



Síntesis

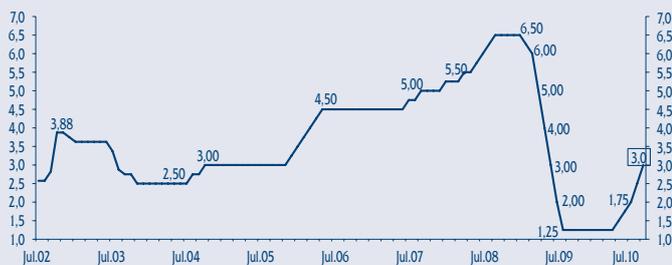
Reporte de Inflación

Setiembre 2010

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

Desde el mes de mayo el Banco Central ha venido retirando el estímulo monetario, con lo cual se ha elevado la tasa de referencia desde su nivel mínimo histórico de 1,25 por ciento hasta 3,0 por ciento en setiembre. En los respectivos comunicados de política monetaria, el Directorio ha enfatizado el carácter preventivo de los ajustes de la tasa de interés de referencia, en un contexto caracterizado por el fuerte dinamismo de la demanda interna, donde no se han observado presiones inflacionarias del lado de la demanda, y en el cual diversos indicadores de la actividad económica señalan un alto crecimiento con una inflación que se ubica dentro del rango meta.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL (En porcentaje)



Desde mayo la inflación inició una fase de convergencia hacia el rango meta, alcanzando un valor de 2,3 por ciento en agosto. Se proyecta que la inflación se mantendrá en el rango de tolerancia en los próximos dos años, aunque en 2010 estaría más cercana al límite superior de dicho rango por el efecto transitorio de aumentos de precios de algunos alimentos, evolución asociada a choques de oferta.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

Los indicadores de actividad económica continuaron mostrando un fuerte dinamismo. La demanda interna creció a una tasa de 11,1 por ciento durante el primer semestre, por encima de lo previsto en el Reporte de junio, impulsada por una recuperación importante de la inversión y del consumo privado y también por el impulso fiscal que se ha venido observando desde el año pasado. Esta rápida expansión ha estado asociada principalmente a la evolución de algunos sectores no primarios, los que por su naturaleza tienen a su vez un impacto importante sobre la evolución del empleo y de los ingresos.

MANUFACTURA NO PRIMARIA (Variaciones porcentuales reales)



PBI: EJECUCIÓN TRIMESTRAL
(Tasas de crecimiento trimestrales anualizadas)

| | 2009 | | | | 2010 | |
|----------------|-------|------|------|-----|------|-----|
| | I | II | III | IV | I | II |
| Estados Unidos | -4,9 | -0,7 | 1,6 | 5,0 | 3,7 | 1,6 |
| Japón | -16,6 | 10,4 | -1,0 | 4,1 | 5,0 | 1,5 |
| Reino Unido | -9,0 | -2,8 | -1,0 | 1,7 | 1,3 | 4,9 |
| Eurozona | -9,8 | -0,3 | 1,6 | 0,5 | 1,3 | 3,9 |

Fuente: JP Morgan.

