionales. En particular, para 2010, se prevé un crecimiento de 3,6 por ciento de socios comerciales, en tanto que el incremento de los términos de intercambio sería cercano al 13 por ciento.

El superávit de la balanza comercial se reduciría a US\$ 5,1 mil millones en 2011 y a US\$ 4,7 mil millones en 2012, principalmente por mayores importaciones de bienes de capital que se utilizarían en los proyectos de inversión cuya construcción se ha anunciado para dicho periodo. Cabe indicar que con esta proyección la economía peruana registraría once años consecutivos con superávit comercial.

CUADRO 10
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
EXPORTACIONES	5 396	26 885	7 832	33 409	33 162	35 392	34 767	37 820
De las cuales:								
Productos tradicionales	3 932	20 571	6 180	26 460	25 897	28 059	27 003	29 270
Productos no tradicionales	1 436	6 160	1 594	6 752	7 060	7 109	7 556	8 332
IMPORTACIONES	4 883	21 011	6 321	24 974	26 474	27 822	29 689	33 116
De las cuales:								
Bienes de consumo	929	3 963	1 126	4 635	4 937	5 374	5 805	7 018
Insumos	2 072	10 077	3 160	12 089	13 212	13 304	14 412	15 598
Bienes de capital	1 848	6 850	1 969	8 206	8 192	9 094	9 331	10 333
BALANZA COMERCIAL	513	5 873	1 511	8 435	6 689	7 570	5 078	4 704
Nota: (Variación porcentual)								
Volumen:								
Exportaciones	-3,5	-3,3	0,2	6,0	2,2	6,3	6,3	8,1
Importaciones	-16,1	-20,0	13,9	15,2	17,6	8,7	10,2	9,3
Valor:								
Exportaciones	-30,6	-14,7	45,1	24,3	23,4	5,9	4,8	8,8
Importaciones	-22,1	-26,1	29,4	18,9	26,0	11,4	12,1	11,5

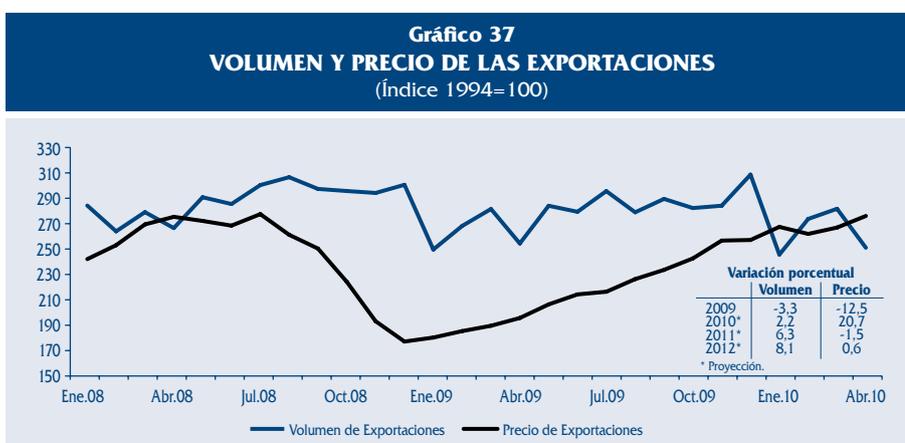
RI: Reporte de Inflación.

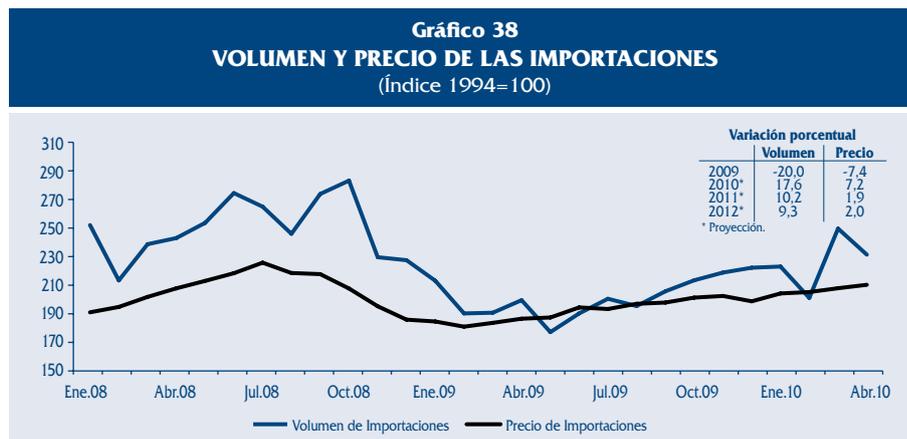
* Proyección.



25. El volumen de comercio de bienes ha mostrado una evolución en línea con los indicadores de actividad económica en el mundo, en tanto la dinámica de la economía doméstica incrementó la demanda por importaciones. Los precios, tanto de exportaciones como de importaciones, también aumentaron durante los primeros meses del año.

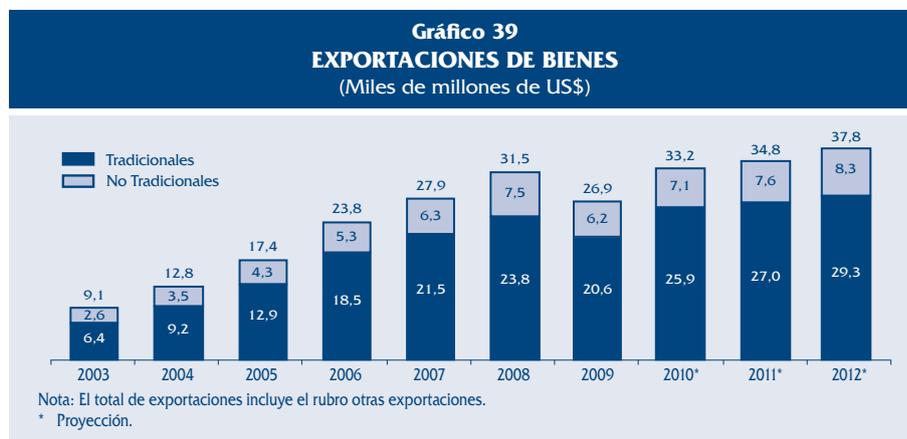
Durante el primer trimestre de 2010, la balanza comercial registró un superávit de US\$ 1,5 mil millones, frente al resultado positivo de US\$ 0,5 mil millones en el mismo periodo de 2009. En los primeros tres meses del presente año, las exportaciones aumentaron 45,1 por ciento, principalmente por un incremento de precios de similar magnitud. La caída de 1,8 por ciento en el volumen de exportaciones tradicionales fue compensada por el incremento de 8,3 por ciento en los volúmenes exportados de bienes no tradicionales, principalmente por productos agropecuarios, químicos y siderometalúrgicos. Por su parte, durante el mismo periodo, las importaciones aumentaron 29,4 por ciento, con un incremento de 13,9 por ciento en los volúmenes de insumos y de bienes de consumo.





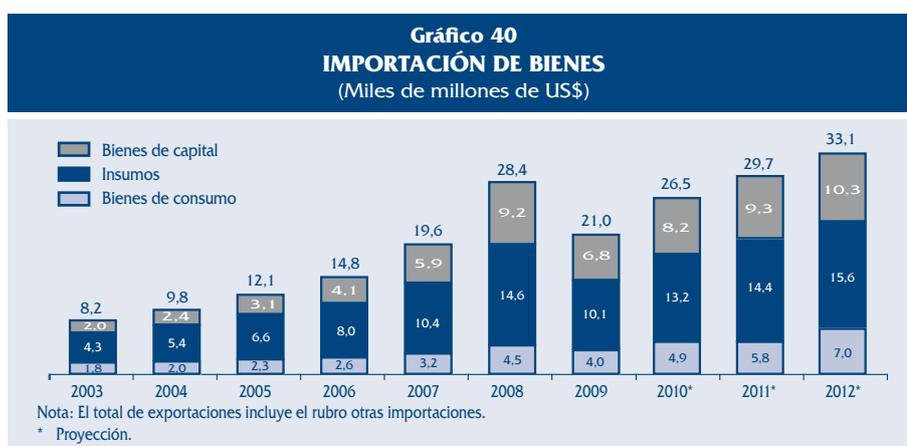
26. Para el año 2010 se proyecta una recuperación significativa en el valor de las exportaciones, que pasarían de US\$ 26,9 mil millones en 2009 a US\$ 33,2 mil millones. En esta evolución se consideran los mayores precios de los metales, la entrada en operación de Camisea II, que elevaría las exportaciones de hidrocarburos, y la recuperación de las exportaciones no tradicionales.

Las tasas de crecimiento de las exportaciones en los años siguientes serían mayores que las previstas para 2010, proyectándose para el año 2012 un aumento en los volúmenes de productos tradicionales asociado a las exportaciones de cobre resultantes de las ampliaciones de Antamina y Toquepala y al inicio de operaciones de Minas Justa. Las exportaciones no tradicionales continuarían recuperándose en los años 2011 y 2012, en línea con las previsiones de recuperación de la economía mundial, destacando los productos agropecuarios. Esta tendencia positiva sería reforzada por los acuerdos comerciales firmados con otros países.



27. La evolución de las importaciones está ligada al comportamiento del PBI. Para el año 2010, se espera una recuperación del volumen de importaciones a una tasa más elevada que la prevista en el Reporte previo, considerando un mayor ritmo de crecimiento de la economía, consistente con el comportamiento del consumo privado y la inversión privada. En los años 2011 y 2012, el crecimiento de las importaciones se moderaría gradualmente, aproximándose a tasas cercanas al crecimiento del producto. En dichos años, el mayor dinamismo se observaría en las importaciones de bienes capital, como consecuencia de la ejecución de la fase de construcción de importantes proyectos de inversión.

Por su parte, las importaciones de consumo continuarían su dinamismo, en línea con las previsiones de un aumento gradual en la tasa de crecimiento del consumo privado hacia el final del horizonte de proyección. Esta evolución se reflejaría principalmente en el rubro de productos de consumo duradero, de manera consistente con el crecimiento del crédito y la bancarización en todo el país. El dinamismo de la manufactura no primaria, por su parte, se reflejaría en el incremento de las importaciones de insumos dirigidos a este sector.

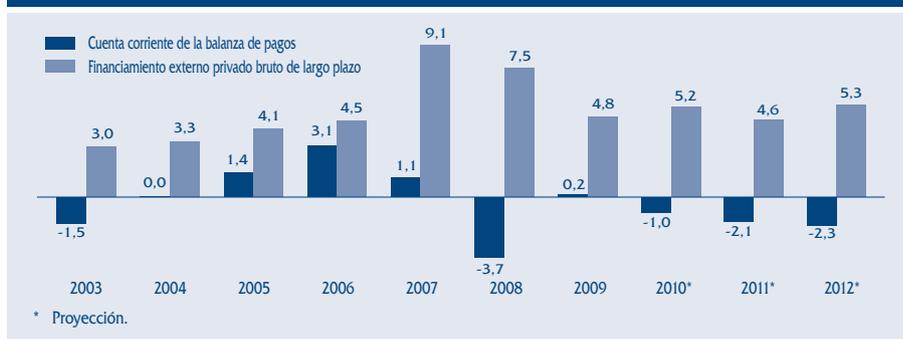


28. Considerando las proyecciones de crecimiento mundial y de términos de intercambio, así como el mayor crecimiento de la economía, se ha revisado la proyección del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos para 2010 de 0,3 a 1,0 por ciento del PBI. En los años 2011 y 2012 el déficit se ubicaría en 2,1 y 2,3 por ciento del PBI, respectivamente, debido al aumento de las importaciones de bienes de capital destinadas a la etapa de construcción de proyectos de inversión en diversos sectores. Cabe indicar que los flujos de capitales privados de largo plazo, durante el horizonte proyectado, exceden los requerimientos de la cuenta corriente, contribuyendo a la sostenibilidad de la balanza de pagos.





Gráfico 41
CUENTA CORRIENTE Y FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)



CUADRO 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-391	247	-467	-473	-1 500	-1 822	-3 324	-4 000
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,4	0,2	-1,3	-0,3	-1,0	-1,2	-2,1	-2,3
1. Balanza comercial	513	5 873	1 511	8 435	6 689	7 570	5 078	4 704
a. Exportaciones	5 396	26 885	7 832	33 409	33 162	35 392	34 767	37 820
b. Importaciones	-4 883	-21 011	-6 321	-24 974	-26 474	-27 822	-29 689	-33 116
2. Servicios	-291	-1 112	-318	-1 557	-1 338	-1 913	-1 750	-1 788
3. Renta de factores	-1 277	-7 371	-2 364	-10 200	-9 734	-10 579	-9 752	-10 285
4. Transferencias corrientes	665	2 856	705	2 848	2 884	3 100	3 100	3 368
Del cual: Remesas del exterior	543	2 378	585	2 494	2 494	2 716	2 716	2 985
II. CUENTA FINANCIERA	124	1 694	2 600	3 973	4 999	3 322	4 824	5 000
<i>Del cual:</i>								
1. Sector privado	1 269	1 655	2 334	2 745	5 024	3 016	4 232	5 335
a. Activos	-346	-4 106	667	-3 619	-1 419	-2 865	-1 544	-1 900
b. Pasivos	1 615	5 761	1 668	6 364	6 443	5 881	5 777	7 235
2. Sector público	923	1 032	59	-134	-209	619	747	-242
a. Activos	-45	-317	-3	-126	-102	-123	-123	-116
b. Pasivos	968	1 349	63	-7	-107	742	870	-126
3. Capitales de corto plazo	-1 568	-1 675	563	1 400	418	-300	0	0
a. Activos	-65	-186	-595	-350	-440	0	0	0
b. Pasivos	-1 503	-1 489	1 158	1 750	858	-300	0	0
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	-266	1 940	2 133	3 500	3 500	1 500	1 500	1 000
Nota:								
1. Financiamiento externo privado bruto de largo plazo								
En millones US\$	2 052	6 108	1 924	7 579	7 579	7 254	7 184	8 971
En porcentaje del PBI	7,4%	4,8%	5,5%	5,2%	5,1%	4,6%	4,6%	5,3%
2. Saldo de RIN a fin de periodo								
En millones US\$	30 929	33 136	35 269	36 636	36 636	38 136	38 136	39 136
En porcentaje del PBI	24,7%	26,1%	26,2%	24,9%	24,9%	24,2%	24,4%	22,9%

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Cuenta financiera

29. En el primer trimestre de 2010 el flujo neto de la cuenta financiera del sector privado de la balanza de pagos ascendió a US\$ 2 334 millones, nivel superior al previsto en el Reporte de marzo. Dicho monto fue explicado principalmente por inversión directa extranjera (IDE), que alcanzó su mayor nivel en los últimos seis trimestres (US\$ 1 824 millones), destacando las operaciones de reinversión de utilidades de empresas mineras (US\$ 828 millones). Además, se registró un retorno de capitales de inversionistas nacionales (US\$ 728 millones).

Por su parte, la cuenta financiera de corto plazo registró un superávit de US\$ 563 millones, resultado en el que destaca el incremento de pasivos externos en manos de las empresas bancarias (US\$ 999 millones), lo que fue compensado parcialmente por mayores depósitos de empresas mineras (US\$ 370 millones).

30. Las proyecciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos en el periodo 2010-2012 asumen la consolidación de la recuperación a nivel global y el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento de la actividad económica doméstica. En este escenario de proyección se asume que el ingreso de capitales foráneos estará dirigido principalmente a financiar proyectos a través de IDE y préstamos a largo plazo. Por el lado de las salidas de capitales, se espera que el proceso de adquisición de activos financieros se mantenga como principal destino del flujo de capitales nacionales, principalmente de fondos de pensiones.



31. Para 2010 se proyecta que la cuenta financiera del sector privado registraría un flujo neto positivo (US\$ 5 024 millones). El financiamiento de proyectos de inversión será el principal motor de la entrada de capitales a través de sus dos componentes principales (IDE y préstamos de largo plazo). Estas inversiones





estarían principalmente concentradas en el sector minero e hidrocarburos, y en menor medida, en infraestructura y electricidad.

Se mantendría además el perfil de inversión en activos externos por parte de inversionistas domésticos, en especial de las AFPs, aunque a un ritmo menor que el previsto en el Reporte anterior, bajo el supuesto de que los mercados financieros internacionales retornarían a la normalidad en los próximos meses.

CUADRO 12
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

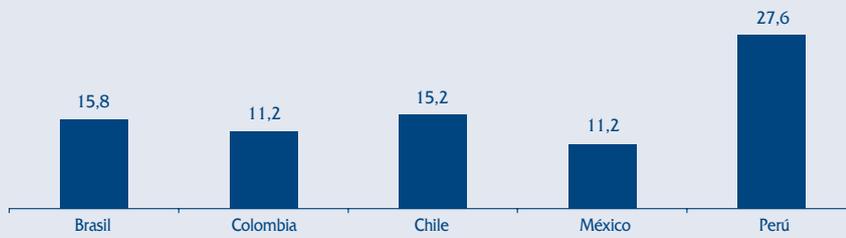
	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
1. ACTIVOS	-346	-4 106	667	-3 619	-1 419	-2 865	-1 544	-1 900
Inversión directa en el extranjero	-5	-396	-61	0	-61	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-341	-3 711	728	-3 619	-1 357	-2 865	-1 544	-1 900
2. PASIVOS	1 615	5 761	1 668	6 364	6 443	5 881	5 777	7 235
Inversión directa extranjera en el país	1 331	4 760	1 824	4 895	5 296	4 124	4 159	5 395
Del cual: Reversión	1 078	4 902	1 589	3 573	4 344	2 156	2 669	3 039
Inversión extranjera de cartera en el país	-227	55	107	38	52	-171	-315	-272
a. Participaciones de capital	-84	47	15	0	15	0	0	0
b. Otros pasivos	-143	9	92	38	37	-171	-315	-272
Préstamos de largo plazo	511	946	-264	1 431	1 094	1 929	1 933	2 112
a. Desembolsos	726	1 744	161	2 684	2 343	3 130	3 025	3 576
b. Amortización	-215	-798	-424	-1 253	-1 248	-1 201	-1 092	-1 464
3. TOTAL	1 269	1 655	2 334	2 745	5 024	3 016	4 232	5 335

* Proyección.

32. En 2011 y 2012 se mantendría la tendencia de flujos netos positivos de capitales (US\$ 4 232 millones y US\$ 5 335 millones, respectivamente). En estos años continuaría el incremento de los proyectos de inversión privada en consonancia con la mayor dinámica de la actividad económica. Además, recursos externos disponibles debido a la recuperación económica mundial permitirían la recuperación de la importancia de aportes de capital como medio de inversión extranjera.

33. Por otro lado, al cierre de mayo el nivel de reservas internacionales ascendió a US\$ 35 mil millones, equivalente al 28 por ciento del PBI de 2009, nivel que constituye un resguardo importante ante contingencias internacionales adversas en el proceso de recuperación global.

