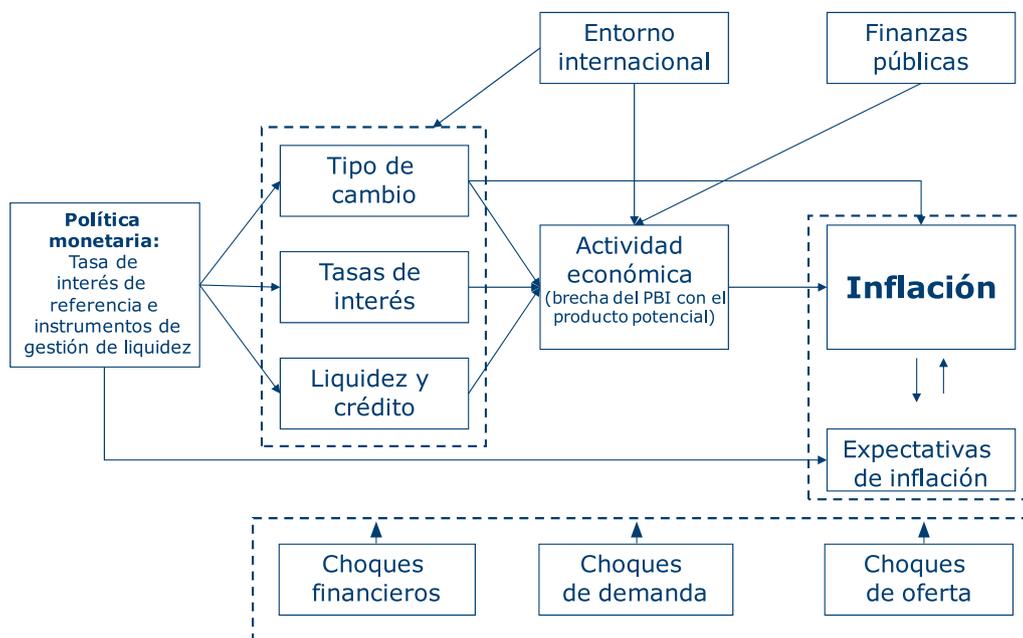


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2011-2013

Junio 2011



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 2011-2013

Junio 2011

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	10
II. Actividad económica	36
III. Balanza de pagos	53
IV. Finanzas públicas	63
V. Política monetaria	74
VI. Inflación	90
VII. Balance de riesgos	110

RECUADROS

1. Desarrollos recientes en las economías con problemas de deuda	33
2. Balance oferta – demanda de generación eléctrica (2011 – 2013)	47
3. Fuentes de crecimiento económico y competitividad en el Perú	49
4. El tipo de cambio real multilateral y sus fundamentos	59
5. Proyecto de ley de operaciones de reporte, venta y compra simultáneas y transferencia de valores	88
6. Traspaso de tipo de cambio a inflación	101
7. Precios de alimentos y volatilidad de la inflación	104

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a abril de 2011, del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, a mayo de 2011 de las cuentas monetarias, de la inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

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.
- La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. 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 de los precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación. Asimismo, el BCRP considera en sus evaluaciones el incremento anual de precios al consumidor que se produce cada mes y no sólo el correspondiente a diciembre de cada año.
- 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 se constituye en la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación y por ello esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas. El Banco Central maneja además 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.
- Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con aún un alto porcentaje de dolarización financiera.
- 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.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en setiembre de 2011.





Resumen

- i. Durante los primeros cinco meses del año el Directorio del Banco Central continuó elevando cada mes la tasa de referencia en 25 puntos básicos, con lo cual la tasa aumentó de 3,0 por ciento en diciembre a 4,25 por ciento en mayo de 2011. Los ajustes en la tasa de referencia continuaron siendo acompañados por aumentos en la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera. En junio, la tasa de referencia se mantuvo en 4,25 por ciento.

Estas medidas se dieron en un contexto de alto dinamismo de la demanda interna, cuya tasa de crecimiento se ha venido desacelerando, y de aumento internacional de los precios de alimentos y combustibles. Con ello, el Banco Central busca que las expectativas de inflación converjan al rango meta de inflación.

- ii. En el primer trimestre el PBI registró una expansión de 8,7 por ciento, menor a la observada en los trimestres previos. Una desaceleración similar se observó en la mayoría de componentes de la demanda interna. La inversión privada creció 15,4 por ciento en el primer trimestre luego de crecer 24,1 por ciento en el cuarto trimestre de 2010. Por su parte, el gasto público mostró una desaceleración (de 13,3 a 2,0 por ciento), particularmente del gasto en inversión.

Considerando la ligera desaceleración que muestran los indicadores de actividad durante el segundo trimestre, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI para el año 2011, pasando de 7,0 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a 6,5 por ciento en el presente Reporte, en línea con el estimado de crecimiento potencial de la economía. La proyección para el año 2012 se mantiene en 6,5 por ciento.

- iii. Durante el primer trimestre, el crecimiento del PBI mundial registró una tasa de crecimiento de 4,2 por ciento, mejor a la esperada. Sin embargo, indicadores de actividad más recientes señalarían una moderación del crecimiento en el segundo trimestre debido a la disrupción en las cadenas de suministro de la industria automotriz causada por el terremoto en Japón, al alza de los precios de los *commodities*, a la debilidad del mercado inmobiliario en los Estados Unidos así como a la persistencia de un alto desempleo en esta economía. Los mercados financieros internacionales fueron además afectados por la situación de las finanzas públicas en algunas economías europeas, así como por la volatilidad del precio del petróleo vinculada a la situación geopolítica de países del Norte de África y del Medio Oriente.

Esta evolución ha llevado a una revisión a la baja en la proyección de crecimiento mundial para el año 2011, de 4,1 a 3,9 por ciento.

- iv. En el primer trimestre de 2011 el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un superávit económico de 5,6 por ciento del PBI, mayor en 2,6 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2010. Esta mejora en el resultado está relacionada al incremento de los ingresos corrientes del gobierno general, así como también a los menores gastos no financieros, especialmente los gastos de capital.

Se proyecta un superávit para el Sector Público No Financiero (SPNF) de 0,2 por ciento del producto para el año 2011, es decir una mejora con respecto al déficit estimado en el Reporte de marzo (0,3 por ciento del PBI). Esta revisión está asociada a una proyección de mayores ingresos corrientes del gobierno general, los mismos que a pesar de los cambios tributarios aprobados en el primer trimestre (reducción de tasas impositivas en el caso del IGV y del ITF), han continuado creciendo, en particular el impuesto a la renta. Por el lado del gasto no financiero del gobierno general se proyecta crecería 5,5 por ciento en términos reales en 2011 y 4,6 por ciento en 2012. En términos nominales, se proyecta un nivel del gasto no financiero del gobierno general de S/. 91 mil millones en 2011 y de S/. 98 mil millones en 2012.

- v. Se ha revisado el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos para el año 2011, de 3,3 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de marzo a 3,0 por ciento del PBI en el presente Reporte, tomando en consideración mayores exportaciones, como resultado de la revisión al alza de los términos de intercambio, lo cual más que compensaría el aumento en las importaciones. Para 2012 el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de marzo, de 3,5 a 3,3 por ciento del PBI debido a un menor crecimiento del volumen de importaciones de bienes y a una menor renta de factores por menores precios de exportaciones.
- vi. Los datos de inflación recientes han estado en línea con las proyecciones contenidas en el Reporte de marzo. En mayo la inflación alcanzó una tasa anual de 3,1 por ciento, lo cual refleja el efecto de corto plazo de la evolución del precio de algunos productos alimenticios.

La revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años sugiere que la inflación se ubicaría en el límite superior del rango meta en 2011. En el año 2012, la inflación se ubicaría dentro del rango meta (entre 2,0 y 3,0 por ciento). Este escenario supone un dinamismo de la actividad económica en línea con el crecimiento potencial; es decir, se estima que la brecha del producto se mantendría en niveles cercanos a cero durante el horizonte de proyección.





vii. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección se vinculan a la posible presión de los precios de alimentos y combustibles importados y a la volatilidad financiera que podría surgir en los mercados internacionales. A diferencia del Reporte anterior, en donde se contemplaba como riesgo la posibilidad de presiones inflacionarias de demanda, se estima en esta ocasión que dicho riesgo se habría disipado.

a. Inflación importada. La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios y combustibles sigue indicando que la probabilidad de precios altos de estos bienes a futuro se mantiene elevada. A pesar de que parte de estos incrementos se han observado desde la publicación del Reporte de Inflación de marzo y se reflejan en el escenario base de proyección, el riesgo de una mayor inflación importada persiste.

Choques persistentes en el precio de productos sensibles de la canasta del IPC, podrían afectar la formación de expectativas de los agentes económicos y contribuir a una revisión al alza de expectativas de inflación.

De esta forma, en este escenario el Banco Central ajustaría su posición monetaria de tener indicios de que la inflación importada se traslade a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

b. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial. El escenario base considera una tasa de crecimiento de la actividad económica mundial de 3,9 por ciento, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para la economía peruana. No obstante, dada la incertidumbre en los mercados internacionales, producto entre otros factores, de la situación fiscal en algunas economías de la Eurozona, esta recuperación podría no ocurrir lo que implicaría un estancamiento de la demanda de nuestros socios comerciales. Luego, se tendría un escenario de menores precios para una buena parte de

nuestras exportaciones primarias y una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