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

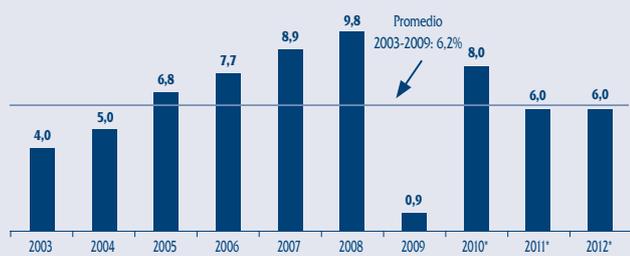
| | 2008 | 2009 | | | | 2010 | |
|-----------------------|------|------|-------|------|------|------|------|
| | IV | I | II | III | IV | I | II |
| Asia Emergente | | | | | | | |
| China | 6,8 | 6,2 | 7,9 | 9,1 | 10,7 | 11,9 | 10,3 |
| Corea | -3,3 | -4,3 | -2,2 | 1,0 | 6,0 | 8,1 | 7,2 |
| India | 6,1 | 5,8 | 6,0 | 8,6 | 6,5 | 8,6 | 8,8 |
| Indonesia | 5,3 | 4,5 | 4,1 | 4,2 | 5,4 | 5,7 | 6,2 |
| Malasia | 0,1 | -6,2 | -3,9 | -1,2 | 4,4 | 10,1 | 8,9 |
| América Latina | | | | | | | |
| Brasil | 0,8 | -2,1 | -1,6 | -1,2 | 4,3 | 9,0 | 8,8 |
| Chile | 0,7 | -2,1 | -4,5 | -1,4 | 2,1 | 1,5 | 6,5 |
| Colombia | -1,1 | -0,9 | 0,1 | 0,7 | 3,4 | 4,4 | 5,0* |
| México | -1,1 | -7,9 | -10,0 | -6,1 | -2,3 | 4,3 | 7,6 |
| Perú | 6,5 | 1,9 | -1,2 | -0,6 | 3,4 | 6,1 | 10,1 |

Fuente: Bancos centrales e Institutos de Estadística, FMI, Bloomberg.
* Encuesta de Bloomberg.

CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

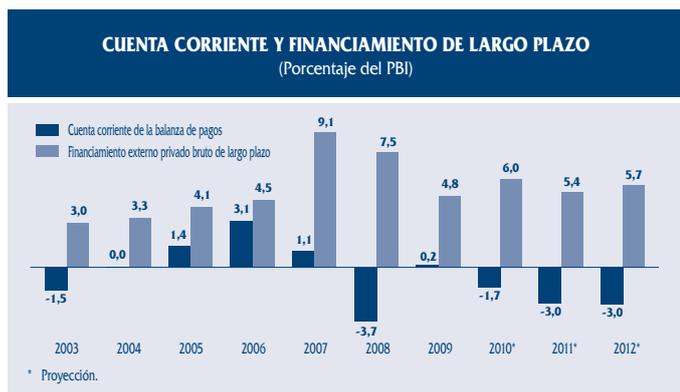
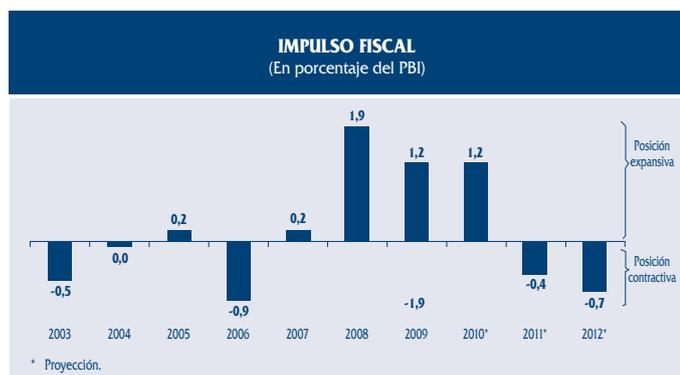


La actividad económica mundial mostró tasas de crecimiento más moderadas durante el segundo trimestre del año. En el caso de las economías desarrolladas este menor ritmo de crecimiento se atribuye al bajo dinamismo observado en el mercado laboral, en el que aún se mantienen tasas altas de desempleo, así como a la lenta recuperación del mercado de crédito, particularmente en un contexto de gradual desapalancamiento de los altos niveles de endeudamiento que todavía mantienen las familias.

En lo que respecta a las economías emergentes, el rápido crecimiento registrado en países como China, India y Brasil, aunado al surgimiento de algunas presiones inflacionarias, ha llevado a que se realicen ajustes en la posición de política monetaria en este conjunto de economías, por lo que se prevé también un menor ritmo de crecimiento, aunque todavía a tasas elevadas. Otro factor que también estaría impactando en el crecimiento mundial, particularmente entre los países de la Eurozona, está asociado a los programas de ajuste fiscal, que ya se vienen ejecutando en algunos casos y que se estaría por implementar en otros, ante la débil posición fiscal que presentan diversas economías.