Gráfico 43
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS*
(Porcentaje del PBI)



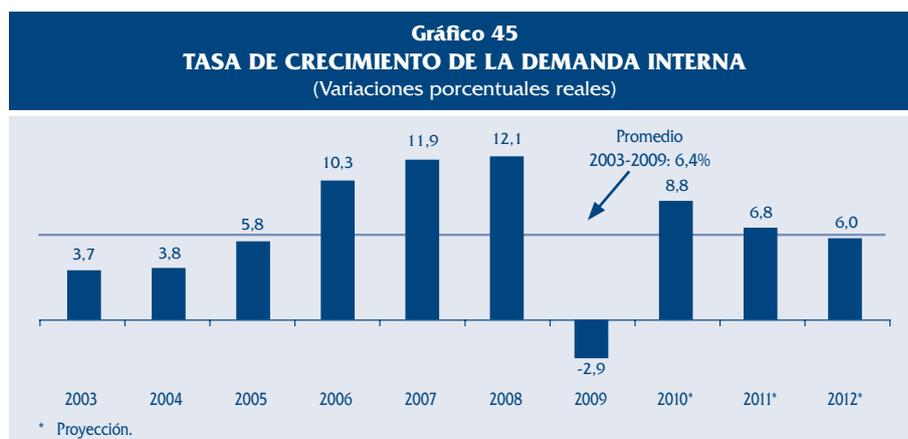
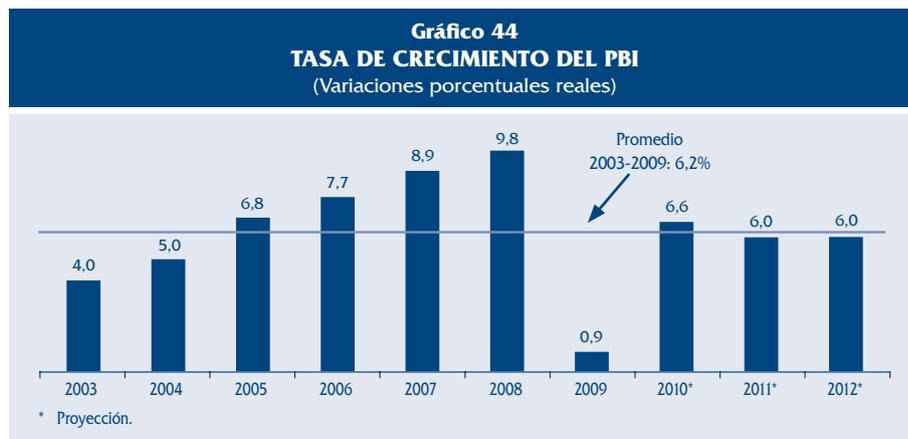
* Datos de RIN a mayo 2010, excepto Colombia (abril). Datos de PBI de 2009.
Fuente: Bancos centrales y FMI-WEO.





III. Actividad Económica

- 34. Dentro de un escenario de recuperación mundial y doméstica mayor a la prevista inicialmente, se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 5,5 por ciento en el Reporte de marzo a 6,6 por ciento para 2010. El PBI creció 6,0 por ciento en el primer trimestre de 2010 en tanto que la demanda interna se expandió 8,1 por ciento. Esta evolución sería un reflejo de la culminación del proceso de ajuste de inventarios y de la recuperación de la inversión privada en un contexto de mejora en la confianza de los empresarios acerca de las perspectivas de la economía.
- 35. Para los años siguientes se espera una tasa de crecimiento de 6 por ciento anual sin presiones inflacionarias de demanda. En particular para el año 2011 la proyección de crecimiento se ha elevado de 5,5 a 6,0 por ciento, respecto al Reporte de Inflación de marzo, tomando en consideración que el crecimiento de la demanda interna continuaría siendo superior al del PBI durante el horizonte de proyección, destacando el dinamismo del consumo privado y la inversión privada.



CUADRO 13
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
1. Demanda interna	-0,8	-2,9	8,1	6,8	8,8	6,3	6,8	6,0
a. Consumo privado	4,1	2,4	3,6	3,3	3,9	4,2	4,5	4,6
b. Consumo público	15,2	16,5	14,3	4,2	7,8	3,1	3,7	3,2
c. Inversión privada	1,8	-15,2	11,3	8,8	12,5	9,0	9,0	11,0
d. Inversión pública	24,8	25,9	16,7	19,8	23,9	6,0	7,3	6,5
2. Exportaciones	-1,7	-2,5	0,2	5,5	3,0	5,7	5,7	7,9
3. Importaciones	-13,3	-18,4	10,6	11,9	14,5	9,9	10,1	8,0
4. Producto Bruto Interno	1,9	0,9	6,0	5,5	6,6	5,5	6,0	6,0
Nota:								
<i>Gasto público total</i>	17,7	19,8	15,0	9,9	13,7	4,2	5,1	4,5

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

CUADRO 14
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PBI

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
a. Consumo privado	2,8	1,6	2,5	2,2	2,7	2,8	3,0	3,0
b. Consumo público	1,1	1,3	1,2	0,4	0,7	0,3	0,3	0,3
c. Inversión privada	0,4	-3,5	2,4	1,7	2,4	1,8	1,8	2,3
d. Inversión pública	0,7	1,1	0,5	1,1	1,3	0,4	0,5	0,4
e. Variación de existencias	-5,8	-3,6	1,4	1,4	1,7	1,1	1,3	0,2
f. Exportaciones	-0,3	-0,5	0,0	1,1	0,6	1,1	1,1	1,5
g. Importaciones 1/	3,1	4,3	-2,1	-2,3	-2,7	-2,0	-2,1	-1,7
Producto Bruto Interno	1,9	0,9	6,0	5,5	6,6	5,5	6,0	6,0
Nota:								
<i>Gasto público total</i>	1,8	2,4	1,8	1,5	2,0	0,7	0,8	0,7

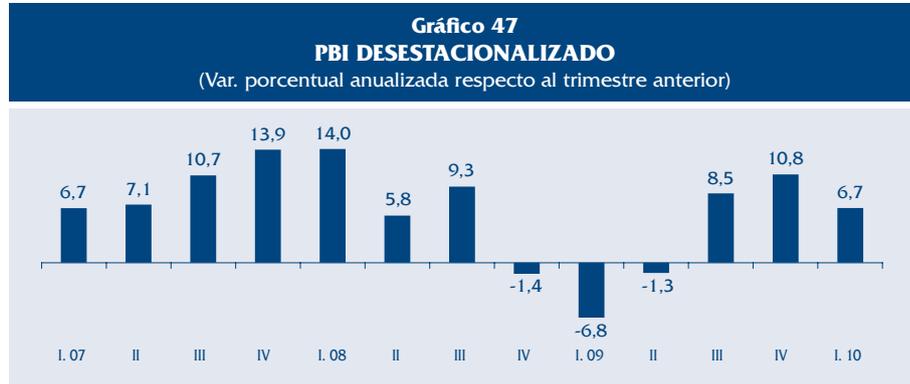
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.
1/ (+) Indica contribución negativa, (-) Indica contribución positiva.





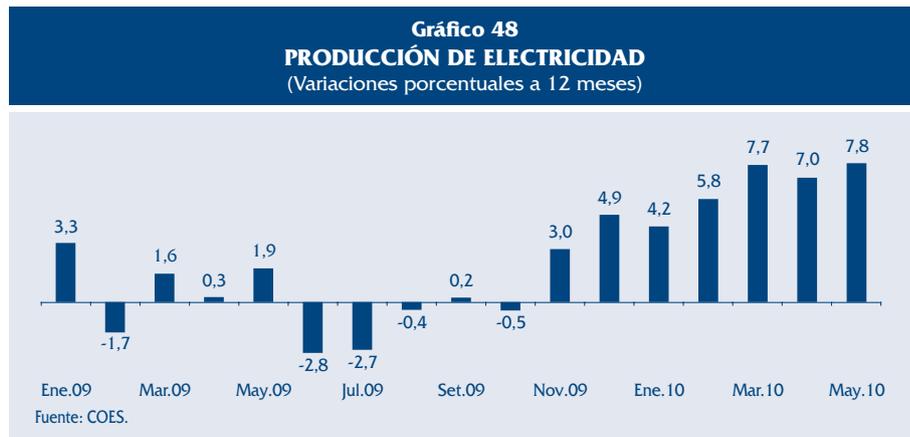
Indicadores de recuperación

36. La actividad económica, descontando el efecto de la estacionalidad, muestra una continua recuperación desde el tercer trimestre de 2009.



37. Indicadores recientes de actividad continúan mostrando claros signos de recuperación:

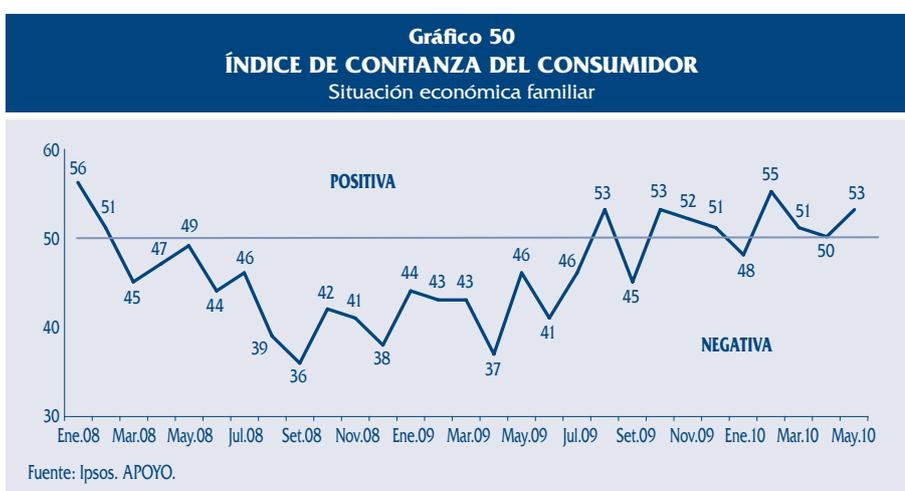
- a. Durante mayo la producción de electricidad registró un crecimiento anual de 7,8 por ciento.



- b. En mayo los despachos de cemento crecieron 20,5 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.



- c. El índice de confianza del consumidor se viene situando desde el mes de febrero en el tramo positivo, reflejando un mayoritario optimismo entre los consumidores encuestados con respecto al futuro próximo de su economía familiar. En mayo, el índice de confianza del consumidor alcanzó los 53 puntos.

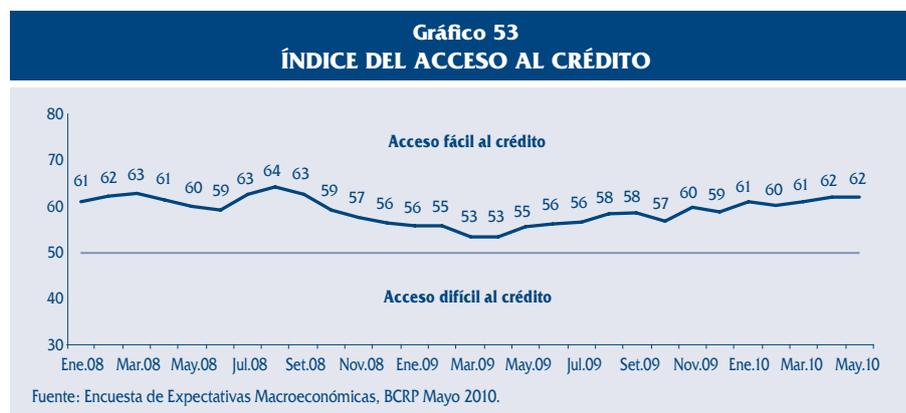
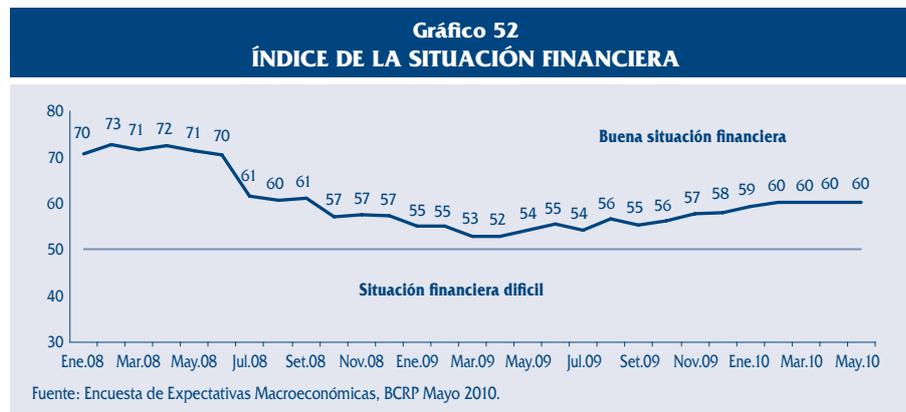


- d. El índice de confianza de los empresarios no sólo se ha recuperado sino que registra niveles superiores a los pre-crisis. En mayo, el índice de confianza empresarial alcanzó los 71 puntos, el segundo nivel más alto registrado durante el año, que refleja el mayoritario optimismo entre los empresarios encuestados con respecto al futuro próximo de la economía.





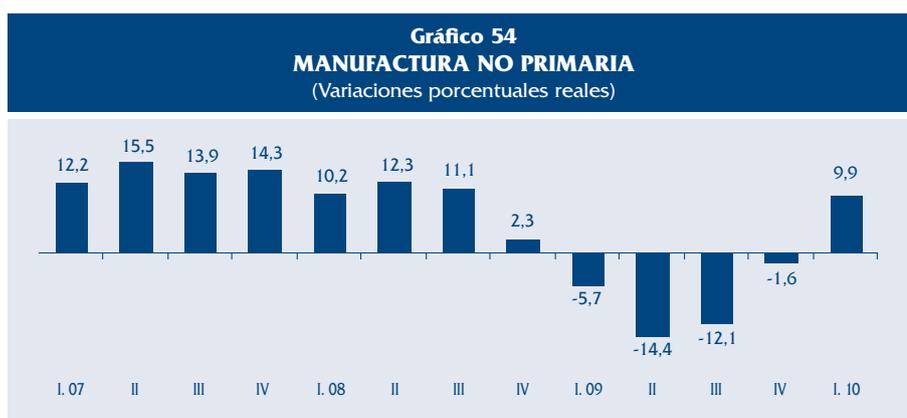
- e. La buena situación financiera de las empresas de mayor tamaño continua mejorando, así como la percepción de que el acceso al crédito se está tornando cada vez más fácil.



- f. Para 2010 los analistas económicos y las instituciones del sistema financiero prevén un crecimiento del PBI de 6,0 por ciento, en tanto que las empresas no financieras esperan 5,0 por ciento de crecimiento. Para 2011, las previsiones se encuentran entre 5,5 y 6,0 por ciento, en tanto que para 2012, se espera un crecimiento de 6,0 por ciento.

CUADRO 15 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (%)			
	Noviembre 2009	Febrero 2010	Mayo 2010
SISTEMA FINANCIERO			
2010	4,0	5,0	6,0
2011	5,0	5,0	6,0
2012	-	-	6,0
ANALISTAS ECONÓMICOS			
2010	4,0	4,5	6,0
2011	5,0	5,0	5,5
2012	-	-	6,0
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2010	4,0	4,5	5,0
2011	5,0	5,0	5,5
2012	-	-	6,0

- g. La producción manufacturera viene mostrando una significativa recuperación. Así, en el primer trimestre de 2010 se registró una expansión de 9,9 por ciento.



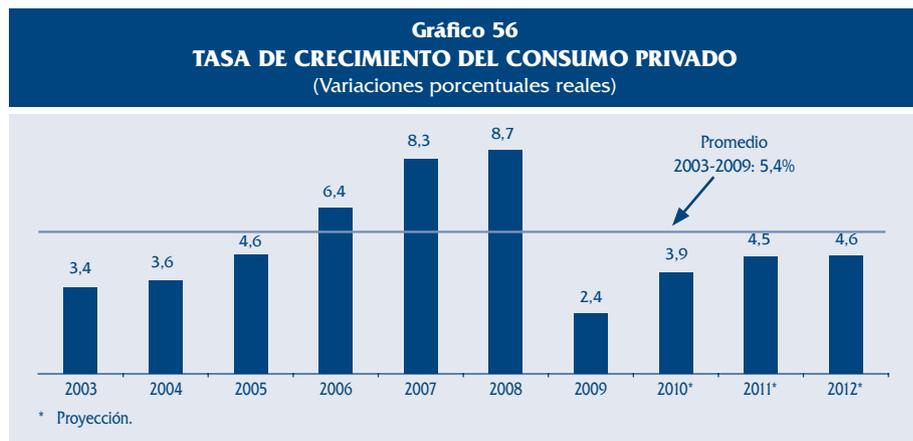
- h. El crecimiento del empleo durante el primer trimestre de 2010 (2,1 por ciento) influyó en la dinámica del consumo privado. El continuo crecimiento del empleo formal contribuyó a mantener la confianza del consumidor. En términos anuales no se observan caídas del empleo formal desde el año 2001.





Proyección de los componentes del gasto

38. El **consumo privado** creció 3,6 por ciento en el primer trimestre de 2010. Esta evolución estuvo asociada al mejor clima de confianza del consumidor, al aumento del empleo y a la recuperación del ingreso nacional disponible.



39. 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, y deduce las utilidades generadas por las inversiones extranjeras, con lo que se tiene un indicador más cercano de las transacciones económicas que generan ingresos para el país. Para los años 2010 y 2011 se proyecta una recuperación en el crecimiento del ingreso nacional disponible a 6,9 y 5,8 por ciento, respectivamente; comportamiento explicado principalmente por la evolución esperada del producto bruto interno y de los términos de intercambio. Para 2012, el crecimiento del ingreso nacional disponible sería de 6,0 por ciento.

CUADRO 16
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
1. Producto bruto interno	1,9	0,9	6,0	5,5	6,6	6,0	6,0	6,0
2. Producto nacional bruto	7,6	2,1	2,2	3,8	4,9	6,0	6,4	6,6
3. Ingreso nacional bruto	2,0	1,0	6,7	6,3	7,2	5,4	5,8	6,0
4. Ingreso nacional disponible 1/	2,0	0,9	6,3	6,0	6,9	5,4	5,8	6,0

RI: Reporte de Inflación.

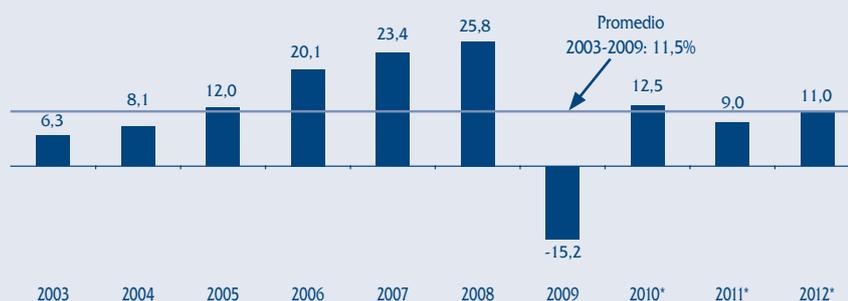
* Proyección.

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

40. Se espera una aceleración del crecimiento del consumo privado desde 2,4 por ciento en 2009 a 3,9 por ciento en 2010 y a 4,5 por ciento en 2011. Esta proyección considera la recuperación prevista en los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional disponible. En 2012 el consumo privado crecería 4,6 por ciento.

41. La inversión privada tiende a ser uno de los componentes más volátiles del gasto durante los periodos de auge y caída del ciclo económico. El contar con un importante conjunto de proyectos de inversión anunciados, sólidos fundamentos de la economía peruana y expectativas optimistas del empresariado, permite prever una rápida recuperación de la inversión privada, la cual crecería 12,5 y 9,0 por ciento en los años 2010 y 2011, respectivamente. Para 2012 se espera un crecimiento de 11,0 por ciento de la inversión privada.

Gráfico 57
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.





CUADRO 17
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN
(Millones de US\$)

Sector	2010	2011	2012	Total
Minería	3 298	5 742	7 046	16 086
Hidrocarburos	2 344	2 388	2 657	7 390
Electricidad	723	966	1 318	3 007
Telecomunicaciones	291	239	46	577
Industrial	1 147	1 004	888	3 039
Infraestructura	2 135	1 159	644	3 938
Otros Sectores	1 297	644	401	2 342
Total	11 235	12 143	13 000	36 377

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

42. El incremento de la inversión privada estaría asociado al mayor ritmo en la ejecución de proyectos y a las expectativas favorables sobre el desempeño futuro de la economía, luego de que muchos de ellos experimentarían postergaciones temporales tras el inicio de la crisis financiera y durante el periodo de desaceleración mundial.

En el sector **minería e hidrocarburos** destacan grandes proyectos de inversión, tales como Toromocho, Galeno, ampliaciones de Antamina y Cerro Verde y Lote 67 (Perenco) y actividades de exploración y producción de crudo y gas en los lotes Z-6, Z-33 y Z-2b. En el sector **infraestructura** destaca la ejecución de proyectos como Gasoducto Andino del Sur, ampliación de la capacidad de transporte de gas, así como los proyectos asociados a la mejora de la vialidad e infraestructura directamente ligada al sector comercio (muelles, puertos y mejoramientos de aeropuertos). Algunos de estos proyectos se encuentran concesionados y otros estarían en proceso. Adicionalmente, en infraestructura eléctrica destacan los proyectos de centrales hidroeléctricas, de generación y líneas de transmisión.