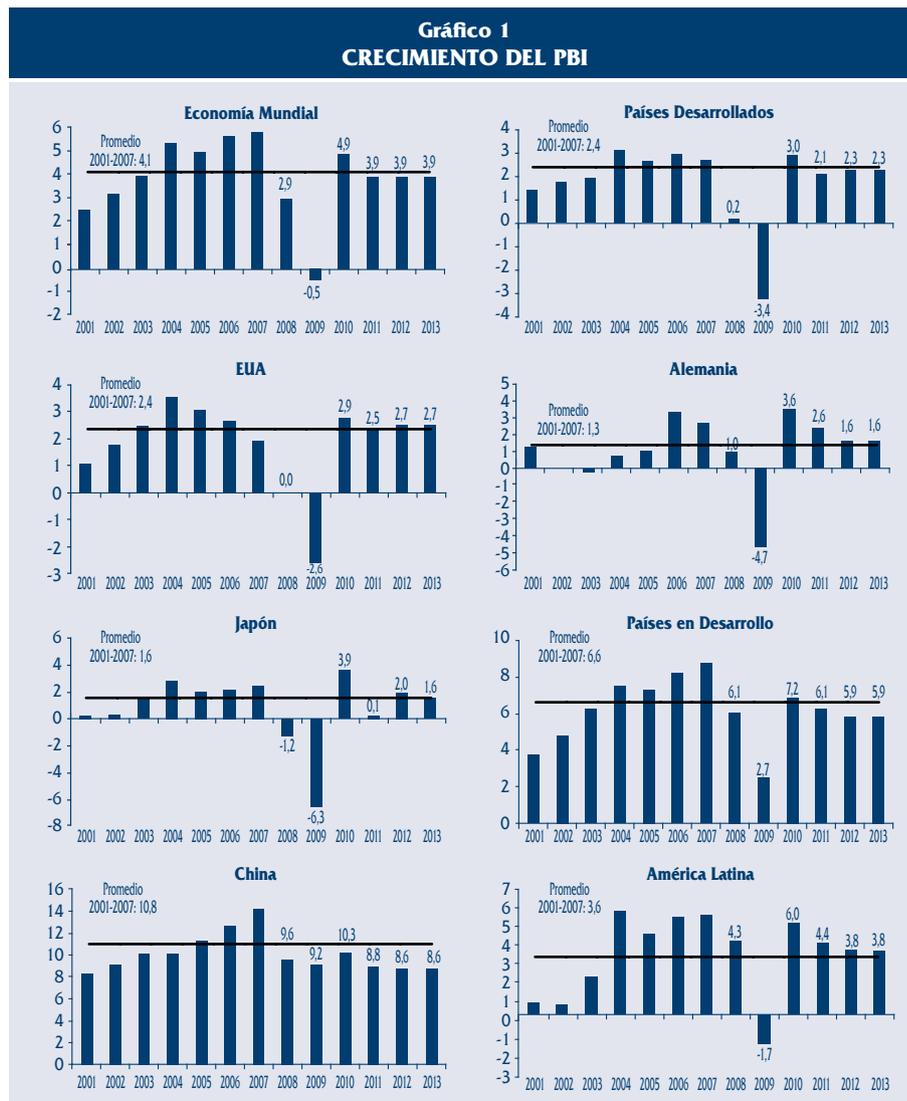
El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar este tipo de contingencia. De materializarse este riesgo, la política monetaria respondería flexibilizando las condiciones monetarias.





I. Escenario Internacional

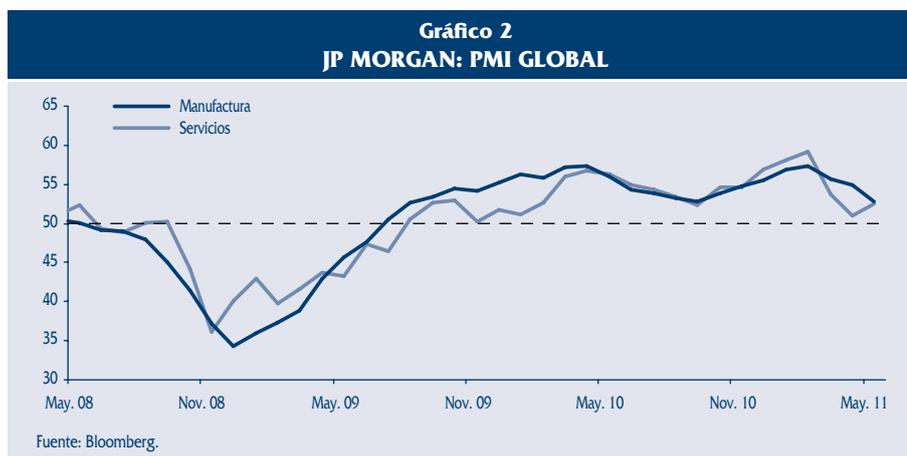
1. Durante el primer trimestre el PBI mundial siguió mostrando una tendencia favorable, registrando una tasa de crecimiento de 4,2 por ciento, mejor a la esperada. Sin embargo, los indicadores de actividad recientes señalarían una moderación en el crecimiento del segundo trimestre. En los mercados financieros, las expectativas de desaceleración incidieron en la corrección del precio de los *commodities* durante el mes de abril, las bolsas revirtieron parcialmente las ganancias del primer trimestre y el dólar se depreció en los principales mercados cambiarios.



Dicha evolución ha llevado a una ligera revisión a la baja en la proyección de crecimiento mundial para los años 2011 y 2012, en ambos casos, de 4,1 a 3,9 por ciento. En el primer caso básicamente por la ejecución del primer semestre del año y, en el segundo caso, por una moderación en el crecimiento de las economías emergentes en respuesta al mayor retiro del estímulo monetario que vienen siguiendo los principales países para revertir las presiones inflacionarias.

Crecimiento mundial

2. La moderación del crecimiento mundial en el segundo trimestre del año se debe en parte a factores de carácter temporal, como los problemas de oferta surgidos a raíz del sismo en Japón y las condiciones climáticas desfavorables en el sur de Estados Unidos. Sin embargo, también existen otros factores que impiden una mayor expansión de la actividad económica, como los desbalances en el mercado inmobiliario, el lento crecimiento del crédito y el impulso fiscal negativo en las principales economías desarrolladas. Las mayores utilidades en el sector corporativo no han sido suficientes para compensar dichos desbalances e impulsar la demanda agregada, particularmente el consumo.
3. A nivel sectorial, el índice de actividad manufacturera de la encuesta a las gerencias de compras (PMI) ha mostrado una moderación de la actividad industrial desde marzo de este año. El sector manufacturero se habría visto afectado por las interrupciones de oferta originadas en Japón que afectó la cadena de suministro de algunas industrias. Por el lado del gasto, el consumo privado se habría visto afectado por los altos precios de los combustibles y, en el caso de las economías emergentes, por el alza de precios de alimentos. Asimismo, ya desde el primer trimestre se ha venido observando un menor aporte de los inventarios en el crecimiento.



4. A pesar de la corrección observada en abril, los precios del petróleo y de los alimentos se mantienen altos y generan un riesgo en la inflación. La inflación

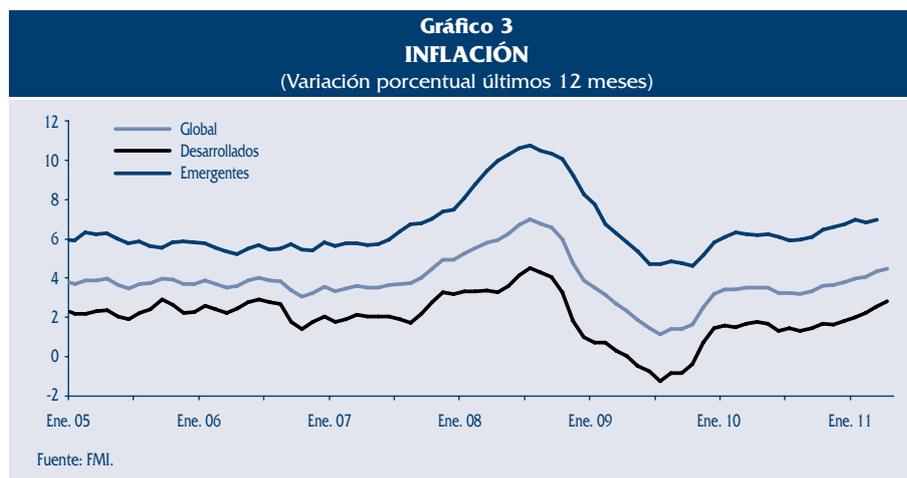




mundial se ha elevado pasando de 3,8 por ciento en diciembre de 2010 a 4,5 por ciento en abril. Esta tasa de inflación, la más alta desde noviembre de 2008, se explica básicamente por la inflación en las economías emergentes. Estas mayores presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de las economías emergentes por encima del potencial, han llevado a que se ejecuten políticas de ajuste en países como China e India, lo que también ha contribuido a moderar el crecimiento global.

Asimismo, el incremento de la inflación en muchos países emergentes hace prever ajustes adicionales de tasas de política monetaria, mientras que en las economías desarrolladas se mantiene la perspectiva de tasas de interés aún bajas y un retiro gradual del estímulo monetario. El diferencial de tasas de interés y los aún elevados precios de los *commodities* hacen prever que las presiones apreciatorias se mantendrían en la mayoría de mercados emergentes.

El mantenimiento de las tensiones en el Norte de África y Medio Oriente y los efectos climáticos sobre los alimentos generan incertidumbre respecto a la evolución de los precios, lo que junto a la expectativa en torno a la crisis de deuda de los países europeos, determinan un sesgo a la baja en la proyección central de crecimiento.



5. En este contexto se ha reducido ligeramente a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2011 y 2012, en ambos casos de 4,1 a 3,9 por ciento. En el año 2011 por las señales de desaceleración del primer semestre del año, en tanto que en 2012, por la moderación del crecimiento de las economías emergentes afectadas por el mayor retiro del estímulo monetario en respuesta a las crecientes presiones inflacionarias. Cabe mencionar que la proyección de crecimiento en las economías desarrolladas del año 2012 se ha mantenido básicamente porque la moderación del crecimiento en las regiones de Europa y Estados Unidos se compensaría con la mejor evolución en Japón asociada al proceso de reconstrucción.

Cuadro 1						
CRECIMIENTO MUNDIAL						
(Variaciones porcentuales anuales)						
	2010	2011*		2012*		2013*
		RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
Economías desarrolladas	3,0	2,3	2,1	2,3	2,3	2,3
1. EUA	2,9	3,0	2,5	2,8	2,7	2,7
2. Eurozona	1,7	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3
Alemania	3,6	2,2	2,6	1,5	1,6	1,6
Francia	1,6	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
3. Japón	3,9	1,4	0,1	1,7	2,0	1,6
4. Reino Unido	1,3	1,7	1,6	2,0	1,9	2,0
5. Canadá	3,1	2,6	2,8	2,4	2,4	2,4
6. Otras economías desarrolladas	5,7	3,5	3,8	3,8	3,7	3,7
Economías en desarrollo	7,2	6,1	6,1	6,1	5,9	5,9
1. África subsahariana	5,0	5,5	5,5	5,5	5,1	5,5
2. Europa Central y del Este	4,2	3,6	3,7	4,1	3,9	3,7
3. Comunidad de Estados Independientes	4,6	4,5	4,7	4,5	4,4	4,3
Rusia	4,0	4,2	4,4	4,2	4,2	4,0
4. Asia en desarrollo	9,5	7,9	7,8	7,9	7,7	7,7
China	10,3	8,9	8,8	8,8	8,6	8,6
India	10,4	8,0	7,9	8,0	7,7	7,7
5. Medio Oriente y Norte de África	3,8	4,6	3,8	4,6	3,8	4,2
6. América Latina y Caribe	6,0	4,2	4,4	3,9	3,8	3,8
Brasil	7,5	4,5	4,5	4,0	3,9	4,0
Economía Mundial	4,9	4,1	3,9	4,1	3,9	3,9
Nota:						
BRICs 1/	9,2	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2
Socios Comerciales 2/	4,4	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.
1/ Brasil, Rusia, India y China.
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.
* Proyección.