En este contexto, se ha revisado ligeramente a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para los años 2011 y 2012, de 4,0 a 3,7 por ciento. Por el contrario, se estima que el crecimiento en 2010 sería 4,2 por ciento, tasa algo mayor a la contemplada en el Reporte de Inflación de junio (4,0 por ciento) debido principalmente a una ejecución del primer semestre mejor a la prevista, particularmente en Europa y en las economías emergentes.

Teniendo en cuenta que en el horizonte de proyección se espera un panorama más moderado de la actividad económica mundial y un entorno interno en el que se continuará con el retiro del estímulo monetario y fiscal, se prevé que el ritmo actual de crecimiento se modere hacia los niveles de crecimiento potencial del PBI. Por tanto, se mantienen las previsiones de crecimiento de nuestra economía de 6 por ciento para los años 2011 y 2012 contempladas en el Reporte de junio; mientras que, para 2010 la tasa de crecimiento se ha revisado de 6,6 a 8,0 por ciento.



La proyección de crecimiento real del gasto público de este año se ha revisado ligeramente de 9,8 a 12,3 por ciento en línea con los estimados del Marco Macroeconómico Multianual y se considera además una revisión de la proyección de crecimiento real de los ingresos del gobierno general de 14,0 a 16,6 por ciento. En el horizonte de proyección se espera una reducción del impulso fiscal en la medida que se vaya retirando el estímulo fiscal, lo cual permitiría pasar de un impulso positivo estimado de 1,2 por ciento para este año a una posición más neutral. Esta proyección fiscal es consistente con una política fiscal anticíclica durante los siguientes años y una trayectoria sostenible de las finanzas públicas.

Considerando las proyecciones de crecimiento del PBI y su efecto sobre una mayor demanda por importaciones, así como la evolución de los términos de intercambio, la proyección del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ha revisado al alza, pasando de 1,0 del PBI en el Reporte anterior a 1,7 por ciento del PBI en el año 2010, estimándose que se estabilizaría en 3,0 por ciento del PBI en 2011 y 2012.

Balance de riesgos

La proyección de la inflación supone un balance de riesgos neutral, es decir 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. Los riesgos considerados en este reporte 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). En este escenario, se tendría una menor demanda mundial de *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 de 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.

Incremento de precios de alimentos. La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios como el trigo, el maíz, la soya y el azúcar muestra que se ha incrementado la probabilidad de mayores precios a futuro. Además, existe incertidumbre sobre factores climáticos que podrían afectar la oferta doméstica de alimentos. Estos choques tendrían un efecto transitorio sobre la inflación. En este escenario, el Banco Central retiraría más rápidamente el estímulo monetario únicamente en la medida en que el potencial incremento de la inflación por factores de oferta afecte las expectativas de inflación