Cabe resaltar dos características del resto de inversiones que ya se venían consolidando antes del agravamiento de la crisis financiera. En primer lugar la **diversificación sectorial**, reflejada en el dinamismo de sectores tales como el *retail* moderno, turismo, construcción residencial y oficinas, industria no primaria, entre otros. En segundo lugar, destaca la **diversificación geográfica** de las inversiones. Así, fuera de Lima, las plazas de Piura, La Libertad, Arequipa, Chimbote, Juliaca y Cusco, entre otras, dinamizarán su actividad con la apertura de nuevos centros comerciales en distintos formatos y de nueva infraestructura hotelera.

CUADRO 18
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2010 - 2012

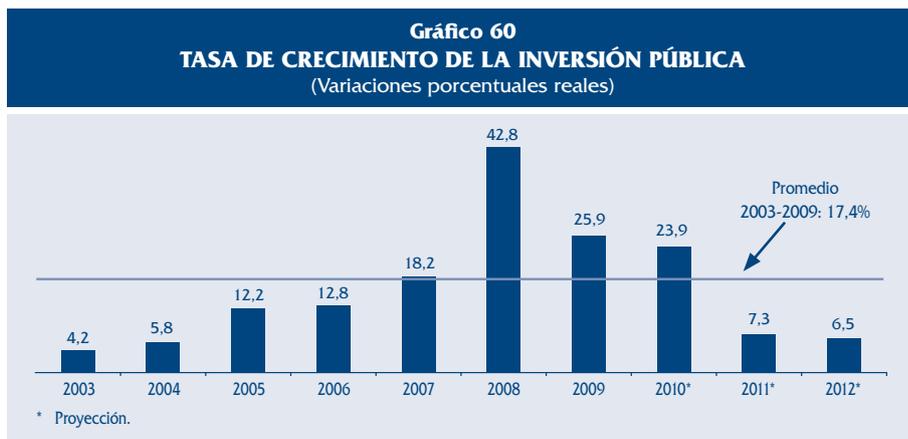
SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DE PROYECTO	
Minería	Xstrata Peru	Las Bambas	
	Northern Peru Copper	Galeno	
	Minera Peru Copper S.A.	Toromocho	
	Anglo American	Quellaveco	
	Minera Yanacocha S.R.L.	Minas Conga	
	Antamina	Ampliación de Tajo	
	Xstrata Peru	Antapaccay	
	Sociedad Minera Cerro Verde	Ampliación Cerro Verde	
	Shougang Group Hierro Perú	Marcona	
	Norsemont Perú S.A.C.	Constancia	
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa	
	Barrick Misquichilca	Ampliación de Planta de Lixiviación	
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Suc. Perú	Quechua	
	Southern Peru Copper	Fundición y Refinería de Ilo - Toquepala - Cujajone	
	Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha	
	Hidrocarburos	Perenco Peru Limited	Lote 67
		Kuntur Transportadora de Gas	Gasoducto Andino del Sur
Pluspetrol		Ampliación Malvinas	
Savía Perú (Petro-Tech)		Lote Z-2B	
Transportadora de Gas del Perú		Ampliación Capacidad de Transporte de Gas	
Petrobras		Exploración, explotación de petróleo y gas	
Perú LNG		Camisea II	
Electricidad	Cálida Gas Natural del Perú	Ampliación de Red Principal	
	Fenix Power Perú SA	Planta Térmica (gas natural ciclo combinado)	
	Odebrecht	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla	
	Luz del Sur	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	
	Asa Iberoamérica	Línea de transmisión Chilca-Marcona-Montalvo	
	SN Power	Central Hidroeléctrica Cheves	
Industrial	Inevarante / Engel-Axil	Central Hidroeléctrica Acco Pucará	
	SIDERPERÚ	Modernización de Planta	
	Petroperú	Modernización Refinería de Talara	
	Aceros Arequipa	Ampliaciones y modernización de planta	
	Cementos Yura	Planta cementera	
	Vale do Rio Doce (CVRD)	Fosfatos de Bayóvar	
	Votorantim Metais - Cajamarquilla S.A.	Ampliación Refinería Cajamarquilla	
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada	
	Cementos Otorongo	Construcción planta cementera	
	Cementos Portland	Planta cementera	
	Cementos Andino	Ampliación planta en Tarma.	
	Corporación JR Lindley	Nueva Planta	
	Infraestructura	Dubai Ports World Callao	Muelle Sur
		OAS S.R.L.	Vía expresa, Línea Amarilla
Autopista del Norte SAC		Red Vial N° 4	
Santa Sofía Puertos		Puerto en Ancón	
Tren Eléctrico Lima		Tren eléctrico	
Terminales Portuarios Euroandinos (TPE)		Ampliación Puerto Paita	
ACS Servicios, Comunicaciones y Energía		Planta de Tratamiento La Taboada	
Covi Peru		Red Vial N° 6	
Concesionaria Vial del Sol S.A. - COVISOL		Autopista del Sol	
Odebrecht		IIRSA SUR: Tramo 4: Azangaro - Inambari	
Odebrecht		IIRSA SUR: Tramo 5: Matarani - Azangaro	
Operadora Portuaria S.A. (OPORSA)		Terminal Portuario Ventanilla	
Otros Sectores		NDG Perú	Proyectos inmobiliarios
	Telefónica del Perú	Ampliación de red móvil y banda ancha	
	Telmex	Nuevos Servicios	
	Maple Etanol SRL	Planta de Etanol	

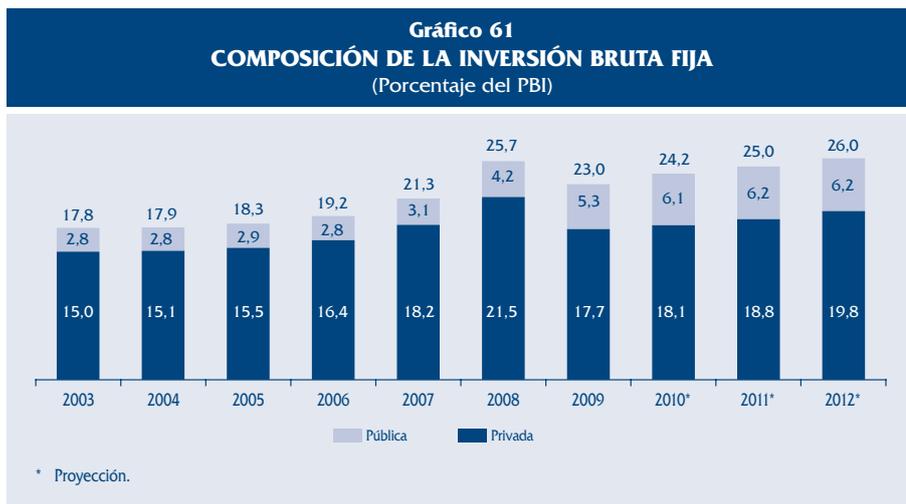




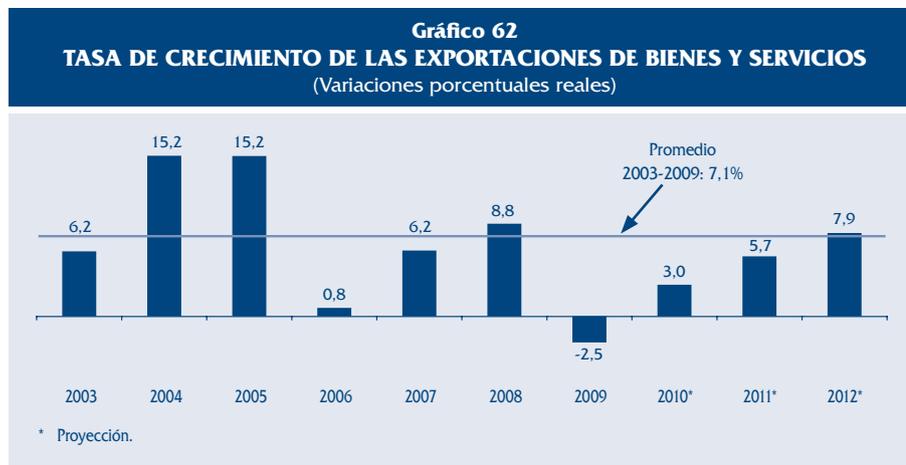
43. Se ha revisado al alza la proyección del gasto público para los años 2010 y 2011, tanto por el lado del consumo público como de la inversión pública.

44. El crecimiento de la inversión pública en 2010 sería de 23,9 por ciento mientras que para 2011 y 2012 se proyectan aumentos de 7,3 y 6,5 por ciento, respectivamente.



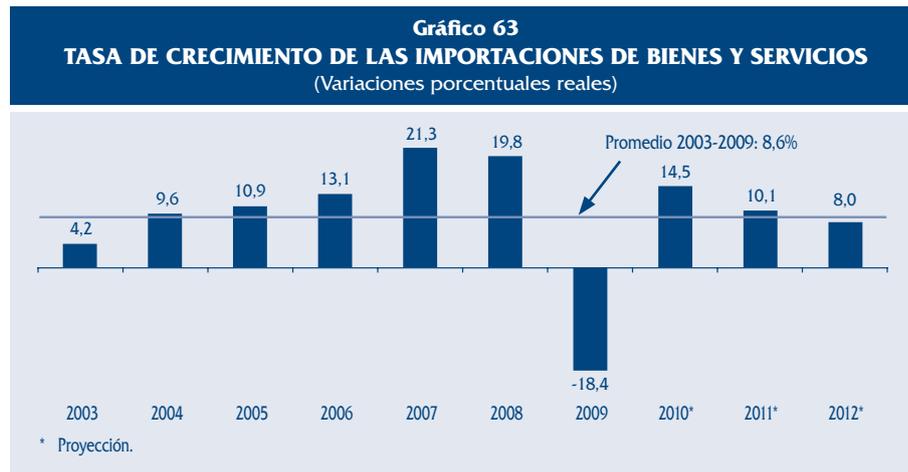


45. Para 2010-2012, las exportaciones reales de bienes y servicios mostrarían una continua recuperación considerando una mejora en la tasa de crecimiento en un contexto de mayor demanda mundial; situación que se reforzaría como consecuencia del mayor acceso a mercados extranjeros a través de acuerdos comerciales y del pleno funcionamiento de proyectos de hidrocarburos que impulsarían las exportaciones tradicionales.



46. Para 2010 se prevé una aceleración de las importaciones reales de bienes y servicios consistente con un escenario de recuperación del ritmo de crecimiento del producto, particularmente de la inversión privada. Para 2011 y 2012, las importaciones crecerían a tasas de 10,1 y 8,0 por ciento, respectivamente.





PBI por Sectores

47. En el primer trimestre de 2010, en un contexto de recuperación del dinamismo de la demanda interna, los **sectores no primarios** mostraron un importante repunte, con una tasa de crecimiento de 7,2 por ciento. Dentro de este resultado, destaca la recuperación de la manufactura no primaria (9,9 por ciento) tras cuatro trimestres de registrar variaciones negativas. Asimismo, la construcción recuperó el dinamismo de los trimestres previos al agravamiento de la crisis financiera internacional, al registrar una expansión de dos dígitos (16,8 por ciento).

Por su parte, los **sectores primarios** registraron un leve incremento de 0,3 por ciento, en un escenario de caídas en la pesca y en la minería metálica, que no fueron compensadas por el crecimiento del sector agropecuario.

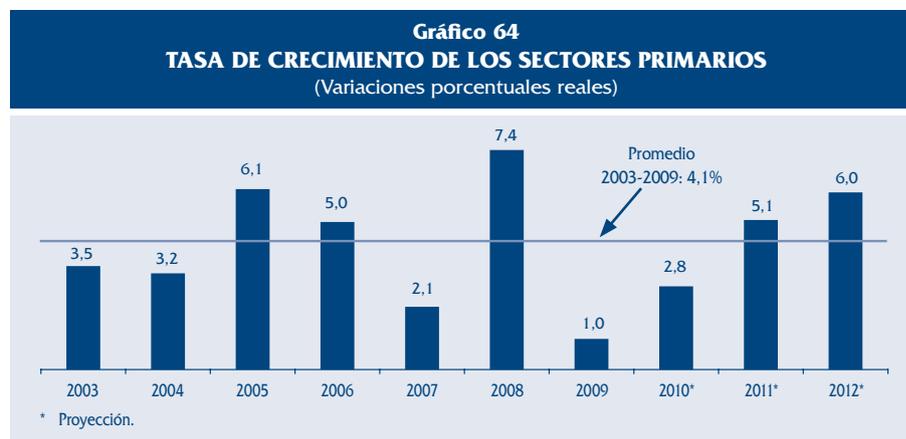
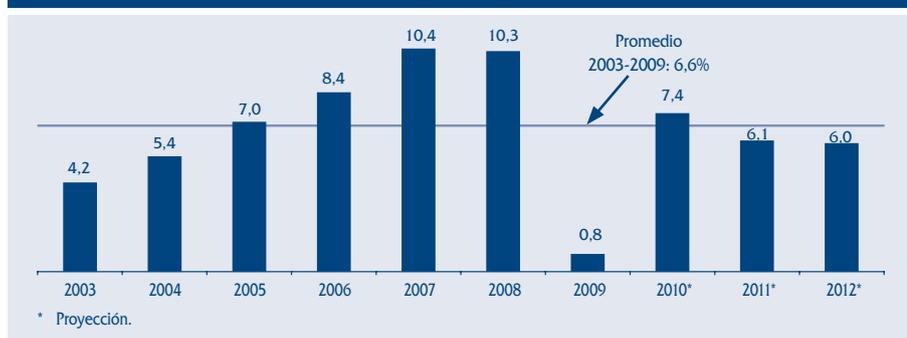


Gráfico 65
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS
(Variaciones porcentuales reales)



CUADRO 19
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
Agropecuario	4,4	2,3	3,8	2,7	4,2	3,5	3,5	4,7
Agrícola	3,6	0,9	3,9	1,4	4,4	3,4	3,3	4,8
Pecuario	5,6	4,4	3,5	4,2	3,8	4,2	4,3	4,7
Pesca	-14,2	-7,9	-14,2	0,3	-1,7	2,6	5,3	2,6
Minería e hidrocarburos	3,7	0,6	0,1	2,8	1,4	7,9	7,0	8,5
Minería metálica	0,9	-1,4	-1,3	-0,3	-2,4	5,7	4,6	10,0
Hidrocarburos	30,4	16,1	11,0	28,4	29,2	20,6	20,6	1,1
Manufactura	-4,2	-7,2	7,3	6,5	10,7	5,3	5,9	5,8
Procesadores de recursos primarios	3,9	0,0	-5,6	2,7	2,5	6,4	5,3	4,9
Manufactura no primaria	-5,7	-8,5	9,9	7,3	12,3	5,0	6,0	6,0
Electricidad y agua	1,2	1,2	6,4	4,9	6,6	5,3	5,3	5,3
Construcción	5,1	6,1	16,8	12,5	13,9	9,3	9,3	12,0
Comercio	0,4	-0,4	8,1	5,1	8,3	5,0	5,6	5,7
Otros servicios	3,7	3,1	4,9	5,4	5,1	5,3	5,9	5,2
PRODUCTO BRUTO INTERNO	1,9	0,9	6,0	5,5	6,6	5,5	6,0	6,0
Primario	3,5	1,0	0,3	2,6	2,8	5,4	5,1	6,0
No Primario	1,6	0,8	7,2	6,1	7,4	5,5	6,1	6,0

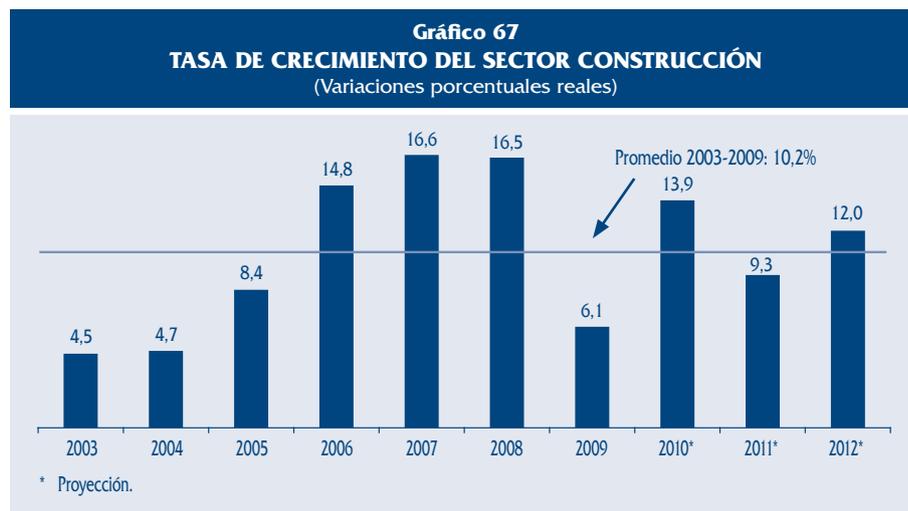
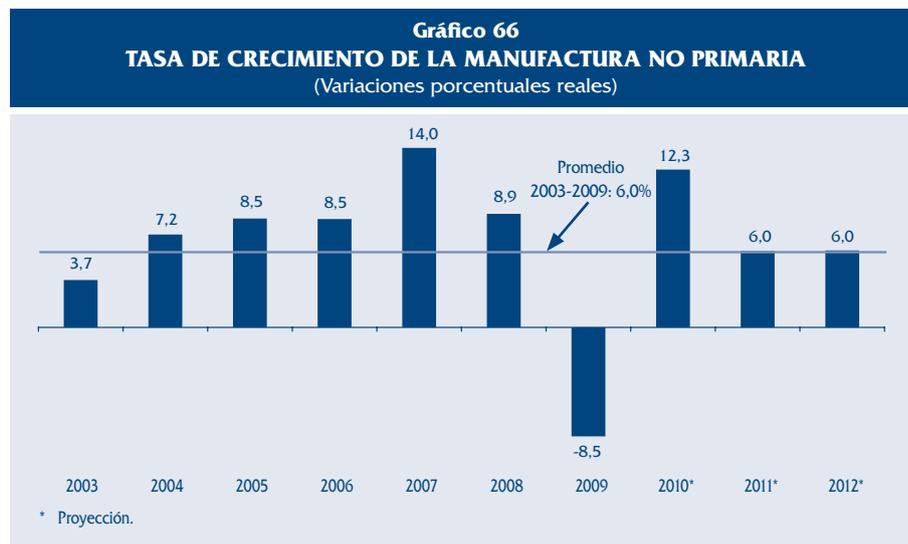
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





48. La revisión al alza del crecimiento del PBI en 2010 de 5,5 por ciento a 6,6 por ciento contempla un significativo aumento en el dinamismo de los sectores primarios y no primarios. En el caso de los sectores primarios, se contempla un mayor crecimiento (de 2,6 a 2,8 por ciento) producto de la mayor actividad del sub sector agrícola, la cual compensaría las caídas previstas en la pesca y en la minería metálica, tomando en cuenta la ejecución del primer trimestre. Por su parte, los sectores no primarios pasarían de una tasa de crecimiento de 6,1 por ciento prevista en el Reporte anterior a una tasa de 7,4 por ciento en el actual Reporte, lo que a su vez es consistente con el mayor crecimiento contemplado de la demanda interna (de 6,8 a 8,8 por ciento).