6. En las **economías desarrolladas** el crecimiento del primer trimestre en promedio mejoró ligeramente, de una tasa de 1,3 por ciento anual en el trimestre previo a una tasa de 1,7 por ciento.

Cuadro 2											
	Crecimiento					Desempleo			Inflación		
	Tasas trimestrales anualizadas (%)					Tasas anuales (%)			Tasas anuales (%)		
	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10	1T.11	Dic.10	Mar.11	Abr.11	Dic.10	Mar.11	Abr.11
EUA	3,7	1,7	2,6	3,1	1,8	9,4	8,8	9,0	1,5	2,7	3,2
Reino Unido	0,8	4,3	2,9	-1,9	2,0	7,9	7,7	7,7	3,7	4,1	4,5
Eurozona	1,6	4,0	1,4	1,1	3,3	10,0	9,9	9,9	2,2	2,7	2,8
Alemania	2,1	8,7	3,2	1,5	6,1	7,4	7,1	7,1	1,7	2,1	2,4
Francia	0,6	2,0	1,8	1,4	3,9	9,6	9,7	-	1,8	2,0	2,1
Japón	9,1	0,2	3,8	-3,0	-3,7	4,9	4,6	4,7	0,0	0,0	0,3

Fuente: Bloomberg.





En **Estados Unidos (EUA)**, el crecimiento del primer trimestre se redujo en más de un punto porcentual respecto al cuarto trimestre de 2010. El menor dinamismo se explica por el menor consumo, afectado por los altos precios de los combustibles. Esta desaceleración se habría acentuado en los meses recientes debido en parte a factores coyunturales, como el sismo en Japón y las condiciones climáticas desfavorables en la zona sur y medio oeste del país.

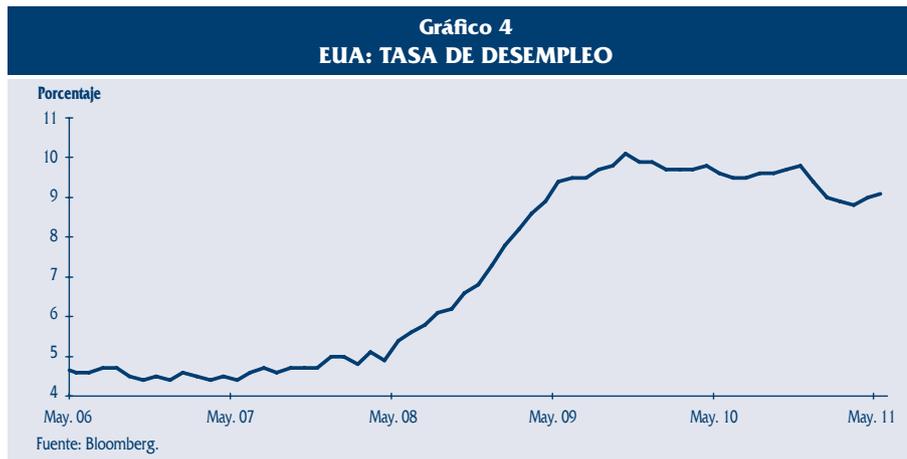
Cuadro 3
EUA: CRECIMIENTO
(Tasas trimestrales anualizadas)

	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10	1T.11
PBI	-4,9	-0,7	1,6	5,0	3,7	1,7	2,6	3,1	1,8
Consumo Personal	-0,5	-1,6	2,0	0,9	1,9	2,2	2,4	4,0	2,2
Duradero	4,8	-3,1	20,1	-1,1	8,8	6,8	7,6	21,1	8,9
No Duradero	0,4	-0,7	1,7	3,1	4,2	1,9	2,5	4,1	1,1
Servicios	-1,6	-1,7	-0,5	0,5	0,1	1,6	1,6	1,5	1,5
Inversión Bruta	-42,2	-18,5	11,8	26,7	29,1	26,2	15,0	-18,7	12,3
Inversión Fija	-35,4	-10,1	0,7	-1,3	3,3	18,9	1,5	6,8	2,1
No Residencial	-35,2	-7,5	-1,7	-1,4	7,8	17,2	10,0	7,7	3,4
Residencial	-36,2	-19,7	10,6	-0,8	-12,3	25,7	-27,3	3,3	-3,3
Exportaciones	-27,8	-1,0	12,2	24,4	11,4	9,1	6,8	8,6	9,2
Importaciones	-35,3	-10,6	21,9	4,9	11,2	33,5	16,8	-12,6	7,5
Gasto de Gobierno	-3,0	6,1	1,6	-1,4	-1,6	3,9	3,9	-1,7	-5,1

Fuente: BEA.

A nivel sectorial destaca la reciente desaceleración del sector industrial, en particular del sector automotor, afectado por el impacto que ha tenido el terremoto de Japón en la provisión de autopartes. En abril, la producción del sector automotor cayó 8,9 por ciento. Los sectores inmobiliario y construcción, por su parte, siguen mostrando debilidad, lo que se refleja en la lenta y volátil recuperación de las ventas de viviendas, construcciones iniciales y permisos de vivienda.

Sin embargo se espera que, a partir del segundo semestre del año, la economía estadounidense crezca a tasas mayores, lo cual supone que la recuperación del empleo continuaría en los próximos meses (en los últimos quince meses la tasa de desempleo se ha reducido de 9,7 a 9,1 por ciento), con un impacto positivo en el consumo de las familias. Asimismo, se espera un mayor repunte de la inversión no inmobiliaria, sustentada en los resultados corporativos favorables de los últimos trimestres. Otro factor adicional que influiría en la recuperación de la actividad de EUA sería el mantenimiento de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (FED), en un contexto de presiones inflacionarias controladas. El alza de los precios de los combustibles constituye el principal factor de riesgo, por sus efectos negativos sobre el consumo personal y las presiones inflacionarias.



En consecuencia, debido a los resultados observados en los primeros meses del año, la proyección del crecimiento de EUA para 2011 se ha revisado a la baja, de 3,0 a 2,5 por ciento y la proyección del crecimiento de 2012 se ha reducido de 2,8 a 2,7 por ciento.

La **Eurozona** registró un mayor crecimiento durante el primer trimestre del año, respecto a los dos trimestres previos, destacando el caso de Alemania que tuvo un crecimiento de 6,1 por ciento, impulsado por el dinamismo del sector construcción y las exportaciones. La evolución favorable de las principales economías de la región ha llevado a que se reajuste ligeramente al alza la proyección del crecimiento para 2011, de 1,3 a 1,4 por ciento, mientras que los riesgos al crecimiento asociados a la crisis de deuda que enfrentan algunas economías estarían afectando ligeramente la proyección de crecimiento para el 2012, pasando de 1,4 a 1,3 por ciento.

En las economías con problemas de deuda, tales como Grecia, Irlanda y Portugal, las perspectivas de crecimiento son menos favorables, como consecuencia no sólo del programa de ajuste fiscal que se viene implementando, sino también de condiciones de financiamiento más estrictas que enfrentan estos países, tras las continuas reducciones en sus calificaciones de riesgo. Un deterioro adicional en la situación de deuda de estos países constituye el principal factor de riesgo para la Eurozona, no sólo por el impacto directo sobre estas economías, sino también por la exposición financiera de otras economías de mayor importancia, como Alemania e Italia.

En el **Reino Unido**, el crecimiento se recuperó en el primer trimestre (2 por ciento anual, comparado con una contracción de 1,9 por ciento en el trimestre previo), básicamente por el mayor aporte de las exportaciones y del gasto público. Los indicadores recientes de actividad señalan moderación para el segundo trimestre mientras que algunos indicadores de consumo muestran una mejoría luego de las contracciones observadas en el primer trimestre.





En este contexto, las proyecciones de crecimiento de Reino Unido se han reducido ligeramente, de 1,7 a 1,6 por ciento para 2011, y de 2,0 a 1,9 por ciento para 2012. Por otro lado, el Banco de Inglaterra ha señalado que la inflación podría ascender hasta 5 por ciento este año, por encima de su meta de inflación, y que recién descendería a la meta de 2 por ciento a fines del próximo año. El aumento de la inflación es producto de la depreciación de la libra, el incremento de los impuestos y el alza de los *commodities*, por lo cual podría adelantar el ciclo de ajuste de tasas.

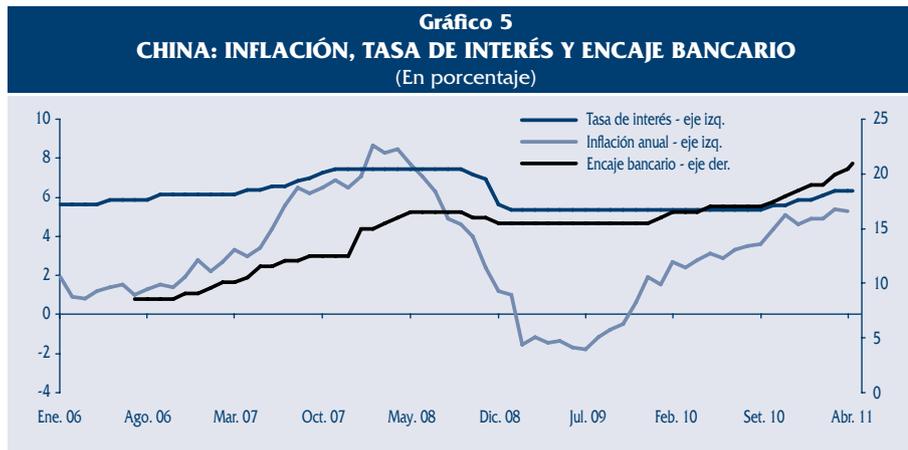
Japón mostró una contracción de 3,7 por ciento anual en el primer trimestre de 2011 asociada al terremoto del 11 de marzo. De acuerdo con los últimos indicadores, se espera una recuperación recién a partir del tercer trimestre, en caso se logren resolver los problemas energéticos y las interrupciones de las cadenas de suministro. Por ello, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de 2011, de 1,4 a 0,1 por ciento. Sin embargo, la proyección de crecimiento para 2012 se ha revisado al alza, de 1,7 a 2,0 por ciento, dado que se espera un mayor crecimiento asociado al proceso de reconstrucción.