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

| | 2008 | 2009 | 2010 1/ | | 2011 1/ | | 2012 1/ | |
|--|-------|-------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | RI Jun.10 | RI Set.10 | RI Jun.10 | RI Set.10 | RI Jun.10 | RI Set.10 |
| Var.% real | | | | | | | | |
| 1. Producto bruto interno | 9,8 | 0,9 | 6,6 | 8,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 |
| 2. Demanda interna | 12,1 | -2,9 | 8,8 | 11,4 | 6,8 | 6,9 | 6,0 | 6,0 |
| a. Consumo privado | 8,7 | 2,4 | 3,9 | 5,2 | 4,5 | 4,5 | 4,6 | 4,6 |
| b. Consumo público | 2,1 | 16,5 | 7,8 | 9,9 | 3,7 | 4,4 | 3,2 | 3,6 |
| c. Inversión privada fija | 25,8 | -15,1 | 12,5 | 16,7 | 9,0 | 11,1 | 11,0 | 11,8 |
| d. Inversión pública | 42,8 | 25,5 | 23,9 | 31,6 | 7,3 | 6,3 | 6,5 | 3,4 |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios | 8,8 | -2,5 | 3,0 | 1,4 | 5,7 | 5,2 | 7,9 | 8,4 |
| 4. Importaciones de bienes y servicios | 19,8 | -18,4 | 14,5 | 19,4 | 10,1 | 10,1 | 8,0 | 8,0 |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales | 2,6 | -1,1 | 3,6 | 3,7 | 3,5 | 3,3 | 3,5 | 3,2 |
| Nota: | | | | | | | | |
| Brecha de producto 2/ (%) | 4,3 | -1,6 | -1,0 ; 0,0 | -0,5 ; +0,5 | -0,5 ; +0,5 | -0,0 ; +1,0 | -0,5 ; +0,5 | -0,5 ; +0,5 |
| Var.% | | | | | | | | |
| 6. Inflación proyectada | 6,7 | 0,2 | 2,0-2,5 | 2,5-3,0 | 1,5-2,5 | 1,5-2,5 | 1,5-2,5 | 1,5-2,5 |
| 7. Precio promedio del petróleo | 37,8 | -38,1 | 22,2 | 23,6 | 1,4 | -1,6 | 1,3 | 0,0 |
| 8. Tipo de cambio nominal 3/ | 4,5 | -7,6 | -2,1 | -3,3 | 0,6 | 1,0 | 1,2 | 0,1 |
| 9. Tipo de cambio real multilateral 3/ | -4,8 | 0,9 | -2,2 | -3,0 | 0,2 | 1,6 | 1,1 | 0,9 |
| 10. Términos de intercambio | -13,8 | -5,5 | 12,6 | 13,8 | -3,3 | -3,6 | -1,3 | -1,6 |
| a. Índice de precios de exportación | 4,9 | -12,5 | 20,7 | 24,4 | -1,5 | -0,4 | 0,6 | 0,6 |
| b. Índice de precios de importación | 21,7 | -7,4 | 7,2 | 9,4 | 1,9 | 3,3 | 2,0 | 2,2 |
| Var.% nominal | | | | | | | | |
| 11. Circulante | 16,7 | 11,0 | 22,0 | 25,0 | 19,0 | 19,0 | 18,5 | 18,5 |
| 12. Crédito al sector privado 4/ | 29,9 | 9,2 | 17,0 | 19,0 | 16,0 | 14,0 | 16,5 | 14,0 |
| % del PBI | | | | | | | | |
| 13. Tasa de inversión interna | 26,7 | 20,6 | 23,6 | 24,9 | 25,6 | 26,8 | 26,8 | 27,8 |
| 14. Cuenta corriente de la balanza de pagos | -3,7 | 0,2 | -1,0 | -1,7 | -2,1 | -3,0 | -2,3 | -3,0 |
| 15. Balanza comercial | 2,4 | 4,6 | 4,5 | 3,3 | 3,2 | 1,7 | 2,8 | 1,2 |
| 16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/ | 7,5 | 4,8 | 5,1 | 6,0 | 4,6 | 5,4 | 5,3 | 5,7 |
| 17. Ingresos corrientes del gobierno general | 20,9 | 18,6 | 19,5 | 19,7 | 19,7 | 20,0 | 19,9 | 20,1 |
| 18. Gastos no financieros del gobierno general | 17,3 | 19,6 | 19,8 | 19,9 | 19,4 | 19,8 | 19,0 | 19,3 |
| 19. Resultado económico del sector público no financiero | 2,1 | -1,9 | -1,6 | -1,5 | -1,0 | -1,0 | -0,4 | -0,4 |
| 20. Saldo de deuda pública total | 24,0 | 26,6 | 23,4 | 22,7 | 22,9 | 21,5 | 21,2 | 20,0 |

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.