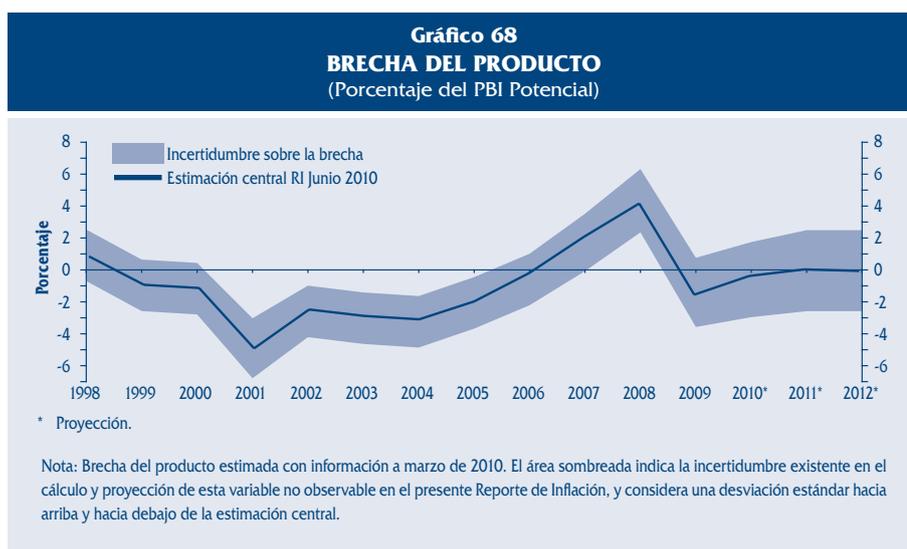


Para los años siguientes se espera una significativa recuperación de los sectores primarios, lo cual asume condiciones climáticas normales para la actividad agrícola y la pesca, así como un repunte del sector minero en el año 2012, asociado principalmente al aumento en la producción de cobre por la entrada en operación de las ampliaciones de Antamina y Toquepala y la entrada en operación de minas Justa. Por el lado de los sectores no primarios se contempla una estabilización de la tasa de crecimiento alrededor de 6 por ciento anual, aunque con un sector construcción liderando la dinámica con una tasa entre 9 y 12 por ciento, lo que es consistente con el ritmo esperado de expansión de la inversión privada.

Brecha del Producto

49. La brecha del producto es el indicador agregado de las presiones de demanda que pueden traducirse en una mayor tasa de inflación. Ésta tendería a ubicarse en una posición de equilibrio en los próximos dos años.

La desaceleración de la economía durante el año 2009 llevó a que la brecha estimada entre el PBI observado y el PBI potencial pasara de un nivel de 4,4 puntos porcentuales en el año 2008 a un nivel negativo en 1,6 por ciento en 2009. Esta situación se revertiría gradualmente debido a la recuperación de la actividad productiva prevista para los próximos años. Así, durante el año 2010 el mayor dinamismo haría que la brecha del producto se reduzca a -0,4 por ciento y alcance niveles cercanos al equilibrio a partir del año 2011.





RECUADRO 3 CRECIMIENTO POTENCIAL Y PRODUCTIVIDAD DE FACTORES

Uno de los fenómenos macroeconómicos más saltantes de la última década en el país es el importante crecimiento registrado del PBI. Entre los años 2001 y 2009, la tasa de crecimiento del PBI peruano fue en promedio 5,3 por ciento anual, lo que implica un crecimiento acumulado de 59,6 por ciento. Al respecto podrían plantearse tres preguntas de interés: ¿dicho crecimiento se fundamenta en mejoras efectivas de la productividad de la economía o se explica principalmente por factores de corto plazo?; ¿cuál fue el efecto de la reciente crisis financiera internacional sobre esta dinámica?; y, finalmente, ¿tuvo esta senda de crecimiento algún impacto sobre el ingreso per-cápita en el país?

Para responder a estas interrogantes se realiza un ejercicio de contabilidad del *crecimiento potencial o de largo plazo*, entendido como el ritmo de crecimiento asociado a la expansión de las capacidades productivas de la economía. Al ser este crecimiento explicado por factores de oferta y no considerar impulsos de demanda de corto plazo, también puede entenderse como el ritmo de crecimiento que prevalece en una situación donde la inflación es igual a su valor de largo plazo (es decir, se trata de un crecimiento no inflacionario). La metodología estándar para el cálculo del PBI potencial es el método de la función de producción explicado con detalle en Carranza y otros (2003) y Miller (2003).

El crecimiento de largo plazo puede ser descompuesto entre las contribuciones de los tres factores productivos agregados: trabajo (la mano de obra efectivamente utilizada, es decir de la población económicamente activa empleada), capital (ajustado por la tasa de utilización de la capacidad instalada) y la productividad total de factores (PTF). Mientras que el trabajo refleja tendencias demográficas y la dinámica en el mercado laboral, la acumulación de capital captura cómo los gastos en inversión bruta fija se transforman, luego de cierto periodo de instalación y de aprendizaje, en capital productivo⁶.

La Figura 1 muestra la descomposición del crecimiento potencial para el promedio de la década de los 80s y 90s y para el periodo entre los años 2000 a 2009. Se aprecia un importante cambio en la dinámica del crecimiento en la década del 2000: el crecimiento potencial es en promedio 5,4 por ciento anual, cifra marcadamente superior al 3,1 por ciento registrado en los 90s y al 0,3 por ciento de los 80s. Más aún, si bien buena parte del crecimiento potencial en la década del 2000 es explicado por la contribución del capital, lo que refleja dinamismo en la inversión sobre todo desde el año 2005, destaca la importancia del crecimiento de la PTF. En la década del 2000, éste fue en promedio 2,2 por ciento, alcanzando un máximo de 3,6 por ciento en el año 2008 y muy por encima de las tasas (negativas) de décadas anteriores.

6 Un supuesto implícito al considerar la inversión bruta fija total en la acumulación de capital es que la inversión pública es tan productiva como la inversión privada. Este supuesto no altera significativamente los resultados. Al excluir la inversión bruta pública (es decir, al asumir por el contrario que la inversión pública no es productiva) se tiene un crecimiento promedio de 2,3 por ciento en la productividad total de factores en la década del 2000, cifra cercana a la reportada en la Figura 1.

La reciente crisis financiera internacional desaceleró el crecimiento potencial en el año 2009, aunque éste continuó registrando niveles superiores (6,9 por ciento) al promedio de la década. En gran medida, el crecimiento potencial mantuvo su dinamismo por el *boom* de inversión de años previos que se tradujeron en una contribución del capital de 3,7 por ciento. Se observa que el mayor ajuste lo reporta la PTF que pasó de un crecimiento de 3,6 por ciento en 2008 a un crecimiento de 1,8 por ciento en 2009. No obstante, y a pesar de tratarse de una de las crisis internacionales más severas registradas, el crecimiento de 1,8 por ciento es bastante significativo en perspectiva histórica. Ello explicaría la vigorosa recuperación del crecimiento del PBI registrada en el primer trimestre de 2010, a pesar de mantenerse la incertidumbre sobre el contexto internacional.

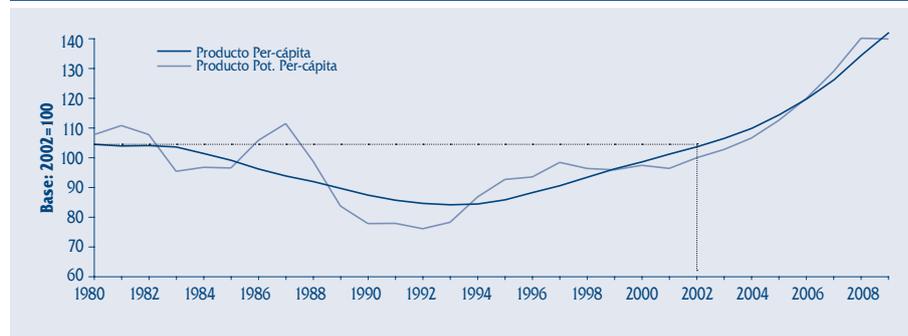
La PTF, por su parte, mide la eficiencia en el uso de los factores productivos físicos, de modo que para niveles dados de los stocks de trabajo y de capital, un mayor crecimiento potencial se vincula necesariamente con incrementos en la productividad. Conceptualmente, la PTF se ve promovida por cambios tecnológicos que deriven en mayores conocimientos útiles y mejores procedimientos en el quehacer productivo, por lo que se vincula con factores estructurales como el nivel de desarrollo del capital humano, la estabilidad política y macroeconómica del país, la solvencia del sistema financiero, la profundidad del mercado crediticio, la integración del país al comercio internacional, entre otros. Estos factores además de impulsar el crecimiento de la PTF, han contribuido con la reducción de la volatilidad del ciclo económico como se aprecia en la Figura 2 (ver Castillo y otros, 2006).

En términos de PBI per cápita, la secuencia observada de crecimiento en la década de 2000 fue tal que, como se observa en la Figura 2, tras haber alcanzado los niveles del PBI potencial per cápita de fines de los 70s recién en el año 2002, hacia el año de 2009 este nivel se había incrementado 37,1 por ciento (un promedio anual de 4,6 por ciento). Se confirma el impacto positivo de la evolución del crecimiento sobre esta medida de ingreso medio, lo cual es explicado principalmente por el crecimiento de la PTF en un contexto en donde la contribución agregada del trabajo en el crecimiento se mantiene estable.





Figura 2
PRODUCTO OBSERVADO Y POTENCIAL POR HABITANTE
DESDE 1980



Referencias

- Carranza, E., J. Fernández-Baca y E. Morón (2003), “*Peru: Markets, governments and the sources of growth*”, edición mimeografiada, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2006), “Hechos estilizados de la economía peruana”, Documento de Trabajo 2006-005, Banco Central de Reserva del Perú.
- Miller, S. (2003), “Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú”, Revista Estudios Económicos 10, Banco Central de Reserva del Perú.
- Vega M., S. Bigio, D. Florián, G. Llosa, S. Miller, N. Ramírez, D. Rodríguez, J. y D. Winkelried (2009), “Un modelo semiestructural de proyección para la economía peruana”, Revista Estudios Económicos 17, Banco Central de Reserva del Perú.

IV. Finanzas Públicas

50. El escenario base de proyección supone un retiro gradual del estímulo fiscal. En ese contexto, el Sector Público no Financiero registraría en 2010 un déficit de 1,6 por ciento, ratio similar al considerado en el Reporte del mes de marzo, resultado que, además, se encuentra en línea con lo proyectado en el último Marco Macroeconómico Multianual (MMM).
51. La proyección de ingresos corrientes del gobierno general para el 2010 ascendería en este Reporte a 19,5 por ciento del producto, superando en 0,5 puntos porcentuales a la considerada en el Reporte de marzo debido, básicamente, al mayor nivel de actividad que se espera para este año. En cuanto a los gastos no financieros, éstos también se proyectan en un nivel mayor al considerado (0,4 puntos porcentuales) en marzo, dada la mayor ejecución de los primeros meses del año.



52. Mediante Ley N° 29368 (29 de mayo de 2009) se suspendió durante 2009 y 2010 la aplicación de las reglas macrofiscales referidas al déficit y crecimiento del gasto público (déficit no mayor al 1 por ciento y un crecimiento del gasto de consumo menor al 4 por ciento). Por excepción, en estos años, el déficit no debe exceder el 2 por ciento, en tanto que el crecimiento del gasto de consumo del gobierno central debe ser menor al 10 y 8 por ciento, respectivamente. Para lograr el cumplimiento de la meta de gasto para el año 2010, el gobierno ha aprobado un conjunto de medidas que alcanzan a las entidades del gobierno nacional (Decreto de Urgencia 037-2010) y que están orientadas a limitar el crecimiento del gasto del gobierno general.
53. Para 2011 y 2012, se prevé una senda decreciente del déficit fiscal, 1,0 y 0,4 por ciento del producto, respectivamente. Esta mejora se explicaría por un aumento moderado de los ingresos del gobierno general asociado al crecimiento





económico esperado para los próximos años, así como por una tendencia decreciente de los gastos no financieros, aunque con la característica de que la participación del gasto de capital aumenta, reduciéndose el ritmo de expansión del gasto corriente.

54. El Sector Público No Financiero registró en el primer trimestre de 2010 un superávit económico de 2,8 por ciento del PBI, mayor en 0,2 puntos porcentuales al registrado en similar periodo del 2009. El aumento del resultado económico se produjo en el gobierno general que pasó de 1,5 a 3,3 por ciento del PBI, mejora que fue atenuada por el resultado de las empresas estatales que obtuvieron un déficit de 0,5 por ciento, a diferencia del superávit de 1,1 por ciento que registraron en el primer trimestre de 2009. Si descomponemos el resultado del gobierno general, se tiene que el gobierno nacional registró un superávit de 2,6 por ciento del PBI, los gobiernos locales uno de 0,6 por ciento del PBI y los gobiernos regionales uno de 0,1 por ciento del PBI.

CUADRO 20
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2009		2010			2011 *		2012 *
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
1. Ingresos corrientes del Gobierno General 1/	19,8	18,6	20,8	19,0	19,5	19,4	19,7	19,9
<i>Variación % real</i>	-8,6	-11,3	17,8	10,1	14,0	7,1	6,2	6,6
2. Gastos no financieros del Gobierno General	16,6	19,6	16,3	19,4	19,8	19,3	19,4	19,0
<i>Variación % real</i>	12,1	12,7	9,5	7,1	9,8	4,3	3,2	3,3
Del cual:								
a. Corriente	13,5	13,9	12,8	13,4	13,7	13,3	13,3	12,9
<i>Variación % real</i>	7,9	4,4	5,9	4,6	7,1	3,6	2,2	2,3
b. Formación bruta de capital 2/	2,8	5,2	2,9	5,5	5,7	5,7	5,9	5,9
<i>Variación % real</i>	28,2	32,5	16,3	15,0	18,7	7,3	8,5	5,6
3. Otros	1,2	0,4	-0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
4. Resultado Primario (1-2+3)	4,4	-0,6	4,5	-0,2	-0,2	0,2	0,3	0,9
5. Intereses	1,8	1,3	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
6. Resultado Económico	2,6	-1,9	2,8	-1,6	-1,6	-1,0	-1,0	-0,4
Nota:								
Ingresos corrientes del Gobierno Central 1/	16,5	15,9	18,1	16,4	17,0	16,7	17,1	17,3
Gastos no financieros del Gobierno Central	13,8	16,6	14,2	16,4	16,9	16,3	16,5	16,3

1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.

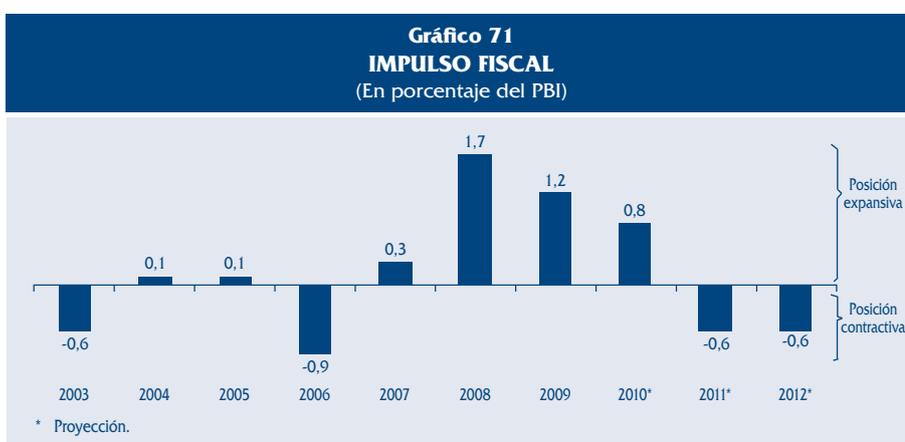
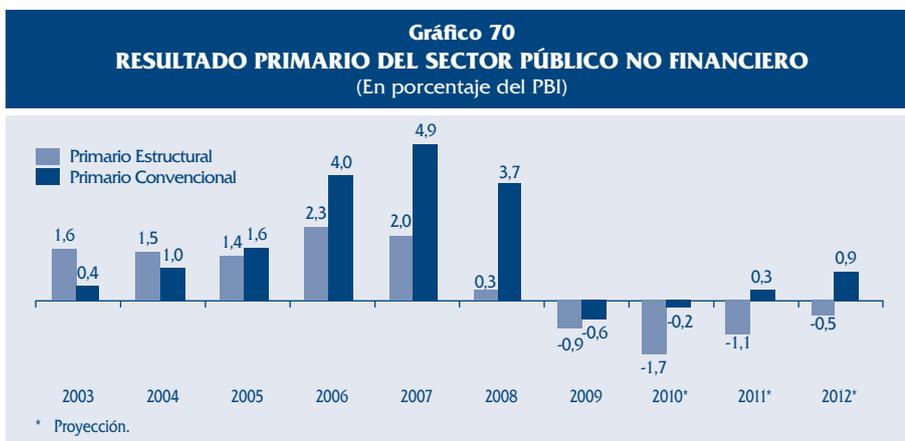
2/ A la formación bruta de capital del Gobierno General hay que añadirle la inversión de empresas estatales para llegar a la inversión pública.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Resultado económico estructural

55. El resultado económico estructural se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. Es decir, el resultado económico estructural es aquel que se obtendría si el producto estuviera en su nivel de tendencia y el precio de las exportaciones mineras y de hidrocarburos estuvieran en sus valores de largo plazo. El cambio en el resultado estructural determina el impulso fiscal. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En 2009 y 2010, años en que se ejecuta el Plan de Estímulo Económico (PEE), la posición fiscal es expansiva. Para los años 2011 y 2012 se registra la situación inversa, consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público hacia valores más sostenibles de largo plazo. Dado el mayor crecimiento del gasto público proyectado para 2010 respecto a lo previsto en el Reporte de marzo, el impulso fiscal se elevaría de 0,5 a 0,8 puntos porcentuales.





Evolución de los ingresos fiscales

56. Durante el primer trimestre de 2010 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 20,8 por ciento del PBI, lo que representó un incremento de 17,8 por ciento en términos reales. El crecimiento se produjo tanto del lado de los ingresos tributarios (18 por ciento) cuanto por los no tributarios (31 por ciento). Los mayores ingresos tributarios correspondieron principalmente al aumento de los ingresos por Impuesto a la Renta e Impuesto General a las Ventas. Por el lado de los ingresos no tributarios fueron importantes la transferencia de utilidades del Banco Central de Reserva y los mayores ingresos por canon y regalías petroleras.

CUADRO 21
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL
(En porcentaje del PBI)

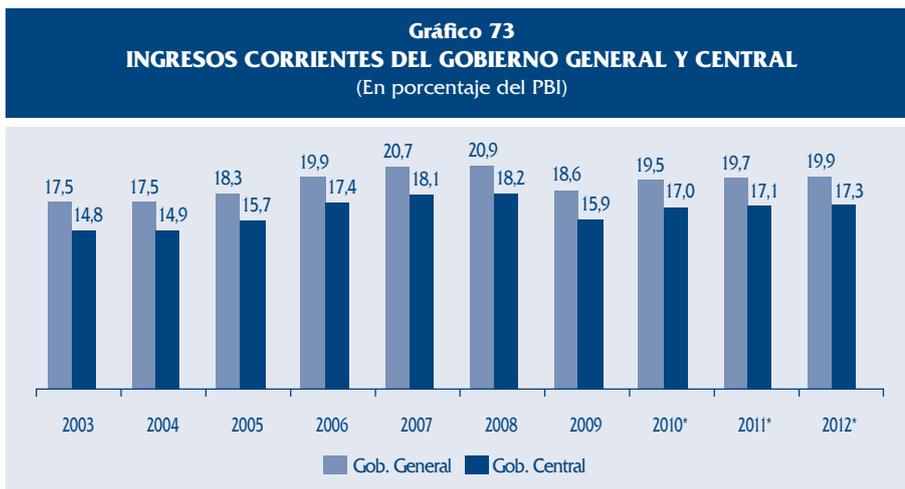
	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*
Impuesto a la Renta	6,1	6,8	6,5	5,3	6,0	5,9	5,9
Impuesto General a las Ventas	7,1	7,5	8,5	7,7	8,1	8,4	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,3	1,3	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2
Impuesto a las importaciones	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros ingresos tributarios	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
Devoluciones de impuestos	-1,6	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Total	15,0	15,6	15,6	13,8	14,8	15,0	15,2

* Proyección.