7. Las **economías emergentes** crecieron 7 por ciento en el primer trimestre y se estima que moderarían sus tasas de expansión a partir del segundo trimestre, en línea con el retiro gradual del estímulo monetario. Se proyecta un crecimiento de 6,1 por ciento para el año 2011 y de 5,9 por ciento para los años 2012 y 2013.

China continúa mostrando un importante dinamismo. En el primer trimestre de 2011 creció cerca de 9 por ciento anual (10 por ciento en el cuarto trimestre de 2010) principalmente liderada por una mayor inversión. Este fuerte crecimiento ha generado preocupación en las autoridades respecto a un probable sobrecalentamiento de la economía y sus efectos inflacionarios. En mayo de este año la inflación anual llegó a 5,5 por ciento (2,9 por ciento en junio de 2010) influida por el alza en el precio de los alimentos (11,7 por ciento).

Por ello, el gobierno continúa con el retiro paulatino del estímulo monetario y una serie de medidas regulatorias para evitar la aceleración de la inflación, un excesivo crecimiento del crédito y la formación de una burbuja de activos. Asimismo, en lo que va de 2011, ha elevado dos veces su tasa de interés (50 pbs.), cinco veces la tasa de requerimiento de encaje (250 pbs.) y ha implementado límites a los préstamos bancarios, aumento de tasas y cuotas para créditos hipotecarios, entre otros¹. Se espera que estas medidas tengan efecto en la moderación del crecimiento en China y que en 2011 y 2012 se registren tasas de crecimiento menores a 9 por ciento, lo cual es consistente con la moderación que se viene observando en los indicadores recientes de la actividad industrial.

¹ China inició el alza de tasas en octubre de 2010 y desde enero de ese año viene aumentando el encaje bancario. Entre enero 2010 y mayo de 2011 se registraron 11 aumentos de encaje por un total de 550 pbs.



India registró en el primer trimestre de este año un crecimiento superior a 9 por ciento liderado por la inversión privada y el aumento de las exportaciones, en tanto que los indicadores de producción industrial y de exportaciones crecieron a una tasa anual de más de 20 por ciento. El mayor dinamismo de la actividad y los mayores precios de alimentos y petróleo se tradujeron en mayores presiones inflacionarias. Ante ello, se implementaron varias medidas entre las que destaca el alza de tasas de interés (de 4,75 a 5,50 por ciento), mayores encajes bancarios y subsidios a los precios de combustibles. Para 2011 y 2012 se espera que India modere su crecimiento a tasas menores a 8 por ciento en línea con la continuación de medidas restrictivas de demanda.

En lo que va del año, el crecimiento de las economías emergentes de **Europa del Este** responde al dinamismo de sus exportaciones, favorecidas principalmente por



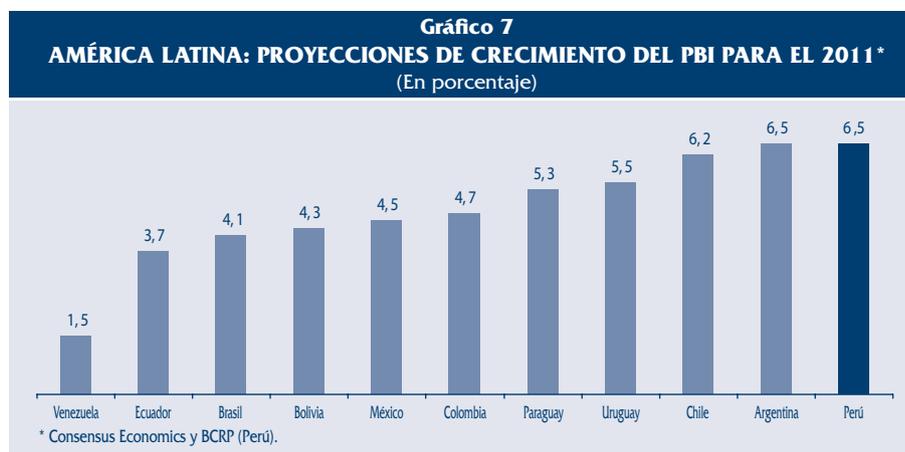


los altos precios del petróleo, y en menor medida, por el crecimiento de Alemania. En el caso de Rusia, destaca la mayor inversión privada acompañada del incremento de los créditos otorgados por los bancos más grandes. El sudeste de Europa ha tenido un crecimiento positivo, sin embargo los menores flujos de capitales y las medidas de austeridad fiscal han desacelerado la actividad. En Europa central el crecimiento es generalizado y liderado por las exportaciones, fundamentalmente hacia Alemania. Estos desarrollos determinan mínimas correcciones en la proyección central del crecimiento de 2011 y 2012.

En **América Latina** la mayoría de países continúa mostrando expansión económica e incremento de las presiones inflacionarias. La demanda doméstica y los altos precios de los productos de exportación explican este dinamismo. Se estima que muchas de estas economías estarían creciendo cerca a su nivel potencial, lo que explica el retiro gradual del estímulo monetario que se inició en el segundo semestre y que ha continuado en 2011.

Cuadro 4 PBI TRIMESTRAL (Variación porcentual anual)		
	1T. 11	Potencial
Perú	8,7	6,0
Brasil	4,2	4,0
Chile	9,8	4,2
Colombia*	4,6	4,5
México	4,2	2,5

*Al cuarto trimestre de 2010.
Fuente: JP Morgan.



Términos de intercambio y precios de *commodities*

8. En lo que va de 2011 la mayoría de cotizaciones internacionales ha continuado su tendencia al alza. Los productos que continuaron al alza fueron oro, petróleo y algunos alimentos como el maíz. Ello ocurrió en un contexto de mayor incertidumbre, persistencia de los problemas en Medio Oriente y Norte de África, problemas climatológicos en principales regiones productoras (EUA y China) y mayores inversiones en *commodities* para diversificación de portafolio.

Sin embargo, entre mediados de abril y mediados de mayo, se produjo una corrección a la baja principalmente en los precios de metales, como cobre y zinc, y en el de algunos alimentos debido a la liquidación de posiciones de inversionistas. Ello se dio por los temores de mayores ajustes en China e India ante presiones inflacionarias, la incertidumbre sobre los efectos del terremoto de Japón y la persistencia de problemas de deuda en Europa. Como consecuencia, en los primeros cinco meses del año, los precios de nuestros productos de exportación e importación registraron una alta volatilidad, incluso mayor a la registrada en todo el año 2010.

9. Se proyecta que los términos de intercambio subirán 3,2 ciento en 2011 y luego se corregirán ligeramente a partir de 2012 con el efecto de las mayores tasas de interés en las economías desarrolladas sobre la demanda de *commodities* por los fondos de inversión.

Cuadro 5
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones y precios promedio)

	2010	2011		2012		2013
		RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
Términos de intercambio	17,9	1,8	3,2	-2,4	-3,3	0,2
Precios de Exportaciones (prom. var% anual)	29,9	12,5	16,1	-0,7	-2,1	-0,3
Cobre (ctv US\$ por libra)	342	425	415	415	408	407
Zinc (ctv US\$ por libra)	98	105	101	105	100	101
Plomo (ctv US\$ por libra)	98	107	113	105	109	108
Oro (US\$ por onza)	1 225	1 369	1 475	1 370	1 517	1 511
Precios de Importaciones (prom. var% anual)	10,1	10,4	12,5	1,8	1,2	-0,5
Petróleo (US\$ por barril)	79	97	99	99	99	99
Trigo (US\$ por TM)	195	336	311	334	325	325
Maíz (US\$ por TM)	157	259	274	228	258	235
Aceite de Soya (US\$ por TM)	859	1 260	1 251	1 262	1 290	1 290
Arroz (US\$ por TM)	503	535	504	524	500	500
Azúcar (US\$ por TM)	597	671	578	561	483	481





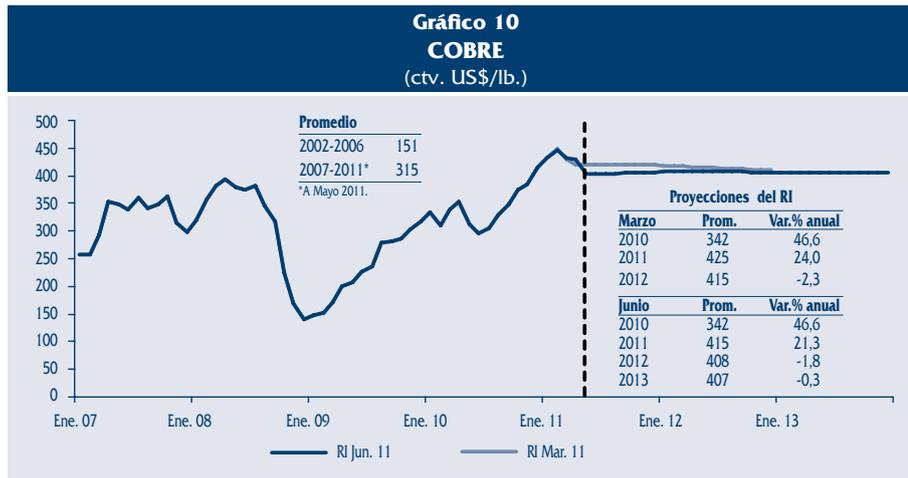
Cobre

El precio del cobre disminuyó 3 por ciento durante los cinco primeros meses del año, descendiendo a una cotización promedio de US\$/lb. 4,03 en mayo. Sin embargo, este nivel representa un incremento de 28,6 por ciento respecto a mayo de 2010.

Luego de alcanzar sucesivos máximos históricos durante el primer trimestre, la cotización del cobre corrigió a la baja debido a la liquidación de posiciones de inversionistas que decidieron tomar ganancias ante los elevados precios², a la incertidumbre sobre la demanda de Japón luego del terremoto y a los temores de mayores ajustes en países consumidores como China. Desde mediados de mayo el precio del cobre se viene recuperando y se ubica por encima de US\$/lb. 4,00.