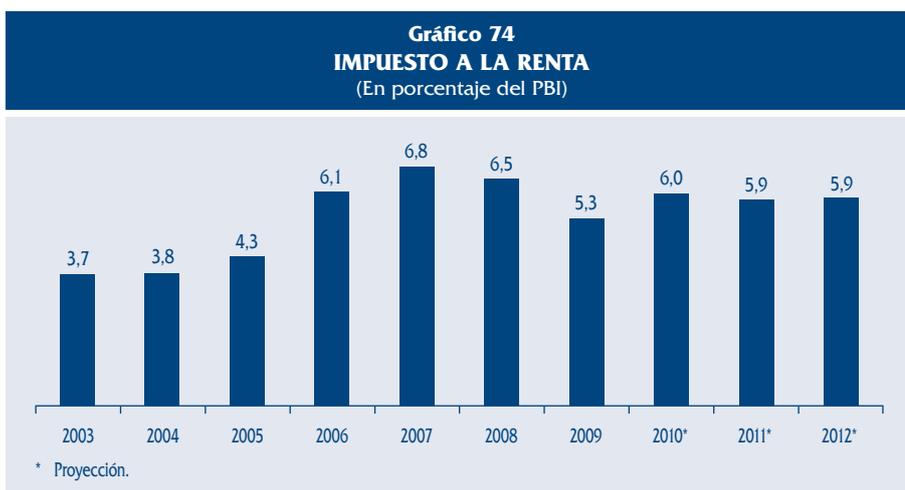
57. Para el año 2010 se proyecta que los ingresos del gobierno general ascenderían a 19,5 por ciento del PBI, lo que supone un aumento real de 14 por ciento. Esta proyección es consistente con la aceleración del crecimiento de la actividad económica que se viene observando y que se ha traducido en variaciones positivas importantes en lo que va del año para el Impuesto General a las Ventas y el Impuesto a la Renta. Ello ha contribuido a que los ingresos del gobierno nacional registren tasas de crecimiento, 12 meses, de dos dígitos en los meses de enero a abril de este año.

Gráfico 72
INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO NACIONAL
(Variaciones porcentuales reales)



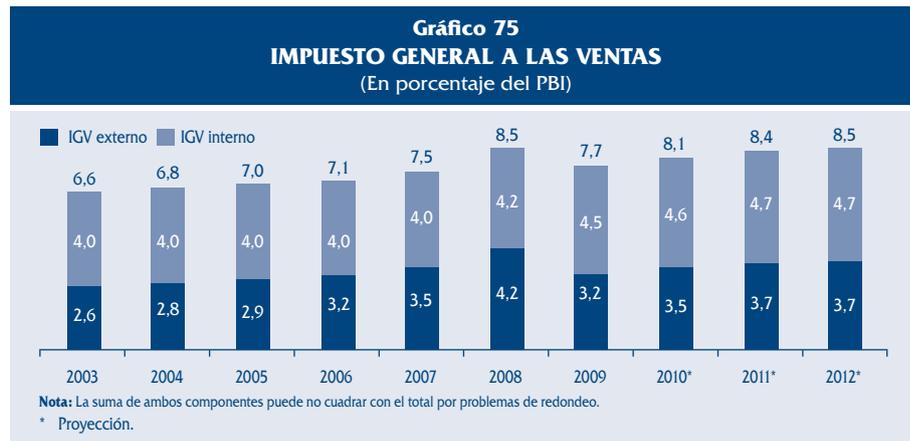


58. En 2010 el Impuesto a la Renta registraría una recuperación producto de la mayor regularización captada, la cual para el periodo enero-abril 2010 fue mayor en S/. 574 millones respecto a la registrada en similar periodo de 2009. Adicionalmente, durante el año se tendrían mayores pagos a cuenta por personas jurídicas, como consecuencia de los mayores ingresos del periodo.

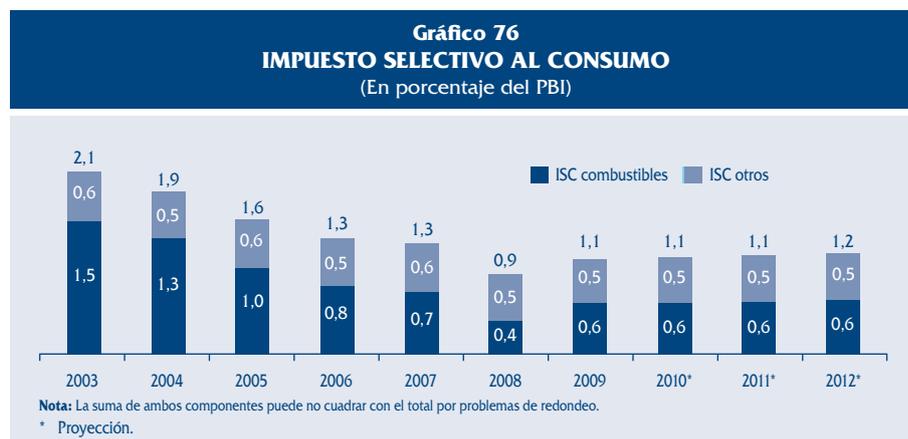


59. El Impuesto General a las Ventas (IGV) ascendería a 8,1 por ciento del PBI a finales de 2010, 0,4 puntos porcentuales adicionales a lo registrado en 2009 como producto, de un lado, de las mayores ventas gravadas por la recuperación del nivel de actividad y la reposición de inventarios de las empresas, situaciones que afectan positivamente el IGV interno, y del otro, por el mayor dinamismo que se espera de nuestras importaciones que llevarían al IGV externo de 3,2 a 3,5 por ciento, con lo que se situaría en un nivel similar al observado en 2007.





60. El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) se mantendría en niveles de 1,1 por ciento del PBI en 2010 aunque con una variación real positiva de 12 por ciento, a pesar de la reducción del ISC al diesel, a inicios de año, de S/. 1,47 a S/. 1,27 por galón (costo estimado de S/. 150 millones) dado el efecto estadístico que se produjo por el cambio en la modalidad de pago en enero 2009 (de pagos semanales a pagos mensuales) que originó que los montos recaudados por ISC en ese mes sean mínimos, reduciendo la base de comparación.



61. Las proyecciones para los años 2011 y 2012 consideran ingresos corrientes del gobierno general de 19,7 y 19,9 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. Para estos años se asume que se mantiene la estructura impositiva vigente.

Evolución de los gastos fiscales

62. En el primer trimestre de 2010 el gasto no financiero del gobierno general alcanzó a 16,3 por ciento del producto, lo que representó un crecimiento del 10 por

ciento en términos reales. Este crecimiento se descompone en 6 por ciento para el gasto corriente y 16 por ciento para la formación bruta de capital. Sin embargo, si descontamos el efecto de las transferencias al Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados de Petróleo, tanto del primer trimestre de este año (S/. 175 millones) cuanto del primer trimestre del año pasado (S/. 1 000 millones) el incremento del gasto no financiero total sería de 16 por ciento y el del gasto corriente pasaría a ser 14 por ciento en términos reales.

Se prevé que el gasto real no financiero crecería 10 por ciento en 2010, tasa que considera un incremento de 19 por ciento en la inversión del gobierno general. La proyección de gasto es consistente con la política salarial que está contemplada en el presupuesto público que incorpora reajustes selectivos y el aumento de la gratificación de escolaridad y fiestas patrias en S/. 100 por servidor público.

63. Para lograr el cumplimiento de la meta para el año 2010 el gobierno ha aprobado un conjunto de medidas de carácter obligatorio que alcanzan a las entidades del gobierno nacional (Decreto de Urgencia 037-2010). De acuerdo a ello, con algunas excepciones, el crecimiento del gasto devengado en bienes y servicios en 2010 no podrá ser mayor al 3 por ciento para estas entidades, así como también sólo podrán ejecutar en 2010 hasta el 25 por ciento de lo destinado a los proyectos, que a la fecha de publicación de la norma, tengan nula ejecución. Asimismo, se ha limitado en un 75 por ciento la utilización de la reserva de contingencia. La norma establece, además, que los gobiernos regionales y los gobiernos locales deberán aprobar medidas orientadas a reducir el gasto corriente en bienes y servicios.

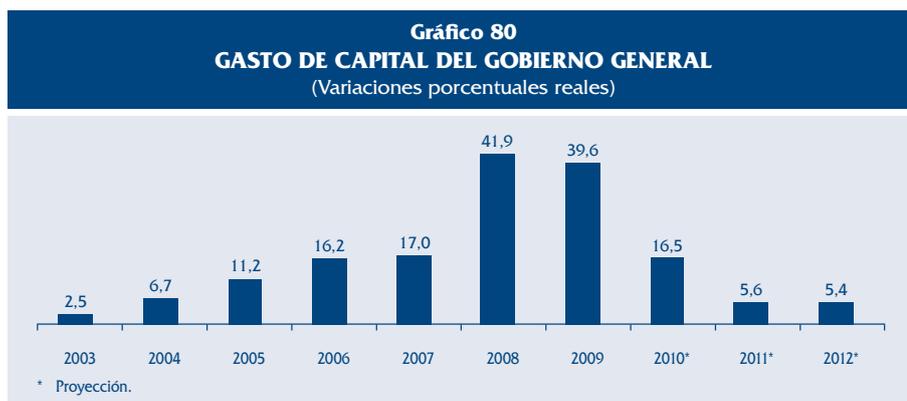
Para el año 2011 se espera un crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general de 3 por ciento. Este crecimiento es menor al de 2010 debido a que para esa fecha la ejecución del Plan de Estímulo Económico (PEE) habrá concluido y, adicionalmente, por la culminación del periodo electoral y la asunción de nuevas autoridades políticas en los gobiernos locales y regionales en el 2011. La inversión del gobierno general seguiría siendo, sin embargo, el rubro más dinámico de gasto proyectándose para 2011 un crecimiento de 9 por ciento.





64. El gasto de los gobiernos subnacionales, especialmente el de capital, se mantendría dinámico en 2010 en virtud del Programa de Modernización Municipal (S/. 600 millones), el Plan de Incentivos a la Mejora Municipal (S/. 700 millones) y la colocación de bonos para financiar obras de infraestructura de los gobiernos regionales (S/. 2 600 millones).
65. Las proyecciones de crecimiento de gasto corriente para los años 2011 y 2012 asumen nuevamente el cumplimiento del tope establecido por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP) que establece que el incremento del gasto de consumo del gobierno central no podrá ser mayor de 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y el correspondiente a bienes y servicios.





Requerimiento financiero

66. El requerimiento de financiamiento para el sector público en el año 2010 ascendería a US\$ 3 688 millones, reflejo del déficit fiscal de 1,6 por ciento del PBI. Para los años 2011 y 2012 se proyectan requerimientos menores, US\$ 3 231 millones y US\$ 2 452 millones, respectivamente, montos que se pueden cubrir con fuentes externas e internas.

Cuadro 22
REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de US\$)

	2009		2010			2011*		2012*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.10*	RI Jun.10*	RI Mar.10	RI Jun.10	RI Jun.10
I. Usos	-435	3 838	-567	3 560	3 688	3 138	3 231	2 452
1. Amortización	292	1 218	405	1 274	1 435	1 479	1 628	1 773
a. Externa	207	950	157	944	967	962	967	1 334
b. Interna	85	268	249	330	469	517	661	439
<i>Del cual: Bonos de Reconocimiento</i>	18	91	41	189	208	150	305	273
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-727	2 620	-972	2 286	2 253	1 658	1 602	679
II. Fuentes	-435	3 838	-567	3 560	3 688	3 138	3 231	2 452
1. Externas	-74	1 127	243	1 061	1 503	1 342	1 375	1 188
2. Bonos 2/	1 064	1 854	221	974	1 104	1 105	1 366	702
3. Internas 3/	-1 425	857	-1 032	1 525	1 082	691	490	561
Nota:								
Saldo de deuda pública bruta								
En millones de US\$	30 952	33 827	33 577	34 414	34 447	35 553	35 842	36 156
En porcentaje del PBI	24,7	26,6	25,0	23,4	23,4	22,5	22,9	21,2
Saldo de deuda neta 4/								
En millones de US\$	14 874	17 370	16 488	19 191	19 093	20 555	20 598	21 087
En porcentaje del PBI	11,9	13,6	12,3	13,1	13,0	13,0	13,2	12,4

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 y MEF.





67. En abril de 2010, el gobierno peruano, continuando con su política de administración de deuda, realizó un intercambio de bonos globales que vencían en 2012, 2014, 2015 y 2016 por bonos globales 2033 que fueron reaperturados para tal efecto.

El monto total de Bonos Globales ofertados para el canje y recompra de deuda ascendió a US\$ 3 366 millones, y fueron retirados del mercado en términos nominales US\$ 1 800 millones, de los cuales US\$ 1 385 millones fueron intercambiados y US\$ 415 millones recomprados. Como resultado de la operación el nuevo saldo de los Bonos Globales incluidos en la operación es de US\$ 1 566 millones.

A valor de mercado la transacción alcanzó los US\$ 2 210 millones, que fueron financiados mediante la emisión de Bonos Globales 2033, Bonos Soberanos 2042 y con recursos del Tesoro Público. El siguiente cuadro resume el financiamiento del intercambio de deuda.

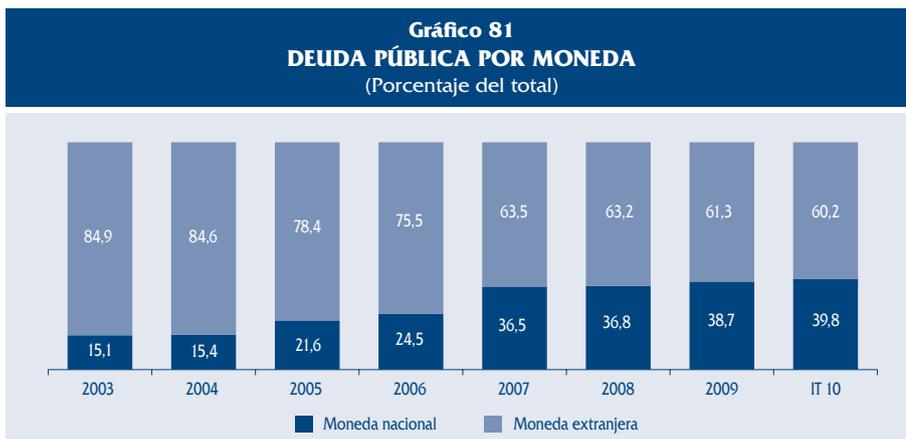
CUADRO 23
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA OPERACIÓN
(En millones de US\$)

Financiamiento	Nominal	Efectivo *
Intercambio	1 261	1 712
Bono Global 2033	1 261	1 712
Recompra	493	498
Bono Soberano 2042	334	324
Recursos del Tesoro Público	159	174
Total	1 754	2 210

* El monto efectivo corresponde al valor nominal de los bonos por sus precios de mercado y los recursos propios incluyen US\$ 112 millones (valor de mercado) correspondiente al saldo no utilizado de emisiones de los bonos soberanos 2017 y 2031 colocados en el año 2009.

Esta operación de administración conllevó un incremento de la vida media de la deuda total de 11,4 años a 12,7 años como producto del intercambio de obligaciones cuya vida media pasaron de 5,1 a 25,3 años.

68. Respecto a la composición de la deuda por monedas se vienen disminuyendo los riesgos de mercado en cuanto a fluctuaciones por tipo de cambio al reducir la participación de la deuda total en moneda extranjera. La operación de administración de deuda realizada en abril también contribuye con esta tarea al reducir aproximadamente US\$ 540 millones de deuda denominada en moneda extranjera y transformarla en deuda doméstica en moneda nacional.



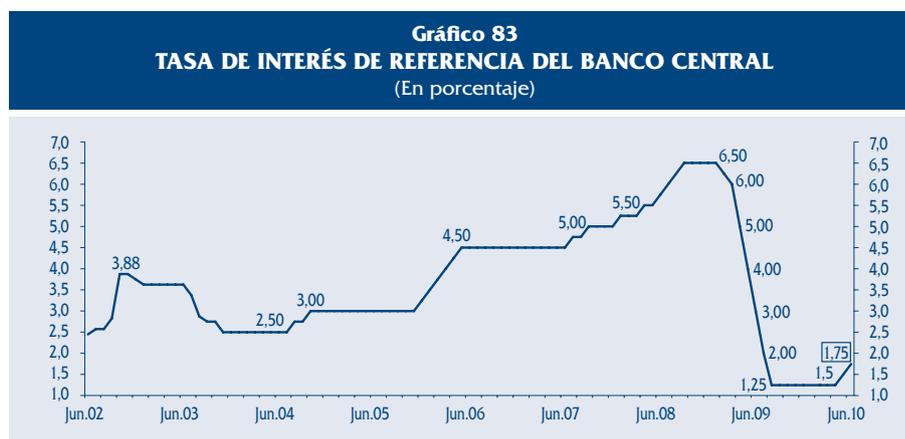
69. En relación al total de deuda bruta y neta se observa una reducción en el primer trimestre del presente año al alcanzar el 25 y 12,3 por ciento respectivamente. Se estima que estos ratios continuarán reduciéndose en los próximos años logrando niveles de 21,2 por ciento para la deuda bruta y 12,4 por ciento para la deuda neta en el 2012 como resultado de la estrategia de deuda pública y del crecimiento de la actividad económica.





V. Política Monetaria

70. Durante los primeros meses de 2010 el Banco Central continuó con su política de estímulo monetario iniciada en 2008 como respuesta a la crisis financiera global, durante la cual la tasa de inflación en el Perú tendió a ubicarse por debajo de la meta de inflación y la actividad económica creció por debajo de su potencial. Así, hasta el mes de abril la tasa de referencia se mantuvo en 1,25 por ciento, lo que contribuyó de manera efectiva a restablecer el dinamismo del gasto privado. Como resultado del importante estímulo monetario y fiscal aplicado y de la recuperación de la economía mundial, la actividad económica viene mostrando una rápida recuperación, acumulando en los 4 primeros meses del año un crecimiento de alrededor de 7 por ciento.
71. En este contexto en que ya no es necesario un estímulo monetario tan significativo, en mayo de 2010 el Banco Central decidió incrementar la tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en 1,50 por ciento y elevándola nuevamente en junio a 1,75 por ciento. Este reajuste de tasas se da de manera preventiva pues no se observan presiones inflacionarias y las expectativas de inflación se ubican dentro del rango meta.



72. El Banco Central evalúa en forma permanente la posición de su política monetaria con el fin de adecuarla a su meta de inflación, siendo su meta operativa de política monetaria la tasa de referencia cuyos ajustes responden a la información disponible sobre los determinantes de la inflación y los riesgos asociados a ésta. En ese sentido de materializarse el riesgo de un mayor deterioro internacional, contemplado en el balance de riesgos, el ritmo del retiro del estímulo monetario sería más gradual. Por el contrario en un escenario de mayor impulso de demanda doméstica la velocidad del retiro monetario sería mayor.

73. Al respecto, si bien los indicadores de actividad económica doméstica muestran una recuperación sustancial, que evidencian la necesidad clara de un menor estímulo monetario, en el ámbito externo la recuperación de las principales economías aún presenta riesgos.

RECUADRO 4
MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA:
Abril – Junio 2010

Abril: 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.

La decisión de mantener el estímulo monetario toma en cuenta que la evolución reciente de la inflación es fundamentalmente consecuencia del impacto transitorio de choques de oferta y factores estacionales.

Mayo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 1,25 por ciento a 1,50 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo dado que los claros indicadores de crecimiento de la producción, en un entorno sin presiones inflacionarias, permiten disminuir el estímulo monetario.

Esta decisión no necesariamente implica el inicio de una secuencia de alzas en la tasa de interés de referencia, las que estarán condicionadas a la evaluación de los determinantes de la inflación.

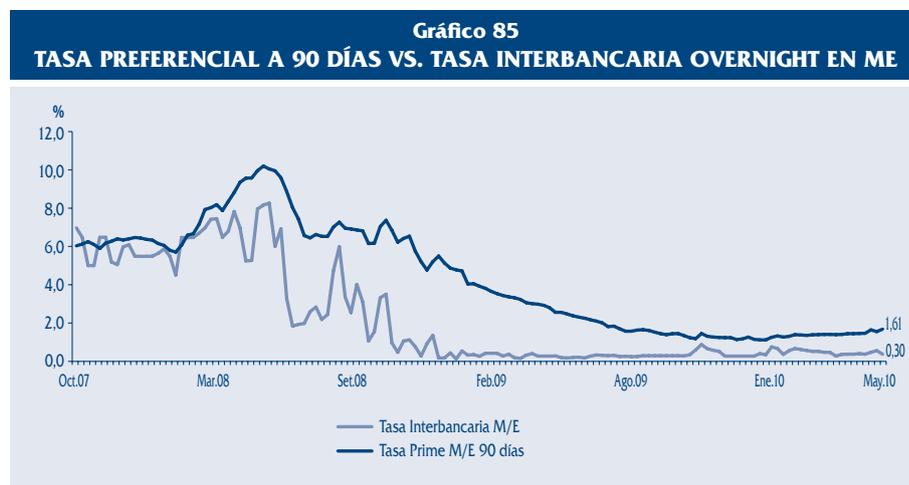
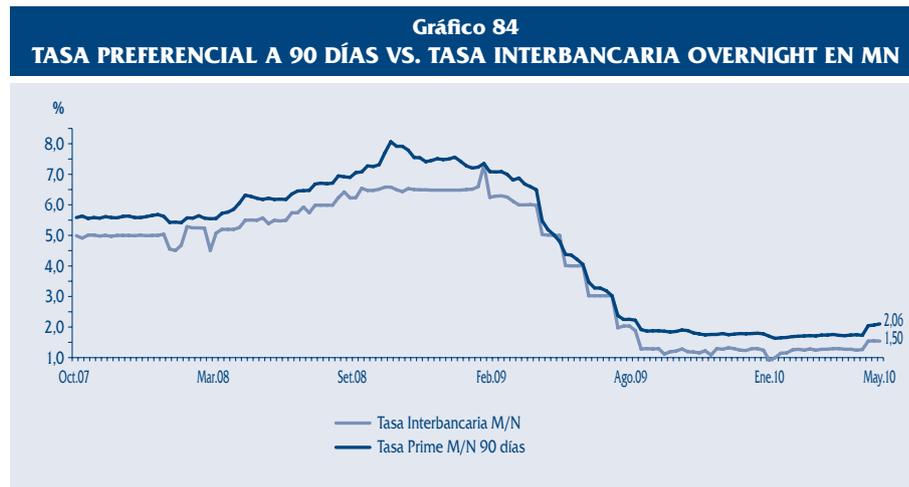
Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 1,50 por ciento a 1,75 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo frente al fuerte dinamismo de la demanda interna e implica mantener el estímulo monetario, en un contexto en el que no se observan presiones inflacionarias.

Esta decisión no necesariamente implica una secuencia de alzas en la tasa de interés de referencia, las que estarán condicionadas a la evaluación de los determinantes de inflación.

74. La magnitud de las alzas de la tasa de referencia de 25 puntos básicos realizada en mayo y junio, no ha modificado sustancialmente las condiciones crediticias de la economía. La información de mayo muestra que las tasas de interés en nuevos soles para el financiamiento de los clientes corporativos se incrementaron de 1,71 en marzo a 2,06 por ciento en mayo, y las tasas de interés corporativas en dólares de 1,32 a 1,61 por ciento, en el mismo periodo.





75. La tasa promedio de las operaciones de crédito bancario (FTAMN), 20 por ciento a mayo, se mantuvo en los niveles observados desde el tercer trimestre de 2009, reflejando el comportamiento de las tasas de créditos comerciales, las que todavía no han sido afectadas por el retiro del estímulo monetario, en parte debido al efecto rezagado del incremento en la tasa de referencia.

En el caso de las tasas de interés de los préstamos a microempresas y los créditos de consumo, cuya evolución está ligada en mayor medida al riesgo crediticio, éstas han venido incrementándose, en parte debido al aumento en los niveles de morosidad observados en estos segmentos.

CUADRO 24
CARTERA PESADA DE EMPRESAS BANCARIAS POR TIPO DE CRÉDITO 1/
 (En porcentajes)

	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Mar-08	0,90	3,32	2,68	0,87
Jun-08	0,74	3,11	2,53	0,80
Set-08	0,76	3,14	2,40	0,72
Dic-08	0,82	3,34	2,74	0,74
Mar-09	1,00	3,77	2,85	0,78
Jun-09	1,18	4,70	3,08	0,85
Set-09	1,05	5,17	3,05	0,87
Dic-09	1,00	5,50	3,02	0,88
Ene-10	1,10	5,63	3,23	0,92
Feb-10	1,12	5,78	3,17	0,89
Mar-10	1,16	6,19	3,25	0,94
Abr-10	1,09	6,28	3,43	0,95

1/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.
 Fuente: SBS.

En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas para depósitos de 181 a 360 días se redujeron de 2,9 a 2,5 por ciento. Asimismo, se observó una reducción de 2,0 a 1,7 por ciento en la tasa para depósitos de 181 a 360 días en moneda extranjera.

CUADRO 25
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES
 (En porcentajes)

	Nuevos Soles		Dólares		Diferencia (pbs)(May-Feb)	
	Feb-10	May-10	Feb-10	May-10	Soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	1,2	1,4	0,7	0,5	17	-14
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,8	1,7	1,1	1,0	-6	-15
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	2,9	2,5	2,0	1,7	-43	-29
4. Activa preferencial corporativa	1,6	1,9	1,3	1,5	27	19
5. Activa promedio hasta 360 días	11,0	10,7	6,2	5,7	-21	-51
6. TAMN /TAMEX	19,8	19,2	8,4	7,9	-58	-54
7. Activa promedio estructura constante	14,6	14,3	8,4	8,0	-29	-42
8. Activa promedio Comercial	8,0	7,8	7,1	6,6	-28	-51

76. Entre febrero y abril de 2010, las tasas de interés activas de las cajas municipales y rurales han venido reduciéndose, principalmente para los créditos comerciales (de 27,0 a 25,5 por ciento en el caso de cajas municipales y de 23,7 a 22,2 por ciento en las cajas rurales), lo que podría estar explicado por la mayor competencia entre las entidades financieras de este sector, a pesar del incremento de la morosidad observada en los créditos a las pequeñas empresas.





CUADRO 26
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentajes)

	CAJAS MUNICIPALES				CAJAS RURALES DE AHORRO Y CRÉDITO			
	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic-08	25,3	41,5	28,8	13,7	20,6	42,0	29,4	23,9
Mar-09	27,4	42,1	29,9	13,5	23,0	41,8	28,9	-
Abr-09	26,9	41,6	29,7	14,2	23,3	42,2	28,2	15,3
May-09	26,2	41,8	29,4	13,6	23,8	42,1	27,9	23,9
Jun-09	26,5	42,0	29,3	13,8	23,5	42,6	27,7	18,7
Jul-09	26,4	41,4	29,1	13,2	23,1	42,0	27,8	26,8
Ago-09	27,0	41,8	28,3	13,7	23,5	41,3	27,8	21,3
Set-09	26,3	41,6	28,5	14,0	23,7	40,4	26,9	16,6
Oct-09	26,5	40,7	27,6	13,7	22,5	38,5	26,8	17,4
Nov-09	26,0	40,3	27,4	13,9	21,8	38,7	26,5	19,9
Dic-09	25,9	40,5	26,7	13,1	21,2	40,6	27,2	17,9
Ene-10	27,3	40,7	27,6	13,1	23,1	40,6	26,9	18,1
Feb-10	↓ 27,0	↓ 40,6	≈ 27,2	↓ 14,4	↓ 23,7	↑ 40,7	↑ 26,5	↓ 19,4
Mar-10	↓ 25,4	↓ 40,4	≈ 26,9	↓ 13,7	↓ 21,4	↑ 39,6	↑ 26,8	↓ 20,4
Abr-10	↓ 25,5	↓ 39,8	≈ 27,2	↓ 13,9	↓ 22,2	↑ 38,9	↑ 26,6	↓ 17,9

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

Fuente: SBS.

CUADRO 27
CARTERA PESADA DE CAJAS MUNICIPALES POR TIPO DE CRÉDITO 1/
(En porcentajes)

	Comercial	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Mar-08	5,06	6,42	2,09	1,75
Jun-08	4,47	5,90	2,30	1,81
Set-08	4,02	5,59	2,36	1,72
Dic-08	4,09	5,11	2,38	1,67
Mar-09	5,08	5,83	2,60	1,85
Jun-09	5,67	6,39	2,87	1,85
Set-09	5,71	6,69	2,91	1,59
Dic-09	5,72	6,57	2,91	1,39
Ene-10	7,44	7,47	3,11	1,46
Feb-10	7,76	7,74	3,14	1,36
Mar-10	7,60	7,67	3,10	1,44

1/ La cartera pesada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial.

Fuente: SBS.

Operaciones Monetarias

77. En el periodo abril-mayo la mayor demanda por circulante por S/. 575 millones, refleja principalmente el mayor dinamismo de la actividad económica. En lo que va del año, el circulante creció 21 por ciento (equivalente a un flujo de

S/. 199 millones), explicado por mayores compras de moneda extranjera en Mesa de Negociación (US\$ 2 655 millones), que fueron compensadas por mayores colocaciones de CD BCRP por S/. 3 613 millones y depósitos del sector público por S/. 5 685 millones.

Entre abril y mayo, el aumento en la posición de cambio del Banco Central refleja la compra de US\$ 315 millones en Mesa de Negociación, en tanto que los mayores activos internos netos se debe principalmente al vencimiento de CD BCRP por S/. 4 019 millones contrarrestado por los mayores depósitos del sector público, S/. 4 468 millones, asociados al periodo de regularización de Impuesto a la Renta de abril y la colocación de S/. 1 000 millones de bonos soberanos.

CUADRO 28
OPERACIONES DEL BCRP
(Millones de nuevos soles)

	FLUJOS				SALDOS		
	2009 Anual	2010			31-Dic-09	31-Mar-10	31-May-10
		1 T	Abr-May	Ene-May			
I. POSICIÓN DE CAMBIO	4 381	6 205	336	6 541	66 436	71 476	71 814
(Millones de US\$)	1 623	2 179	119	2 298	22 988	25 168	25 287
A. Operaciones cambiarias	-48	2 329	315	2 644			
1. Operaciones en la Mesa de Negociación	108	2 340	315	2 655			
2. Compra con compromiso de recompra de ME	102	-13	0	-13	102	89	89
3. Sector público	-261	0	0	0			
4. Otros	3	2	0	3			
B. Resto de operaciones	1 671	-150	-196	-345			
II. ACTIVO INTERNO NETO	-2 476	-6 581	239	-6 342	-47 195	-52 611	-52 374
A. Operaciones monetarias	1 023	-8 143	-584	-8 728	-36 323	-44 466	-45 051
1. Operaciones de esterilización	6 436	-8 143	-584	-8 728	-36 323	-44 466	-45 051
a. Certificados de Depósitos BCRP	-6 399	-7 632	4 019	-3 613	-14 121	-21 753	-17 733
b. Depósitos overnight	-819	757	-42	716	-842	-85	-127
c. Depósitos M/n del sector público	2 561	-1 217	-4 468	-5 685	-21 006	-22 224	-26 692
d. Otras operaciones	185	-51	-94	-145	-354	-405	-499
2. Operaciones de inyección de liquidez	-5 412	0	0	0	0	0	0
B. Encaje en moneda nacional *	668	497	169	666	-4 307	-3 810	-3 641
C. Resto	-4 167	1 065	654	1 720	-6 565	-4 335	-3 683
III. CIRCULANTE *	1 905	-376	575	199	19 241	18 865	19 440
(Variación últimos 12 meses)					11,0%	17,6%	21,1%

* Datos preliminares.





Agregados Monetarios

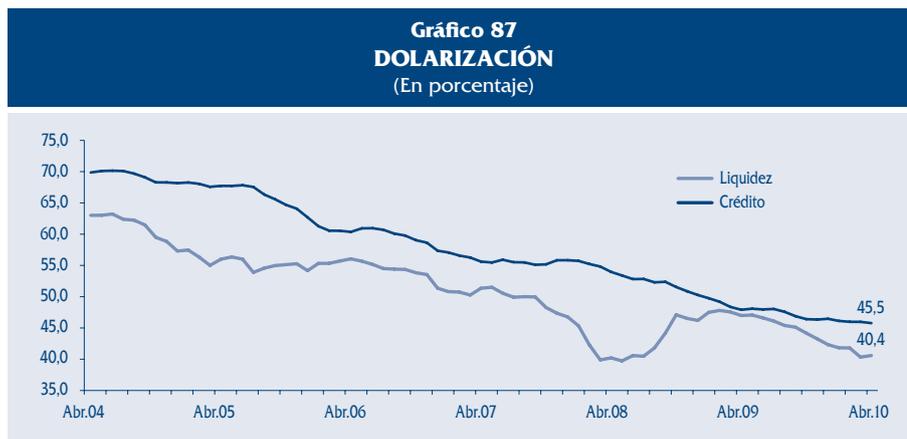
78. El crédito al sector privado mostró un alto dinamismo. En abril de 2010, aumentó a una tasa promedio mensual de 1,6 por ciento y a una tasa de crecimiento anualizada de 13,6 por ciento. Por tipo de crédito, los segmentos de microempresas e hipotecarios mostraron las mayores tasas de crecimiento (23,9 y 20,6 por ciento, respectivamente).

CUADRO 29						
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, POR TIPO DE COLOCACIÓN 1/						
<i>(Variaciones porcentuales 12 meses)</i>						
	Dic.08	Dic.09	Ene.10	Feb.10	Mar.10	Abr.10
1. Empresariales	28,7	5,3	5,6	7,6	9,4	11,6
a. Comercio exterior	15,7	-29,6	-25,7	-19,7	-15,0	-5,8
b. Actividades internas	31,2	12,5	12,1	12,7	13,8	14,9
2. Microempresas	52,9	23,8	22,8	22,3	23,0	23,9
3. Consumo	27,1	8,6	8,4	8,5	9,4	10,2
4. Hipotecarios	23,4	17,3	17,8	17,9	19,2	20,6
Total	29,9	9,2	9,3	10,4	11,9	13,6

1/ Tasa de crecimiento del crédito total a tipo de cambio constante.



79. La evolución conjunta del crédito en nuevos soles y dólares se ha reflejado en una reducción del coeficiente de dolarización del crédito al sector privado, el cual disminuyó de 45,7 por ciento en febrero de 2010 a 45,5 por ciento en abril de 2010.



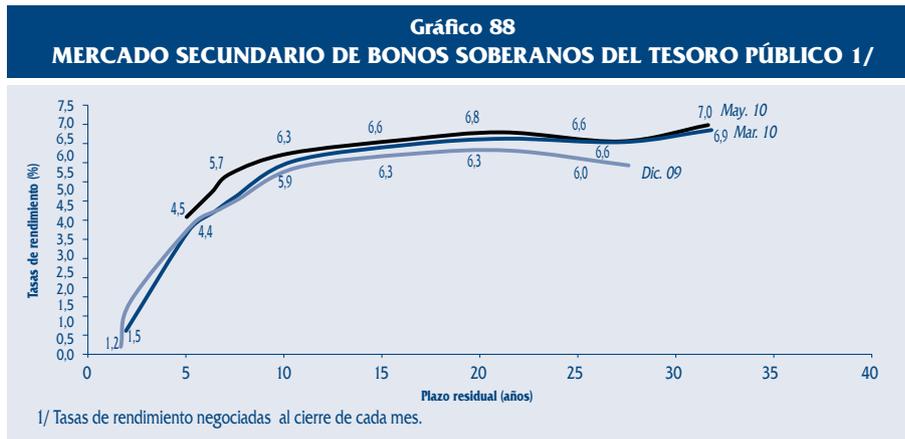
80. Por tipo de institución financiera las empresas bancarias se desdolarizaron a un mayor ritmo, de 51,9 a 51,7 por ciento entre febrero y abril de 2010. Por tipo de crédito los créditos hipotecarios continuaron mostrando el mayor ritmo de desdolarización pasando de 56,4 a 55,9 por ciento entre el mismo periodo.

CUADRO 30
DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.07	Dic.08	Mar.09	Jun.09	Set.09	Nov.09	Dic.09	Ene.10	Feb.10	Mar.10	Abr.10
Por tipo de crédito											
Créditos empresariales	72,6	68,9	66,7	65,7	63,9	63,7	64,4	64,1	64,1	64,3	64,0
Créditos a la microempresa	21,2	13,2	12,2	11,3	10,8	10,2	10,0	9,8	9,6	9,4	9,4
Créditos de consumo	18,1	16,6	16,1	15,0	14,2	13,9	13,6	13,4	13,3	13,1	13,0
Créditos hipotecarios	79,4	70,2	68,6	65,2	61,6	59,9	59,4	58,4	57,3	56,4	55,9
Por tipo de institución											
Empresas bancarias	61,9	56,7	55,5	54,4	52,3	52,0	52,4	52,0	51,9	51,9	51,7
Banca estatal	1,5	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
Instit. de microfinanzas	26,6	20,4	17,6	15,3	14,4	13,8	13,7	13,8	13,6	13,5	13,4
TOTAL	56,6	52,2	50,4	48,8	46,6	46,0	46,2	45,9	45,7	45,7	45,5

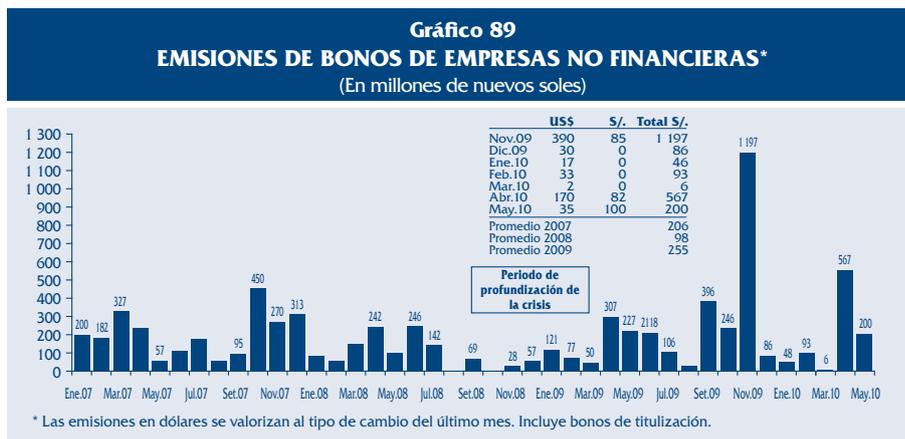
81. Las condiciones de acceso al mercado de capitales se mantienen relativamente estables, con un ligero desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimiento, como respuesta a la elevación de la tasa de referencia en 25 pbs. realizada en mayo. El empinamiento del tramo corto de la curva sigue reflejando una posición expansiva de la política monetaria, que se asume será revertida en el mediano plazo.





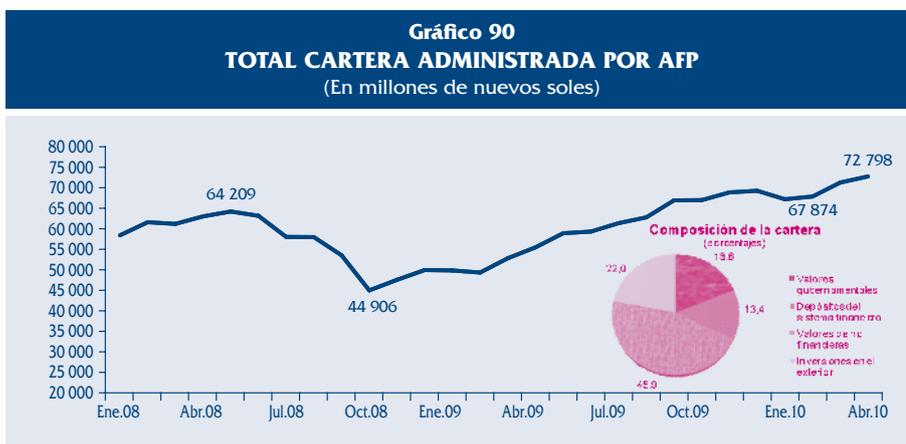
Cabe indicar que, en abril, el gobierno emitió S/. 947 millones de bonos soberanos con vencimiento en 2042 a una tasa de rendimiento promedio de 7,1 por ciento, cuyo importe fue destinado a financiar el pago de los inversionistas que optaron por efectivo, en el canje de bonos globales denominados en dólares. Este canje permitió alargar el plazo de vencimiento promedio de la deuda pública y también disminuir su nivel de dolarización.