Se estima que el precio internacional del cobre alcanzaría en el año 2011 un nivel promedio de US\$/lb. 4,15 y que irá corrigiendo ligeramente a la baja en el horizonte de proyección.

2 Al cierre de abril de 2011 las posiciones no comerciales cayeron 25 por ciento respecto a diciembre de 2010.

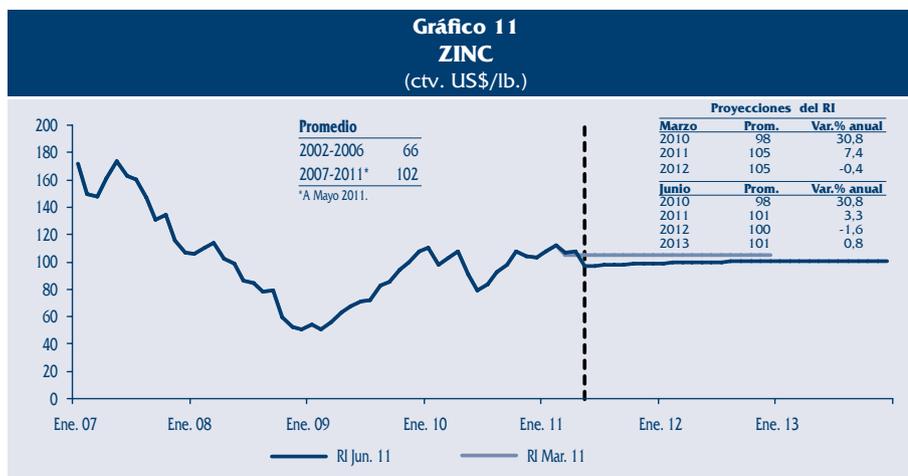


Zinc

La cotización del zinc se redujo 6 por ciento entre enero y mayo de 2011, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,97 en mayo. El precio del zinc se ha mantenido volátil en lo que va del año afectado por las restricciones de producción en China (cierres de refinerías por problemas regulatorios) y por la incertidumbre sobre la demanda de Japón luego del terremoto. Todo ello en una coyuntura de mayor producción.

Las perspectivas apuntan a que el precio del zinc se reduzca durante este año debido a que la demanda no crecerá al mismo ritmo que la oferta. La entrada de nuevas operaciones en Australia, Canadá e India y la mayor producción en minas ya existentes en China, Kazajistán, México, Rusia y EUA superará el ritmo de crecimiento del consumo de China (menor dinamismo de la actividad) y Japón (efectos del terremoto).

Por ello, el precio de 2011 se revisa ligeramente a la baja respecto al Reporte de marzo estimándose que se estabilizará alrededor de US\$/lb. 1,00 en el horizonte de proyección.





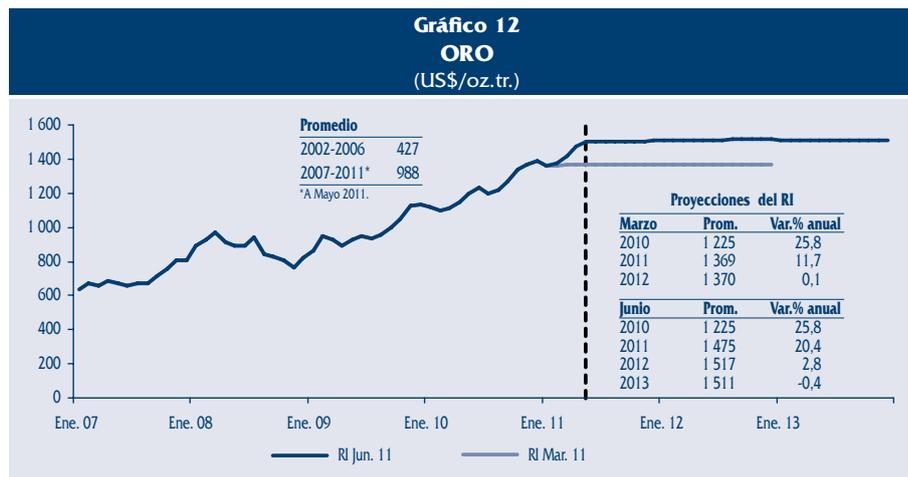
Oro

Entre enero y mayo de 2011, la cotización del oro se incrementó más de 8 por ciento, llegando a ubicarse en un nivel promedio de US\$/oz.tr. 1 506 en mayo, el cual constituye un nuevo récord histórico. A diferencia de otros *commodities*, el oro tuvo un comportamiento al alza durante todo el año. La coyuntura internacional incierta, el debilitamiento del dólar y presiones inflacionarias llevaron a los inversionistas a elevar su demanda por oro. En términos de volumen, la demanda de inversión de oro creció 26 por ciento en el primer trimestre de 2011, respecto al mismo periodo del año previo. De manera similar, la demanda para joyería aumentó 7 por ciento anual en el primer trimestre del año, liderada por el incremento de 21 por ciento de la demanda de los joyeros de China³.

De otro lado, la oferta de oro se redujo 4 por ciento en el primer trimestre de 2011, frente a igual periodo del año previo, ante la reducción de la oferta de oro reciclado y el incremento de las compras del sector público. Las compras de los bancos centrales en el primer trimestre de 2011 superaron a las de igual periodo del año previo.

La perspectiva de la cotización del oro para 2011 se mantiene relativamente estable explicada por los temores de inflación, los problemas de deuda que vienen atravesando las economías europeas y los problemas geopolíticos en Medio Oriente y África del Norte.

Se estima que en 2011 el precio del oro cerraría en un nivel promedio de US\$/oz.tr. 1 475 (mayor al del Reporte de marzo) y que superará los US\$/oz.tr. 1 500 en 2012.

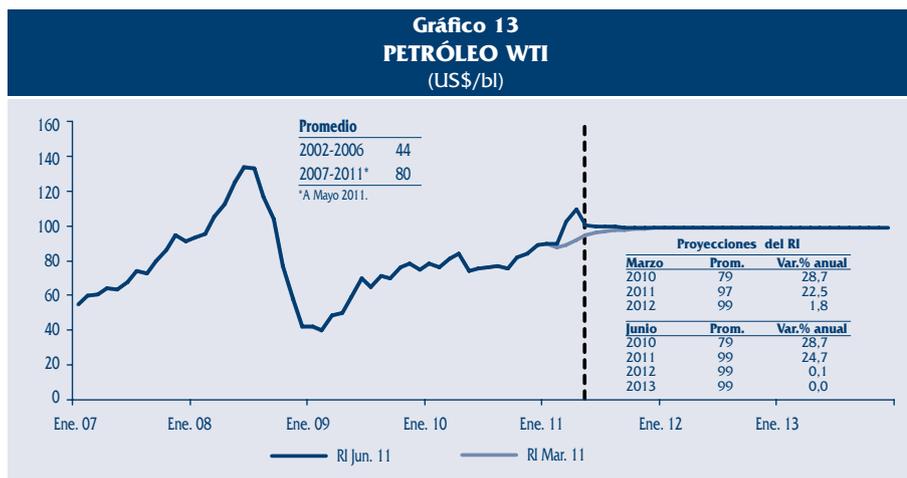


3 Sin embargo, los "Exchange Trade Funds" (ETF) registraron una pequeña venta principalmente en enero de 2011, asociada a la corrección del precio de ese mes.

Petróleo

El precio del petróleo WTI aumentó 13 por ciento en los primeros cinco meses del año, llegando a cotizar en promedio US\$/bl. 101 en mayo. El mercado de petróleo se encuentra con relativa escasez debido a la creciente demanda de países emergentes y las restricciones de oferta en regiones productoras. El riesgo de interrupción del abastecimiento de petróleo por los problemas en Medio Oriente y Norte de África y la incertidumbre sobre la reacción de la OPEP llevó a un aumento significativo del precio del petróleo (el precio máximo alcanzado en el año fue US\$/bl. 114 a fines de abril).

Las perspectivas muestran que la oferta de petróleo no será capaz de crecer al mismo ritmo que la demanda. El elevado costo económico de la extracción de petróleo afectará el crecimiento de la producción en las economías que no son miembros de la OPEP. De otro lado, la demanda global continuará creciendo en la medida que el consumo en los mercados emergentes aumentará contrarrestando el menor ritmo de crecimiento del consumo de las economías avanzadas. En este contexto se estima que el precio del petróleo se mantendría alrededor de US\$/bl. 100 en el horizonte de proyección.



Situación en Medio Oriente y Norte de África

Luego del derrocamiento de los presidentes de Egipto y Túnez en los primeros meses del año, las protestas y disturbios se extendieron a varios países de la región. Posteriormente, la situación se calmó en la mayoría de ellos. En Egipto esta calma se ha visto favorecida por la ayuda financiera ofrecida por algunos organismos internacionales (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional) y por países cercanos políticamente (EUA, Arabia Saudita y Qatar). En Bahrein la situación mejoró gracias a la ayuda militar del Consejo de Cooperación del Golfo. En países como





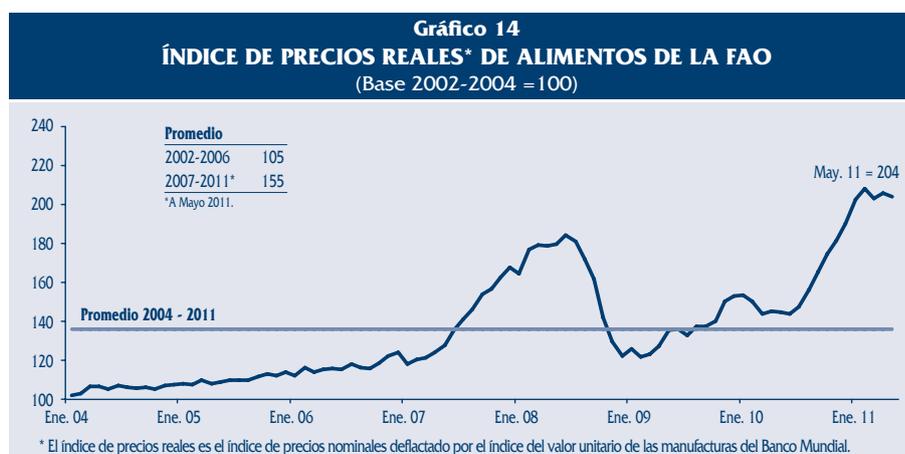
Arabia Saudita, Jordania y Omán, los disturbios cesaron luego de las promesas de aumentos en las oportunidades de empleo, negocios y subsidios.