82. Las emisiones privadas de empresas no financieras han aumentado sustancialmente a partir de abril, siguiendo el mayor dinamismo económico y la recuperación de la inversión privada vinculada a proyectos de infraestructura y comunicaciones. El promedio de emisiones en los primeros 5 meses del año supera a las emisiones del mismo periodo en los últimos 2 años y es similar al del mismo periodo de 2007, antes de la crisis internacional.



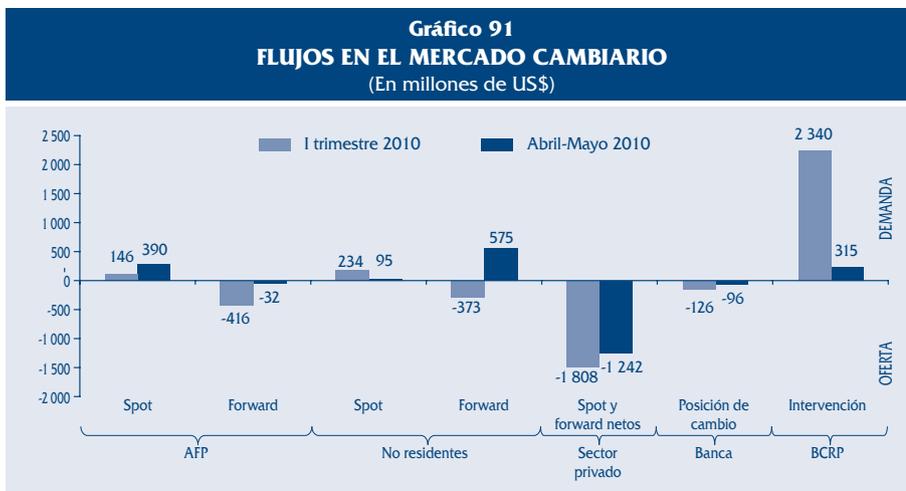
83. Los fondos privados de pensiones han continuado con su recuperación, luego de los resultados desfavorables asociados a la crisis financiera internacional, en línea con la evolución del mercado de valores peruano y global. Así, la cartera

administrada se incrementó de S/. 67 874 millones en febrero a S/. 72 798 millones en abril de 2010. Por otro lado, la participación de inversiones en el exterior en la cartera se ha venido incrementando, encontrándose en la actualidad en 22 por ciento. Sin embargo en el desagregado de las inversiones de AFP por monedas se observa que el 45 por ciento están en moneda extranjera. Ello es posible porque el límite que tienen las AFP para las inversiones en el exterior, que actualmente es de 24 por ciento, no tiene restricción a la inversión por monedas.



Tipo de cambio

84. Entre marzo y mayo de 2010, el tipo de cambio nominal promedio se depreció 0,2 por ciento, reflejando el fortalecimiento del dólar en un contexto de incremento en la aversión al riesgo de inversionistas por temor a que empeoren los problemas fiscales en la zona euro (Grecia, España, Portugal, Italia e Irlanda) y de movimientos en el portafolio de inversionistas no residentes e institucionales.



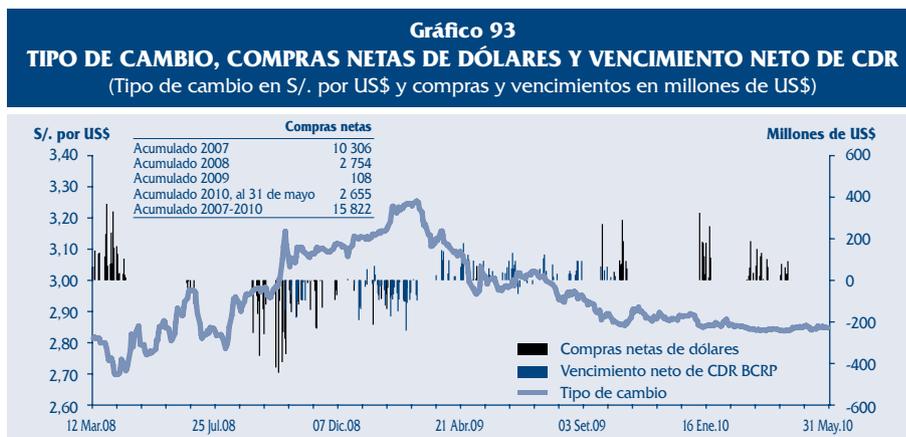


En el periodo abril-mayo, los agentes privados generaron una oferta neta en el mercado cambiario (*spot* y *forward*) de US\$ 1 242 millones mientras que los bancos decidieron reducir su posición de cambio generando una oferta adicional de US\$ 96 millones. Por su parte las AFP y no residentes generaron una demanda neta de US\$ 1 028 millones (*spot* y *forward*) durante el mismo periodo, lo que generó una presión cambiaria a la baja de US\$ 315 millones, la que fue amortiguada por compras de moneda extranjera en Mesa de Negociaciones por parte del BCRP.

85. Entre marzo y mayo de 2010 el saldo de compras netas *forward* se redujo en US\$ 246 millones pasando de US\$ 1 913 millones a US\$ 1 667 millones. Esta reducción fue acompañada por un comportamiento relativamente estable en el tipo de cambio, que se reflejó en el menor monto de intervención (US\$ 315 millones respecto al US\$ 2 340 del primer trimestre).



86. Sólo en la primera quincena de abril, el BCRP intervino en el mercado cambiario con la finalidad de limitar la excesiva volatilidad del tipo de cambio mediante la compra en Mesa de Negociación de US\$ 315 millones.



Desde la segunda quincena de abril el BCRP no intervino en el mercado cambiario. Por otra parte, desde abril los problemas fiscales en algunos países de la zona euro empezaron a generar temores de una posible crisis de deuda que podría revertir las expectativas de recuperación de la economía mundial. Como resultado de los recientes desarrollos en la zona euro, el dólar continuó fortaleciéndose con respecto al euro y a las monedas de economías emergentes.

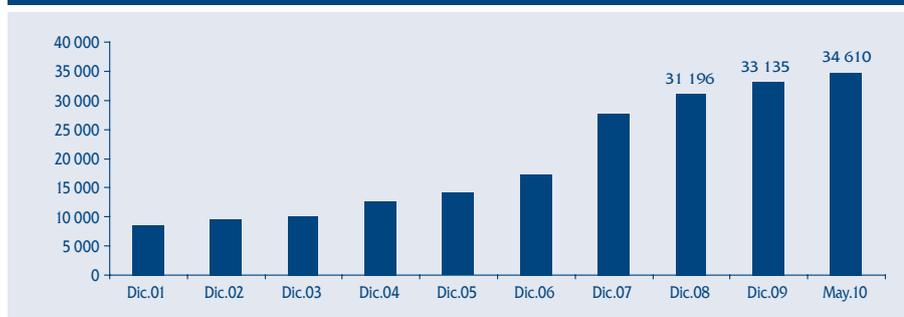
87. Entre febrero y mayo, las expectativas de tipo de cambio para 2010 y 2011 continuaron reduciéndose, lo que se reflejó en la evolución de dólar en los mercados cambiarios. Para los analistas económicos y empresas del sistema financiero, el tipo de cambio cerraría el presente año en S/. 2,80. Para 2011, estos mismos agentes económicos esperan que el tipo de cambio cierre también en S/. 2,80.

CUADRO 31
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevos soles por dólar)

	Feb.10	Mar.10	Abr.10	May.10
SISTEMA FINANCIERO				
2010	2,80	2,80	2,80	2,80
2011	2,82	2,78	2,80	2,80
ANALISTAS ECONÓMICOS				
2010	2,85	2,80	2,80	2,80
2011	2,82	2,80	2,80	2,80
EMPRESAS NO FINANCIERAS				
2010	2,90	2,85	2,85	2,85
2011	2,95	2,90	2,90	2,90

88. Por otro lado, como resultado de los retiros de moneda extranjera del sector público, principalmente para el pago de bonos globales, las reservas internacionales se redujeron en US\$ 658 millones entre marzo y mayo, con lo que el saldo se ubicó en US\$ 34 610 millones, nivel superior al de 2009 en US\$ 1 475 millones.

Gráfico 94
RESERVAS INTERNACIONALES
(Millones de US\$)





RECUADRO 5 INSTRUMENTOS NO CONVENCIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

La reciente crisis financiera internacional ha evidenciado la capacidad de los Bancos Centrales para implementar una política monetaria expansiva aún cuando los mercados de dinero dejan de funcionar apropiadamente, tal respuesta en la mayoría de casos, ha implicado el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria. En tiempos normales, cuando los mercados funcionan apropiadamente, los cambios en la tasa de interés de política monetaria se transmiten de manera efectiva al resto de tasas del sistema financiero a través de un proceso de arbitraje de mercado y constituyen el instrumento más efectivo de la política monetaria.

Estos mecanismos de transmisión, sin embargo, dejan de operar cuando los mercados pierden liquidez y se segmentan, tal como se observó en el cuarto trimestre de 2008 con el colapso de los mercados interbancarios en los EE.UU y Europa y, con la caída abrupta en los precios de la deuda pública y el valor de las monedas en economías emergentes. En todos estos casos, el denominador común de estas fallas de mercado fue la pérdida de liquidez, que hace imposible comprar o vender activos sin afectar significativamente sus respectivos precios, debido a una mayor percepción de riesgo y contagio. En el caso de los mercados monetarios de economías desarrolladas por ejemplo, los bancos paralizaron los préstamos interbancarios ante la imposibilidad de diferenciar que entidades estaban altamente expuestas a los créditos *subprime*. Algo similar ocurrió luego en las economías emergentes, en las que la mayor aversión al riesgo llevó a un gran número de inversionistas a liquidar sus posiciones en bonos gubernamentales, generando un colapso de sus precios, y con ello un salto abrupto en las curvas de rendimiento.

Frente a este tipo de escenarios y ante la necesidad de proveer liquidez al sistema, la mayoría de Bancos Centrales optó por utilizar **instrumentos no convencionales de política monetaria**, que consisten fundamentalmente en operaciones monetarias con instrumentos de mayor riesgo crediticio y/o participar en mercados en los que usualmente los Bancos Centrales no participan⁷. Al utilizar instrumentos no convencionales los Bancos Centrales reemplazan temporalmente los mecanismos de transmisión de la tasa de interés participando directamente en los mercados de crédito y de capitales. La experiencia internacional, a raíz de la crisis financiera muestra que las economías desarrolladas han sido las que han hecho un mayor uso de estas herramientas y las que por lo tanto, han expandido en mayor medida sus balances, asumiendo un mayor riesgo crediticio.

En el caso de la FED por ejemplo, entre 2007 y 2009 expandió su balance en más de 2 veces⁸. Medidas similares fueron adoptadas por otros Bancos Centrales, como el Banco Central Europeo,

7 Por ejemplo: la Reserva Federal de los EE.UU (FED) lanzó un agresivo programa de compra de diversos títulos, desde bonos del Tesoro Norteamericano a largo plazo, papeles comerciales, hasta créditos *subprime*, buscando evitar un colapso en los precios de estos títulos.

8 Este cambio reflejó la aplicación de programas de préstamos a corto plazo a instituciones financieras, como la ampliación de plazos de sus operaciones de reporte, swaps de monedas, facilidades especiales de liquidez a los mayoristas del mercado monetario, programas de préstamos dirigidos, como los fondos para papeles comerciales, y la facilidad para compra de activos con respaldo en préstamos; y compra a gran escala de activos, US\$ 1,25 billones de activos con respaldo de hipotecas, US \$ 175 mil millones de deuda de agencias gubernamentales, y hasta US \$ 300 mil millones de bonos del tesoro.

el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Un resumen de estas medidas se presenta en la siguiente tabla.

RESPUESTA DE LOS BANCOS CENTRALES FRENTE A LA CRISIS								
OBJETIVO	MEDIDAS ADOPTADAS	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Ejecución de la orientación oficial de la Política Monetaria	Operaciones de ajuste excepcionales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Variación de los requerimientos de reservas mínimas obligatorias	✓						
	Reducción de la banda de fluctuación de la tasa de interés a un día	✓	✓	✓				
	Remuneración de reservas	✓			✓			
	Aumento de depósitos del Tesoro	✓				✓		
	Depósitos o valores del banco central a corto plazo		✓	✓	✓		✓	✓
Influir en las condiciones del mercado interbancario	Modificación de la facilidad de ventanilla de descuento	✓		✓				
	Operaciones a largo plazo excepcionales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las garantías admisibles	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliación de las contrapartes	✓		✓	✓	✓	✓	
	Líneas de swaps de divisas entre bancos centrales	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introducción o relajación de las condiciones de préstamo de valores	✓		✓	✓	✓		
Influir en las condiciones del mercado de crédito y del sistema financiero en general	Redescuento/compra/aceptación en garantía de efectos comerciales (CP)	✓		✓	✓	✓	✓	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de bonos de titulación de activos (ABS)	✓	✓	✓			✓	
	Redescuento/compra/aceptación en garantía de títulos de deuda corporativa			✓	✓	✓		✓
	Compra de títulos de deuda pública	✓		✓	✓			✓
	Compra de otros títulos de deuda privada				✓			✓

Fuente : BIS
 Fed: Reserva Federal de EEUU, BCE: Banco Central Europeo, BoE: Banco de Inglaterra, BoJ: Banco de Japón, BoC: Banco de Canadá, RBA: Banco Central de Australia, SNB: Banco Nacional de Suiza.

En todos los casos, los Bancos Centrales remplazaron transitoriamente al mercado. En el caso de las economías emergentes, en particular de América Latina, tanto la escala como el momento en el que se aplicaron las medidas no convencionales de política monetaria difieren de manera importante de lo observado en economías desarrolladas. En América Latina se priorizó la inyección frente a la reducción en las tasas de política monetaria como primera línea de respuesta a la crisis. Sólo cuando los mercados se estabilizaron, y las expectativas de inflación mostraron una clara reversión a la baja, los Bancos Centrales iniciaron reducciones rápidas y significativas en sus tasas de política monetaria.

Las medidas de inyección de liquidez en los países de la región involucraron el uso de un conjunto amplio de instrumentos no convencionales. El tipo particular de instrumento no convencional utilizado estuvo asociado a los segmentos de mercado más vulnerables frente a la crisis. Así, en economías con mercados de dinero no colateralizados, y en donde frente a la crisis, se observó un proceso de segmentación importante, que redujo el flujo de fondos a entidades de menor tamaño o mayor riesgo, los bancos centrales respondieron incrementando tanto el número de participantes permitidos para las facilidades de inyección de liquidez, como el tipo de activos aceptables como colaterales, buscando, de esta manera, asegurar la disponibilidad de liquidez de manera directa a estos segmentos más vulnerables.



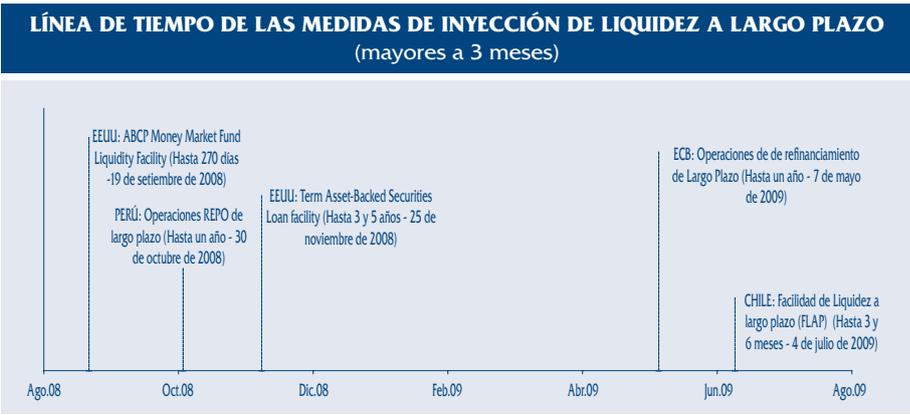


En aquellos países en donde se acortaron significativamente los plazos del fondeo de las entidades financieras, o de segmentos importantes del mercado de bonos, los bancos centrales respondieron alargando el plazo de sus operaciones de reporte y comprando directamente títulos corporativos o de gobierno, de manera que las tasas de interés de estos mercados no subieran abruptamente. En el caso de Perú el plazo de las operaciones de reporte se amplió hasta un año y la lista de colaterales aceptables se amplió a moneda extranjera y títulos valores representativos de cartera.

En aquellas economías de la región en donde la disponibilidad de financiamiento externo para los bancos y empresas exportadoras se restringió fuertemente, los bancos centrales respondieron incrementando la disponibilidad de liquidez internacional, ya sea mediante reducciones de encaje, o a través del otorgamiento de líneas de crédito especiales, operaciones de repo en dólares y swaps.

OPERACIONES REPO DE LOS BANCOS CENTRALES				
PAÍSES O REGIONES	REPOS REGULARES	REPOS EXCEPCIONALES		
		DE 1 a 3 MESES	DE 3 a 6 MESES	DE 6 MESES A 1 AÑO
Chile ^{1/}	Plazo: de 1 a 14 días	✓	✓	
	Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias.	Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias.	Colaterales: Bonos del Tesoro, títulos del Banco Central y letras hipotecarias.	
Perú ^{2/}	Plazo: de 1 a 14 días	✓	✓	✓
	Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores.	Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores.	Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores.	Colaterales: Bonos del Tesoro, Certificados del Banco Central, moneda extranjera y cartera de créditos representada en títulos valores.
Estados Unidos ^{3/}	Plazo: de 1 a 14 días	✓		
	Colaterales: Bonos del Tesoro, bonos de agencias gubernamentales y títulos respaldados con hipotecas	Colaterales: Bonos del Tesoro, bonos de agencias gubernamentales y títulos respaldados con hipotecas		
Europa ^{4/}	Plazo: de 1 a 14 días	✓	✓	✓
	Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo)	Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo)	Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo)	Colaterales: Instrumentos de emisores públicos e instrumentos de emisores privados (de bajo riesgo)

1/ Las operaciones de repos excepcionales de 3 a 6 meses se implementaron a partir de julio de 2009. Desde marzo de 2006 se aceptan como activos de garantías las letras hipotecarias.
 2/ Las operaciones de repos se implementaron en setiembre de 1997. A partir de octubre de 2008 se realizaron operaciones repos excepcionales con plazos hasta un año. Desde julio de 2009 se aceptan como colaterales la cartera de créditos representada en títulos valores.
 3/ La Reserva Federal de EEUU utilizó otros instrumentos diferentes a las REPO para inyectar liquidez a largo: Term Securities Lending Facility, ABCP Money Market Fund Liquidity Facility, Commercial Paper Funding Facility, Term Asset-Backed Securities Loan Facility.
 4/ El Banco Central Europeo inyectó liquidez a largo plazo a través de las operaciones de refinanciamiento de Largo Plazo (LTRO), en mayo de 2009 se extendió el plazo de estas operaciones hasta un año.



También, principalmente en economías con alta dolarización, parte importante de la respuesta de los Bancos Centrales se reflejó en intervenciones en el mercado cambiario, mediante la venta directa de moneda extranjera, o la emisión de títulos indexados, con la finalidad de evitar depreciaciones abruptas de la moneda doméstica⁹.

Este conjunto de medidas en ninguno de los casos en América Latina, implicaron un incremento sustancial en el tamaño de los balances de los Bancos Centrales. Asimismo, los Bancos Centrales no asumieron un incremento sustancial de riesgo crediticio por estas operaciones. Esto en parte se explica porque el impacto de la crisis en los mercados de crédito de la región fue menor y también, por que los sistemas financieros se encontraban más sólidos y líquidos.

En resumen, la experiencia reciente de los bancos centrales muestra que los instrumentos no convencionales de política monetaria han sido efectivos y han permitido hacer una política monetaria expansiva cuando los mercados financieros dejaron de operar apropiadamente. En el caso de las economías de la región, el uso de la intervención cambiaria y de la inyección masiva de liquidez, permitió a los bancos centrales aislar, al menos parcialmente, a los mercados crediticios domésticos del deterioro de los mercados financieros internacionales. En el caso de economías desarrolladas, se evitó un colapso mayor de los mercados financieros.