Las actuales expectativas sobre la región giran en torno a los resultados de las elecciones parlamentarias en Túnez (julio) y en Egipto (setiembre), y en la evolución de la situación en Libia, Siria y Yemen. Libia que producía cerca de 1,8 millones de barriles de petróleo, alrededor de 2 por ciento de la producción mundial, se encuentra prácticamente en guerra civil. En Siria, la crítica situación se ha acrecentado luego que EUA y la Unión Europea impusieran sanciones económicas al país. En Yemen, el país más pobre del mundo árabe, los disturbios se han incrementado por choques tribales, eventos que podrían comprometer la seguridad de Arabia Saudita.

Alimentos

Los precios de los alimentos se han visto afectados principalmente por la depreciación del dólar y las expectativas de menor oferta debido a las condiciones climáticas adversas en zonas productoras y restricciones a la exportación de granos por parte de países productores. Además, la demanda en las economías emergentes se mantiene en alza, en especial en China, en un contexto de inventarios globales ajustados. Sin embargo, durante los últimos tres meses se ha incrementado la volatilidad ante la mayor aversión al riesgo asociada a la situación en la región de Medio Oriente y África del Norte y al terremoto en Japón; incluso los precios de algunos alimentos se han revertido parcialmente por menor demanda de inversionistas y toma de ganancias.

Luego de alcanzar un máximo histórico en febrero de 2011, el índice de precios de alimentos de la FAO se ha revertido parcialmente entre marzo y abril. No obstante, los precios de alimentos se han incrementado 4,2 por ciento respecto a diciembre de 2010 y 36,5 por ciento respecto a abril del año 2010. Los precios de los cereales son los que más se han incrementado en los primeros cinco meses del año, contrarrestando las caídas de los precios del azúcar y los aceites.

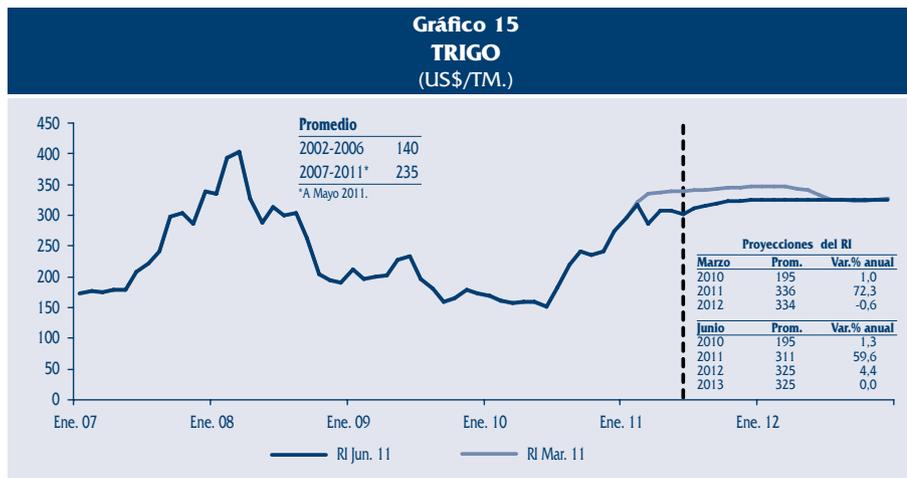


Trigo

La cotización del trigo subió 11 por ciento entre enero y mayo de 2011 cerrando con un precio promedio de US\$/TM 305 en mayo. El precio del trigo continuó presionado al alza por los inventarios ajustados como consecuencia de una caída de 7,1 por ciento en la producción mundial producto de condiciones climáticas desfavorables, altas temperaturas y sequía en Ucrania, Rusia, China y EUA (Ucrania y Rusia impusieron restricciones a la exportación de trigo en 2010).

En los meses de abril y mayo el precio del trigo corrigió su tendencia alcista al producirse la liquidación de posiciones no comerciales en trigo y luego que el Departamento de Agricultura de EUA (USDA) revisara al alza la proyección de producción global de trigo para 2011. Recientemente Ucrania y Rusia anunciaron el levantamiento de las restricciones a sus exportaciones de trigo.

Se estima un precio promedio del trigo de US\$/TM 311 en el año 2011, nivel inferior al estimado en el Reporte de Inflación de marzo (US\$/TM 336).



Maíz

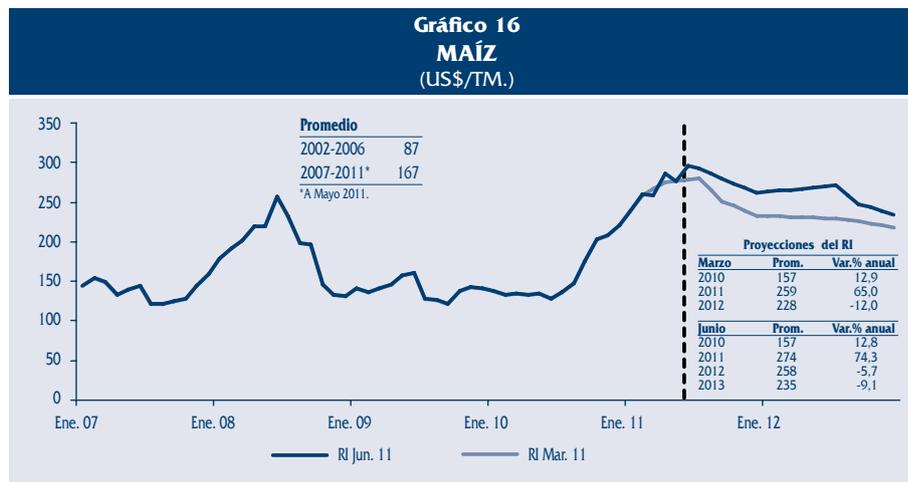
La cotización del maíz se incrementó 24 por ciento durante los primeros 5 meses del año, cerrando mayo con un precio promedio de US\$/TM 274. Este incremento refleja la percepción de un mercado cada vez más ajustado debido al continuo recorte de las estimaciones de los inventarios de EUA, el mayor productor y exportador mundial de este grano. El consumo en este país se viene incrementando principalmente por la mayor demanda de maíz para producir etanol. A ello se ha sumado la preocupación reciente del retraso en las siembras de primavera en dicho país debido al clima húmedo atípico en esta época del año.





El coeficiente de inventarios globales-consumo de maíz alcanzó niveles no vistos desde la gran depresión. Esta situación se acentúa si excluimos a China del balance mundial.

Las proyecciones del precio de maíz se han revisado al alza respecto al Reporte de Inflación de marzo por lo ajustado que se percibe el mercado, pero se estima que se irán corrigiendo gradualmente en el horizonte de proyección.



Aceite de Soya

La cotización del aceite de soya registró un aumento de 8 por ciento entre enero y mayo de 2011, cerrando mayo con un precio promedio de US\$/TM 1 230. El incremento en el precio del aceite de soya se asoció al alza del petróleo, así como a las preocupaciones de que las recientes lluvias e inundaciones en Brasil retrasen la cosecha y afecten la calidad de la soya.

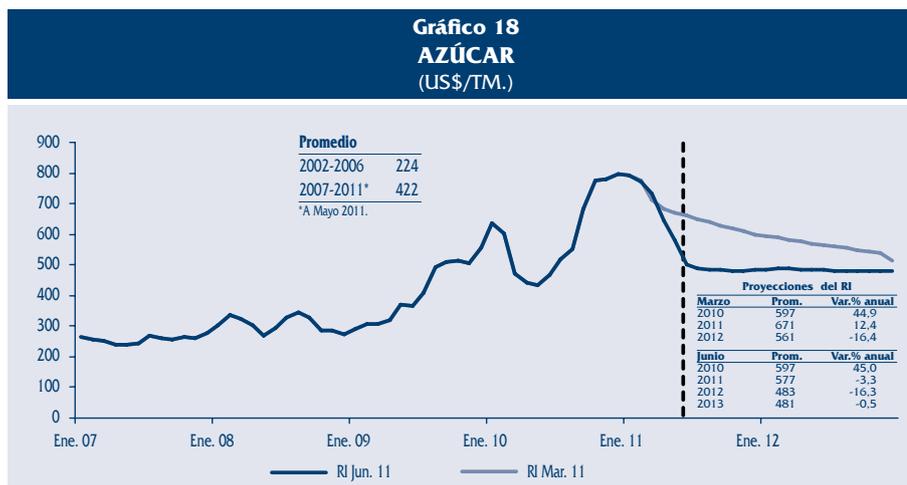


El mercado de aceite de soya se encuentra ajustado, los inventarios globales finales se redujeron 18 por ciento en la temporada 2010/2011; y el USDA estima que caerán 19 por ciento en el 2011/2012. La razón de este comportamiento es que la demanda viene creciendo a tasas superiores a la oferta ante el alza en el precio del petróleo.

Se estima que los precios del aceite de soya continuarán elevados siguiendo los precios del petróleo.

Azúcar

La cotización del azúcar se redujo 27 por ciento durante los primeros cinco meses del año, promediando una cotización de US\$/TM 591 en mayo. La caída en el precio puede atribuirse principalmente al rápido incremento en la disponibilidad de azúcar en el mercado mundial, luego de una cosecha record en Tailandia, el reinicio de las exportaciones de India y del inicio de la cosecha en Brasil, el mayor productor y exportador mundial de azúcar. Luego de dos temporadas con déficit de producción, el coeficiente de inventarios a consumo disminuyó a su menor nivel desde la temporada 1989/90. Para la temporada 2011/12 se espera que la producción sea significativamente mayor y que genere un superávit importante. En el horizonte de proyección se prevé que el precio del azúcar disminuya incluso a niveles inferiores a US\$/TM 500.



Mercados Financieros

- En general, los **mercados financieros** internacionales han evolucionado positivamente desde el cierre de 2010 sustentados en el crecimiento de la actividad económica, los altos niveles de liquidez internacional y los resultados corporativos del primer trimestre del año. En el primer trimestre de 2011, el 70 por ciento de las empresas del índice S&P'500 difundieron utilidades que superaron las expectativas y se espera que las utilidades del año crezcan 9,3 por ciento.

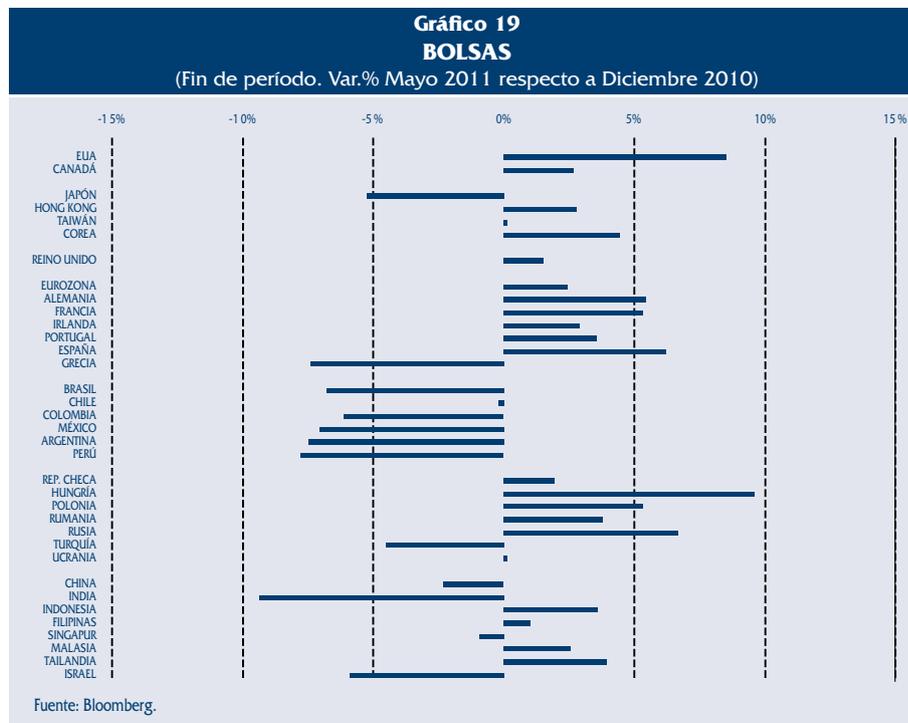




En esta coyuntura, los mercados de dinero en dólares se mantuvieron estables y los mercados de renta fija siguieron registrando bajas rentabilidades. La continuación del ciclo de ajuste monetario en algunas economías que enfrentan mayores presiones inflacionarias (como en Europa Occidental y algunas economías emergentes) ha mantenido la tendencia depreciatoria del dólar.

Sin embargo, desde abril, una serie de señales de moderación del crecimiento global y las mayores presiones inflacionarias han influido en las menores ganancias de las principales bolsas. Adicionalmente, la estabilización de los precios de los *commodities* (asociada a las políticas antiinflacionarias implementadas en China) ha influido en las pérdidas de algunas bolsas de los mercados emergentes y en el alza de los *spreads* crediticios. La acentuación de la crisis de deuda en algunos países de la Eurozona ha generado una ligera reversión de la tendencia depreciatoria del dólar respecto al euro.

11. En lo que va del año, las **bolsas** desarrolladas han sido favorecidas por la publicación de las utilidades corporativas del primer trimestre en EUA y Europa. Asimismo, diversos grupos económicos se han venido consolidando a través de mayores adquisiciones y fusiones, o a través de sus ofertas públicas. Sin embargo, desde abril, a las mayores presiones inflacionarias se sumaron las señales de moderación del crecimiento mundial. Ambos factores han influido en el retroceso de los principales índices bursátiles, en particular por la evolución de los sectores asociados a los *commodities*. En este contexto, las bolsas desarrolladas han aminorado sus ganancias y algunas bolsas emergentes han registrado pérdidas.



12. Del mismo modo, las señales de moderación del crecimiento mundial han generado una mayor preferencia por los títulos del Tesoro de EUA, lo cual desde mediados de abril ha incidido en la reducción de los rendimientos de los títulos de largo plazo.



La mayor preferencia por los títulos del Tesoro de EUA no se ha visto afectada por el recorte de la perspectiva de la calificación de deuda de EUA por Standard & Poor's (de estable a negativo) ante los escasos avances del gobierno en el plan de ajuste fiscal de mediano plazo. Por otro lado, el 16 de mayo el gobierno alcanzó el límite de deuda permitido (US\$ 14,3 billones). Moody's advirtió que pondría la calificación soberana del país en revisión para una posible rebaja si no se logran avances, hacia mediados de julio, en las negociaciones entre el legislativo y el ejecutivo norteamericano para aumentar el límite de endeudamiento antes del 2 de agosto.

13. Las mayores presiones inflacionarias en los mercados emergentes y los temores de un mayor ajuste en China han influido en la evolución de los mercados de deuda soberana. En particular, desde abril, los *spreads* de la región se han elevado e incluso, en algunos casos, han superado los niveles de cierre de 2010; mientras que las primas de seguro por una moratoria (*Credit default swaps – CDS*) se han elevado desde mayo.

Cuadro 6
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES
(En puntos básicos)

	Información a fin de periodo					Diferencia de mayo respecto a:			
	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Mar.11	May.11	Mar.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
EMBIG									
Perú	509	165	165	173	189	16	24	24	-320
Brasil	429	189	189	174	177	3	-12	-12	-252
Chile	343	95	115	117	131	14	16	36	-212
Colombia	498	203	172	153	144	-9	-28	-59	-354
Emergentes	724	294	289	299	312	13	23	18	-412
Prima de seguro por moratoria									
Perú	303	124	113	139	134	-4	21	10	-168
Brasil	299	123	111	111	104	-7	-7	-19	-194
Chile	203	69	84	61	67	6	-17	-2	-136
Colombia	308	144	113	109	99	-10	-14	-44	-208
México	292	134	113	105	102	-3	-11	-32	-190

Fuente: Bloomberg.





14. Los temores de una reestructuración de la deuda griega y de un efecto de contagio han influido en el alza de los *spreads* crediticios soberanos de Grecia, Portugal e Irlanda, países que se han acogido a los programas de asistencia de la Unión Europea y del FMI. Los mercados ya descuentan un evento de reestructuración y un posible recorte de valor (*haircut*) de la deuda griega de entre 20 y 50 por ciento.

Cuadro 7
PRIMA DE SEGURO POR MORATORIA
(En puntos básicos)

	Información a fin de período						Diferencia de Mayo respecto a			
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Mar.11	May.11	Mar.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
Grecia	22	232	283	1 026	994	1 419	425	393	1 136	1 187
Portugal	18	96	92	497	579	682	103	185	590	586
Irlanda	n.d.	181	158	619	644	672	28	53	514	491
España	18	101	113	348	234	252	18	-96	139	151

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8
DEUDA PÚBLICA Y RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO
(Porcentaje del PBI)

	Deuda Pública					Resultado Económico				
	2007	2008	2009	2010	2011*	2007	2008	2009	2010	2011*
Japón	188	195	216	220	229	-2,9	-4,2	-10,3	-9,5	-10,0
Italia	104	106	116	119	120	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5	-3,9
Grecia	105	111	127	143	152	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5	-8,5
EUA	53	57	69	79	89	-3,0	-4,2	-10,8	-9,7	-11,7
Francia	64	68	78	82	85	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8
Portugal	68	72	83	93	102	-3,3	-3,6	-10,1	-9,2	-5,9
Alemania	105	111	74	83	82	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,0
Reino Unido	45	54	70	80	85	-2,7	-5,0	-11,4	-10,4	-9,0
Irlanda	25	44	66	96	112	0,1	-7,3	-14,3	-32,4	-10,5
España	36	40	53	60	70	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,6

* Proyección.

Fuente: Moody's.

15. Las economías emergentes vienen enfrentando un flujo importante de capitales. Luego de la volatilidad de los meses de febrero y marzo, a raíz de los problemas en el Norte de África y Medio Oriente, los capitales han retomado la tendencia observada durante el año 2010. Si bien todas las regiones enfrentan flujos positivos, Asia emergente es la principal receptora.

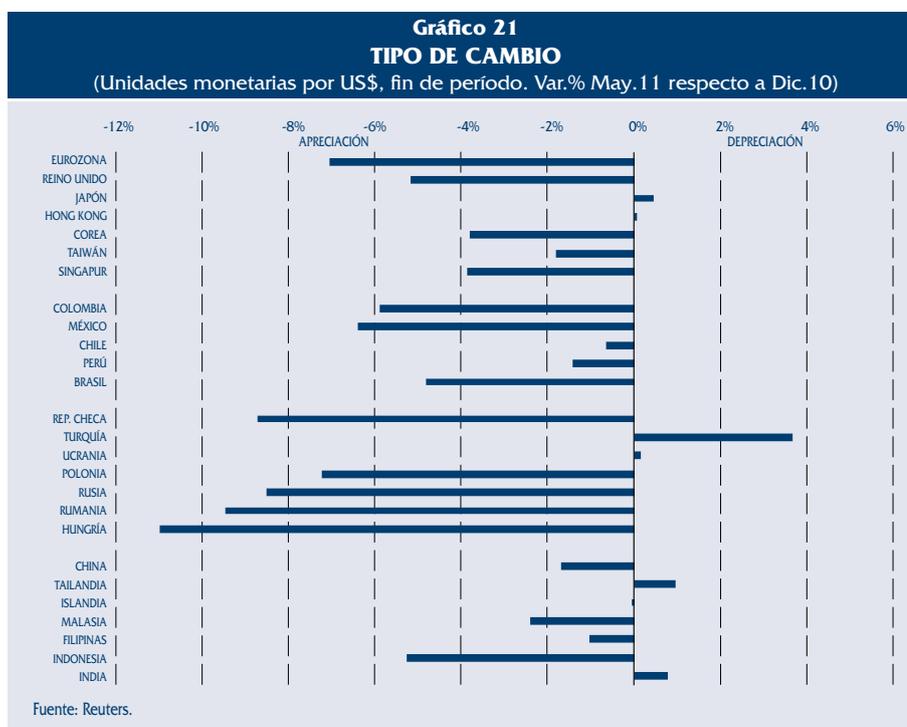
Esta entrada obedece, en primer lugar, al diferencial de tasas de interés. Mientras que las economías desarrolladas mantienen tasas en niveles históricamente bajos, las economías emergentes vienen retirando el estímulo monetario ante el cierre de la brecha producto y las presiones inflacionarias, acentuadas por el incremento de los precios internacionales

de los alimentos y del petróleo. En segundo lugar, la entrada de capitales obedece al diferencial de crecimiento a favor de las economías emergentes; mientras las economías desarrolladas crecieron 3 por ciento en 2010, las economías emergentes lo hicieron en más de 7 por ciento y se espera que este diferencial se mantenga en 2011.