9 Esta respuesta fue posible gracias a una elevada disponibilidad de liquidez internacional, que permitió a los Bancos Centrales enfrentar tanto salidas de capitales, y el recorte de financiamiento a bancos locales, como presiones depreciatorias abruptas, inyectando rápida y efectivamente liquidez en moneda extranjera, a través de diversos mecanismos. Los elevados niveles de reservas internacionales se acumularon en los años previos a la crisis gracias a los elevados términos de intercambio y el fortalecimiento de la posición fiscal.



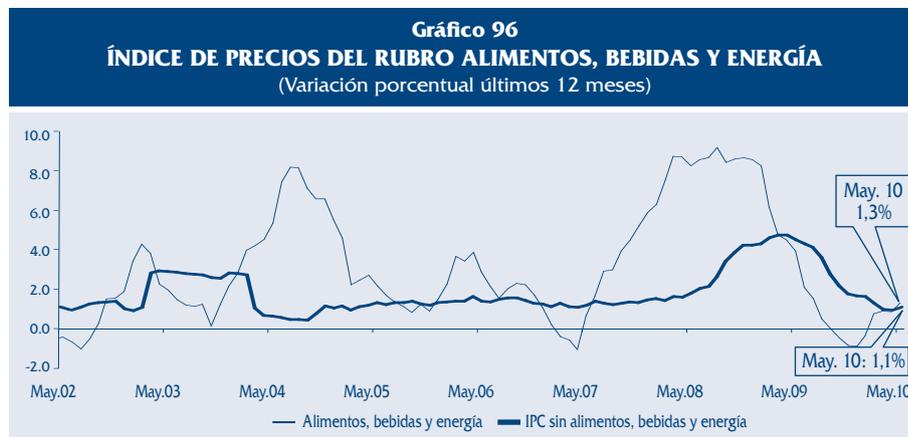


VI. Inflación

89. En mayo de 2010 la inflación anual retornó al rango meta por primera vez desde setiembre de 2009. El efecto del alza del precio de los *commodities* empezó a revertirse desde noviembre de 2008, alcanzando su punto mínimo en diciembre de 2009. A partir de esta fecha se observa una ligera tendencia al alza, principalmente por la evolución de los precios de algunos alimentos y de los combustibles.



Entre enero y mayo de 2010 se observa un aumento en las variaciones acumuladas en los últimos doce meses de los precios de alimentos y energía (pasan de -0,9 por ciento en diciembre a 1,3 por ciento en mayo), mientras que la inflación excluyendo alimentos y energía muestra una tendencia decreciente (pasa de 1,7 por ciento en diciembre a 1,1 por ciento en mayo).



90. La inflación subyacente acumulada en los últimos doce meses pasó de 2,3 por ciento en diciembre a 1,8 por ciento en mayo de 2010. La inflación no subyacente, que incluye alimentos perecibles y combustibles, pasó de -2,5 por ciento en diciembre a 0,0 por ciento en mayo.



91. La inflación acumulada entre enero y mayo fue de 1,2 por ciento, debido principalmente a los alimentos no subyacentes (2,3 por ciento) y los combustibles (6,8 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y mayo fue de 1,1 por ciento, destacando los incrementos en educación (2,6 por ciento), comidas fuera del hogar (1,7 por ciento) y bebidas gaseosas (3,8 por ciento).

CUADRO 32
INFLACIÓN

	Peso		Ene.-May. 2009		Ene.-May. 2010	
	Dic.01=100	2009=100	Var%	Contribución	Var%	Contribución
I. INFLACIÓN	100,0	100,0	0,37	0,37	1,17	1,17
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	60,6	65,2	1,60	0,91	1,08	0,70
Bienes	34,0	32,9	1,48	0,46	0,79	0,26
Servicios	26,6	32,2	1,76	0,45	1,37	0,44
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	39,4	34,8	-1,27	-0,55	1,34	0,46
Alimentos	22,5	14,8	1,01	0,25	2,28	0,34
Combustibles	3,9	2,8	-15,31	-0,82	6,78	0,19
Transportes	8,4	8,9	-0,86	-0,07	-0,51	-0,05
Servicios públicos	4,6	8,4	2,19	0,09	-0,21	-0,02





CUADRO 33
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	
						Ene.-May.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	1,17	1,04
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	1,08	1,81
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	0,79	1,48
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	1,37	2,17
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	1,34	0,04
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	2,28	-0,18
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	6,78	10,12
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	-0,51	0,72
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	-0,21	-4,61

92. Entre enero y mayo, los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron matrícula y pensión de enseñanza, comidas fuera del hogar, azúcar, gasolina y bebidas gaseosas. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron carne de pollo, cítricos, uva, transporte nacional, teléfonos y choclo.

En el caso de matrícula y pensión de enseñanza, el incremento es estacional y se dio principalmente entre los meses de marzo y abril, mientras que en el caso de comidas fuera del hogar, el mayor aumento se dio en el mes de mayo por las celebraciones del Día de la Madre.

Los mayores precios en los combustibles reflejan el alza del precio internacional del petróleo, y los menores recursos destinados al Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles. El precio del contrato de Petróleo Intermedio de Texas (WTI) registró un valor promedio de US\$ 73,6 por barril en mayo de 2010, lo que si bien fue menor al de abril (US\$ 84,2), representó una recuperación con respecto al precio de mayo de 2009 (US\$ 59,2).

CUADRO 34
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - MAYO 2010
(Puntos porcentuales)

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	2,7	0,24	Carne de pollo	3,0	-9,6	-0,30
Comidas fuera del hogar	11,7	1,7	0,20	Cítricos	0,5	-14,9	-0,09
Azúcar	0,5	24,6	0,16	Transporte nacional	0,3	-15,4	-0,06
Gasolina y lubricantes	1,3	11,1	0,15	Teléfonos	2,9	-1,7	-0,05
Bebidas gaseosas	1,3	7,2	0,09	Choclo	0,1	-20,5	-0,03
Huevos	0,6	18,4	0,09	Palta	0,1	-19,5	-0,03
Zanahoria	0,1	92,1	0,09	Compra de vehículos	1,6	-1,5	-0,02
Otras frutas frescas	0,4	23,7	0,09	Electricidad	2,9	-0,8	-0,02
Legumbres frescas	0,2	32,3	0,08	Artículos de limpieza	0,9	-2,3	-0,02
Otras hortalizas	0,4	19,5	0,07	Ají	0,1	-26,9	-0,02
Total			1,26	Total			-0,64

El aumento en el precio del azúcar está asociado al incremento de la cotización en el mercado internacional, que si bien ha venido disminuyendo, es 17 por ciento mayor a la registrada en mayo de 2009 (la cotización del contrato 11 fue US\$ 369,7 por T.M. en mayo de 2009 y US\$ 432,5 por T.M. en mayo de 2010). A ello se sumó la menor producción nacional de caña de azúcar (-8,6 por ciento en el periodo enero-abril) debido a problemas climáticos, a conflictos laborales y a paradas de carácter técnico en los meses pasados.

En los primeros meses del año el abastecimiento de los productos agrícolas estuvo afectado por fuertes lluvias en las zonas productoras de la Sierra Central, así como por huaycos que interrumpieron el tránsito a la Selva Central. En los siguientes meses se observó la normalización de las cosechas y de la comercialización de la mayor parte de productos. No obstante, las alteraciones climáticas de los meses previos afectaron la productividad de algunos cultivos (como arveja y tomate, este último procedente de la Costa Centro).

Esta situación fue en parte contrarrestada por la mejora en la producción de arroz, procedente de los valles de la Costa Norte del país y el alto nivel de oferta de productos pecuarios como carne de pollo. Esto último determinó la fuerte reducción en el precio de la carne de pollo. Las colocaciones de pollo bebé, principal indicador de la oferta, fueron mayores en 12,7 por ciento en el periodo enero-mayo de 2010, respecto al mismo periodo de 2009. También contribuyó a este resultado el menor precio de bonito (-4,3 por ciento), especie de consumo popular.

Inflación importada

93. La inflación importada registró una variación acumulada de 1,9 por ciento entre enero y mayo. El incremento refleja la evolución de los componentes combustibles (6,8 por ciento) y alimentos importados (0,4 por ciento).

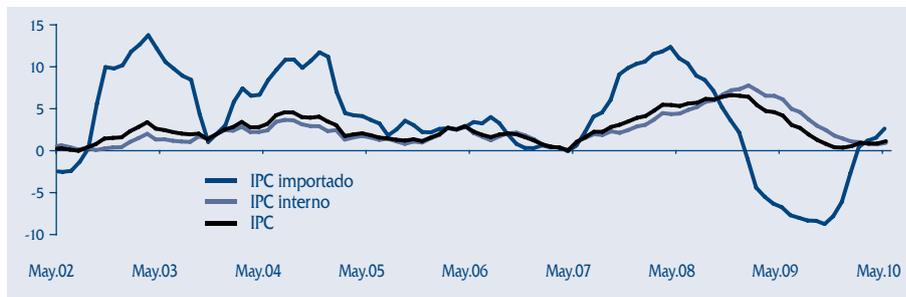




CUADRO 35
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	
						Ene.-May.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	1,94	2,63
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,44	0,06
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	6,78	10,12
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,06	-1,50
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	0,08	-0,73
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,08	0,83
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	1,17	1,04
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-1,12	-4,95

Gráfico 99
INFLACIÓN, COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos 12 meses)



94. El índice de precios al por mayor se incrementó en 2,2 por ciento entre enero y mayo, reflejando la evolución de sus componentes doméstico (2,1 por ciento) e importado (2,7 por ciento). En los últimos doce meses, los precios al por mayor aumentaron 2,0 por ciento, correspondiendo a su componentes doméstico e importado incrementos de 1,9 y 2,2 por ciento, respectivamente.

Gráfico 100
ÍNDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR
(Variación porcentual últimos 12 meses)



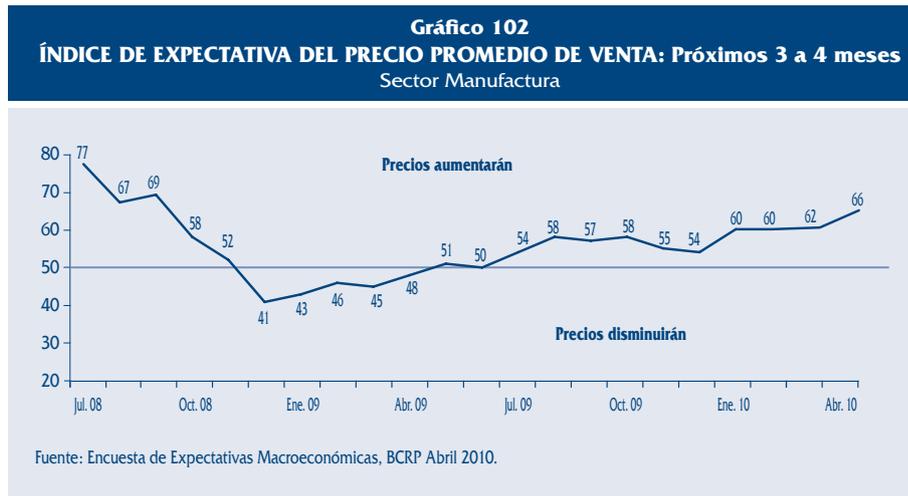
Expectativas de inflación

95. Las expectativas de inflación de los agentes económicos para 2010 se han elevado respecto a la información presentada en el Reporte de marzo. Para 2011 y 2012, en general, los encuestados ubican sus expectativas de inflación dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento).

CUADRO 36 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)		
	Febrero 2010	Mayo 2010
SISTEMA FINANCIERO		
2010	2,11	2,50
2011	2,50	2,50
2012	-	2,50
ANALISTAS ECONOMICOS		
2010	2,20	2,50
2011	2,50	2,50
2012	-	2,50
EMPRESAS NO FINANCIERAS		
2010	2,00	2,20
2011	2,50	2,50
2012	-	2,50

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 59 en el Reporte de marzo a 66 en este Reporte, lo que se debe a que el porcentaje de empresas que espera una reducción de los precios de insumos ha disminuido. Asimismo, el índice de expectativa de precio promedio de venta ha aumentado de 60 a 66 desde el Reporte previo.





Pronósticos de Inflación

96. Los datos de inflación observados desde el Reporte de Inflación de marzo de 2010 han estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho Reporte. En particular, se ha observado que la inflación inició una fase de convergencia hacia el rango meta, alcanzando un valor de 1,04 por ciento en mayo. Asimismo, la revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años han generado cambios menores en el escenario central de proyección respecto al contemplado en el Reporte previo.

De este modo, la proyección central de inflación para los años 2010 y 2011 es cercana a la del Reporte de Inflación de marzo de 2010. Se proyecta que la inflación se mantendría en el rango meta, como consecuencia de una brecha del producto cada vez más cercana a su valor de equilibrio, expectativas inflacionarias en línea con la meta de inflación, y la reversión de choques transitorios, que afectaron durante el primer semestre del año 2010 tanto a la inflación de precios al por mayor como a la inflación de origen importado.

97. El escenario base de proyección contempla que el estímulo monetario adoptado en setiembre de 2008, junto con el impulso fiscal proveniente del Programa de Estímulo Fiscal, contribuirían a la recuperación del dinamismo de la actividad económica durante el año 2010, pasando así de una tasa de crecimiento del PBI de 0,9 en el año 2009 a una tasa de crecimiento anual de alrededor de 6,6 por ciento para el año 2010.

Asimismo, el escenario central es compatible con el retiro gradual de los estímulos monetario y fiscal hasta alcanzar posiciones neutrales, en virtud de una brecha del producto que se iría cerrando hacia fines del año 2010 y una inflación que

continuaría ubicada dentro del rango meta. Así, se prevé que la tasa de crecimiento del PBI se encontraría alrededor del 6,0 por ciento para los años 2011 y 2012, cifras cercanas al crecimiento potencial de la economía. Consistente con ello, la inflación persistiría en el rango meta durante estos años.





Cuadro 37
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2008	2009	2010 1/		2011 1/		2012 1/
			Ri Mar.09	Ri Jun.10	Ri Mar.09	Ri Jun.10	Ri Jun.10
Var.% real							
1. Producto bruto interno	9,8	0,9	5,5	6,6	5,5	6,0	6,0
2. Demanda interna	12,1	-2,9	6,8	8,8	6,3	6,8	6,0
a. Consumo privado	8,7	2,4	3,3	3,9	4,2	4,5	4,6
b. Consumo público	2,1	16,5	4,2	7,8	3,1	3,7	3,2
c. Inversión privada fija	25,8	-15,2	8,8	12,5	9,0	9,0	11,0
d. Inversión pública	42,8	25,9	19,8	23,9	6,0	7,3	6,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	8,8	-2,5	5,5	3,0	5,7	5,7	7,9
4. Importaciones de bienes y servicios	19,8	-18,4	11,9	14,5	9,9	10,1	8,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,6	-1,1	3,3	3,6	3,5	3,5	3,5
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	4,3	-1,6	-1 ; 0	-1 ; 0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var.%							
6. Inflación proyectada	6,7	0,2	1,5-2,5	2,0-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	38,5	-38,2	26,0	22,2	6,0	1,4	1,3
8. Tipo de cambio nominal 3/	4,5	-8,0	-1,0	-2,1	0,5	0,6	1,2
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-4,8	0,9	0,0	-2,2	0,8	0,2	1,1
10. Términos de intercambio	-13,0	-5,5	12,9	12,6	-2,9	-3,3	-1,3
a. Índice de precios de exportación	5,1	-12,5	17,2	20,7	-0,3	-1,5	0,6
b. Índice de precios de importación	20,8	-7,4	3,8	7,2	2,6	1,9	2,0
Var.% nominal							
11. Circulante	16,7	11,0	18,0	22,0	18,0	19,0	18,5
12. Crédito al sector privado 4/	29,9	9,2	15,0	17,0	15,5	16,0	16,5
% del PBI							
13. Tasa de inversión interna	26,7	20,6	22,6	23,6	24,4	25,6	26,8
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,7	0,2	-0,3	-1,0	-1,2	-2,1	-2,3
15. Balanza comercial	2,4	4,6	5,7	4,5	4,8	3,2	2,8
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,5	4,8	5,2	5,1	4,6	4,6	5,3
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,9	18,6	19,0	19,5	19,4	19,7	19,9
18. Gastos no financieros del gobierno general	17,3	19,6	19,4	19,8	19,3	19,4	19,0
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	-1,9	-1,6	-1,6	-1,0	-1,0	-0,4
20. Saldo de deuda pública total	24,0	26,6	23,4	23,4	22,5	22,9	21,2

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

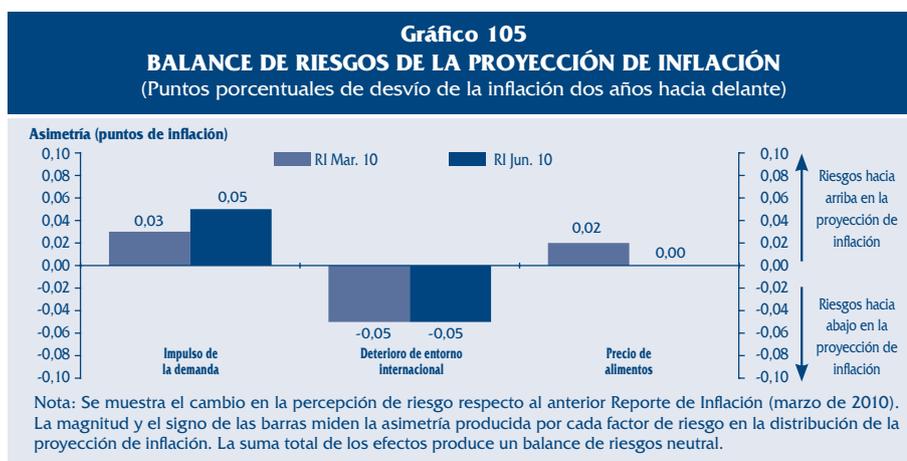
3/ Encuesta de expectativas de tipo de cambio nominal a los agentes económicos.

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.

VII. Balance de Riesgos

98. Se mantiene un balance de riesgo neutral. Es decir, con la información disponible se estima que la probabilidad de que la tasa de inflación se encuentre por encima de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por debajo.
99. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección son:
- **Deterioro del entorno internacional.** El escenario base considera que la actividad económica mundial se recuperaría y que los términos de intercambio se mantendrían en niveles altos, aunque decrecientes, durante el horizonte de proyección (2010 - 2012). Sin embargo, esta recuperación podría verse mermada de no resolverse la difícil situación financiera por la que atraviesa la Eurozona. Una eventual profundización de la crisis financiera en países europeos no sólo contraería la demanda de un socio comercial de importancia, sino que además podría generar contagio en mercados internacionales y desacelerar el crecimiento de la economía mundial. Bajo este escenario, se tendría una menor demanda mundial por *commodities*, menores precios para una buena parte de nuestras exportaciones primarias, condiciones crediticias internacionales desfavorables, y una consecuente desaceleración en la economía doméstica. De materializarse este riesgo, la política monetaria mantendría el estímulo monetario por un mayor tiempo. Adicionalmente, el Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y distintos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar esta contingencia.
 - **Mayor dinamismo en la economía doméstica.** El escenario base de proyección considera una senda de crecimiento sostenido de la demanda interna, sin presiones inflacionarias. Sin embargo, si el gasto privado y público se elevan significativamente por encima de lo previsto en el escenario base, se reduciría de manera más rápida el estímulo monetario.





CONCLUSIÓN

100. En los últimos meses, la tasa de inflación mantuvo una tendencia gradual hacia el rango meta y finalmente retornó al rango meta en el mes mayo. Se proyecta que la inflación se mantendría en este rango durante el horizonte de proyección (2010-2012). Los determinantes de tal proyección son: una brecha del producto que se cerraría desde su nivel negativo actual, como consecuencia de un mayor dinamismo en la actividad económica; la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de productos importados; y expectativas inflacionarias ancladas en el rango meta.