Los flujos de capitales han venido generando un incremento en las presiones apreciatorias, las cuales pueden afectar a la economía a través de diversos canales. La probabilidad de una reversión de estos flujos, altamente volátiles y de carácter procíclico, puede llevar a ajustes desordenados en los mercados financieros domésticos, en particular en economías con elevado grado de dolarización. Asimismo puede afectar al sector transable que, en muchos casos, ha liderado la recuperación tras la crisis financiera internacional.

Frente a ello la mayoría de economías emergentes ha venido aplicando una serie de medidas. La mayoría de bancos centrales han intervenido en los mercados cambiarios a través de compras directas de moneda extranjera o de colocación de papeles indexados. Asimismo, se han aplicado medidas, como el encaje, para moderar la expansión del crédito y evitar la formación de burbujas en los mercados de activos. Algunas economías han aplicado medidas administrativas para desincentivar la entrada de capitales o han flexibilizado la salida de capitales.

- Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar continuó con la tendencia depreciatoria observada desde inicios de año debido en parte al incremento del diferencial de tasas.





Mientras la FED ha reiterado que mantendrá el estímulo monetario por un período prolongado, diversas economías han seguido ajustando sus tasas de interés de política para revertir presiones inflacionarias. Entre las economías desarrolladas, el Banco Central Europeo, que inició en abril su ciclo de alza de tasas, anunció estar preparado para futuros aumentos, y el Banco de Inglaterra, que viene enfrentando tasas inflacionarias altas, también iniciaría un ciclo de ajuste antes que la FED.



17. Cabe señalar que desde el mes de abril el dólar detuvo su tendencia depreciatoria respecto al euro, ante la acentuación de la crisis de la deuda de algunas economías de la Eurozona, en particular Grecia. De otro lado, la corrección y posterior estabilización del precio de los *commodities* ha hecho que recientemente algunas monedas moderen o incluso reviertan sus tendencias apreciatorias durante mayo.

**Cuadro 9
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

	Dic. 10	Abr. 11	May. 11	Jun. 11
Australia	4,75	4,75	4,75	4,75
BCE	1,00	1,25	1,25	1,25
Indonesia	6,50	6,75	6,75	6,75
Nueva Zelanda	3,00	2,50	2,50	2,50
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50
Brasil	10,75	12,00	12,00	12,25
Polonia	3,50	4,00	4,25	4,50
Tailandia	2,00	2,75	2,75	3,00
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00
Chile	3,25	4,50	5,00	5,25
China	5,81	6,31	6,31	6,31
Colombia	3,00	3,75	4,00	4,25
Corea del Sur	2,50	3,00	3,00	3,00
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25
Filipinas	4,00	4,25	4,50	4,50
Hungría	5,75	6,00	6,00	6,00
India	6,25	6,75	7,25	7,25
Israel	2,00	3,00	3,25	3,25
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10
Malasia	2,75	2,75	3,00	3,00
México	4,50	4,50	4,50	4,50
Noruega	2,00	2,00	2,25	2,25
República Checa	0,75	0,75	0,75	0,75

Fuente: Reuters y Bloomberg.

**RECUADRO 1
DESARROLLOS RECIENTES EN LAS ECONOMÍAS CON PROBLEMAS DE DEUDA**

La volatilidad en los mercados internacionales del último trimestre ha estado asociada en parte al desarrollo de la crisis en los países de la Eurozona con problemas de deuda, Grecia, Portugal e Irlanda y, en menor medida, España. La falta de consenso dentro de la Unión Europea respecto al apoyo a otorgarse a dichos países, la preocupación sobre el tamaño de los ajustes fiscales requeridos por estas economías y su impacto social, en un contexto de crecientes costos de fondeo y difícil acceso al mercado internacional de capitales, exacerbaron la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal de estos países, determinando una continua reducción de las calificaciones de riesgo, así como de la perspectiva del rating soberano, que por los temores de contagio se extendió incluso a otras economías de la región.

	S&P	Moody's	Fitch
GRECIA			
Dic.10	BB+	Ba1	BBB-
Mar.11	BB-	B1	BB+
May.11	B	B1	B+
PORTUGAL			
Dic.10	A-	A1	A+
Mar.11	BBB-	A3	A-
May.11	BBB-	Baa1	BBB-
ESPAÑA			
Dic.10	AAA	Aa1	AA+
Mar.11	AA+	Aa2	AA+
May.11	AA	Aa2	AA+
IRLANDA			
Dic.10	A	Baa1	BBB+
Mar.11	A-	Baa1	BBB+
May.11	BBB+	Baa3	BBB+

En **Grecia** primaron los temores de una posible reestructuración de la deuda y las dudas sobre el futuro de su economía aumentaron considerablemente. Los *spreads* soberanos mostraron un fuerte incremento a partir de la primera semana de abril, ante las especulaciones acerca del pedido de ayuda financiera de parte de Portugal y la dificultad de un nuevo paquete para Grecia, y alcanzaron, en lo que va del año, el nivel máximo el 23 de mayo (1 400 pbs.) cuando el oficialismo perdió las elecciones en España y S&P revisó la perspectiva de la deuda italiana de estable a negativa.





Luego del incremento de los *spreads* soberanos y la consecuente mayor brecha financiera, la posibilidad de una reestructuración de la deuda griega tomó mayor importancia. Aunque el gobierno y los organismos supranacionales negaban tal posibilidad, la incertidumbre en los mercados continuó aumentando por la percepción de que la deuda se mantenía en una senda insostenible y que los esfuerzos del gobierno no eran suficientes. Ante tal situación se habrían discutido varias posibilidades: una posible extensión en el periodo de maduración de la deuda (aproximadamente € 340 mil millones), que no habría prosperado por el posible “efecto contagio” que traería a la Eurozona. Luego de esto, y para dar una señal de compromiso, el gobierno continuó con los planes de privatización de activos públicos por entre € 3,5–5,5 mil millones en 2011 y € 4–6 mil millones en el año 2012.

En este contexto, hay cada vez mayor consenso de que al vencimiento del actual programa (mediados de 2013), la mejor opción sería un nuevo paquete de ayuda financiera por un año adicional, por parte de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el marco de los esquemas EFSF (Facilidad Europea de Estabilidad Financiera) y EFSM (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera). Este esquema sería parecido al de la Iniciativa de Viena; es decir, los inversionistas voluntariamente deberán mantener sus posiciones en bonos griegos por el tiempo que dure el programa de ayuda financiera; comprando, incluso, nuevos bonos para reemplazar aquellos que tengan vencimientos dentro del periodo del programa.

En **Portugal**, luego que el Primer Ministro hizo pública su renuncia (23 de marzo de 2011) al no haber logrado aprobar un nuevo paquete de medidas de austeridad fiscal, la incertidumbre política se sumó a la grave situación fiscal generando mayor escepticismo sobre la viabilidad económica del país, particularmente considerando que el gobierno debía atender en el segundo trimestre vencimientos por € 5 mil millones que no podría hacer frente mediante financiamiento en el mercado.

Es así que el gobierno comenzó negociaciones con la Unión Europea y el FMI para un programa de ayuda financiera bajo el esquema del EFSM y el EFSF que culminaron con un acuerdo por € 78 mil millones (de los cuales € 26 mil millones serían aportados por el FMI), con una tasa de interés de 5 por ciento para los tres primeros años y de 5,2 por ciento en adelante (el programa sería de 7,5 años). El programa contempla mayores medidas de austeridad, incluso las rechazadas por el parlamento.

La situación en **España** se ha tornado más complicada luego que el gobierno perdiera la mayor parte de los gobiernos regionales en la reciente elección, generándose temores de que se revelen mayores déficit regionales. Asimismo, se reduce la legitimidad del gobierno para impulsar reformas adicionales que busquen sanear las cuentas fiscales.

Por otro lado, los niveles de desempleo continúan altos (21,3 por ciento en el primer trimestre) a pesar de que el crecimiento en dicho trimestre fue 0,3 por ciento. Esto sugeriría que los problemas en el mercado laboral son estructurales.

Respecto a **Italia**, S&P revisó la perspectiva a negativa, considerando que las proyecciones de crecimiento son débiles y al igual que el compromiso de llevar adelante reformas estructurales. En

Bélgica, Fitch revisó la perspectiva en la calificación de deuda de estable a negativa debido al ritmo lento de las reformas estructurales y la complicada situación política, dado que a 11 meses de las elecciones, los partidos políticos aún no han llegado a un acuerdo para instaurar el nuevo gobierno. Esto ha motivado una reducción en el ritmo de reformas requeridas para reducir los niveles de endeudamiento y déficit fiscal.

La magnitud del problema de deuda de estos países se puede medir por el excedente fiscal (resultado primario) que tendrían que generar para asegurar una situación de solvencia, es decir, que les resulte posible repagar la deuda pública.

INDICADORES DE SOLVENCIA (Porcentaje del PBI)				
	Resultado Primario		Deuda Pública	
	2010	Solvencia**	2010	2011*
Grecia	-4,9	7,8	143	152
Portugal	6,1	3,7	93	91
Irlanda	-29,2	1,8	96	114
España***	-7,3	n.a.	60	64

Fuente: Eurostat, WEO (abril de 2011) y Deutsche Bank.
 (*) Estimado para el año.
 (**) Suponiendo un ratio de deuda de 80% en 2020, un crecimiento de 4% y una tasa de interés de 5%.
 (***) A diferencia de los otros 3 países, España tiene un ratio de deuda de 60% inferior incluso al de Alemania (80%).

Las fórmulas de solución son aún una mezcla de ajuste fiscal y de mayor liquidez que permita recuperar los flujos voluntarios de financiamiento. Sin embargo, la discusión se amplía con la posibilidad de adoptar alguna modalidad de reestructuración que conlleve algún nivel de participación en el costo de los tenedores de bonos. Esta posibilidad crea incertidumbre sobre el impacto de un arreglo de este tipo debido a que por ejemplo⁴ los bancos alemanes tienen cerca del 41 por ciento del total de deuda soberana griega, mientras que los bancos franceses cerca del 28 por ciento de la deuda de Grecia.

4 Según último informe trimestral del BIS (junio 2011), tabla 9E.

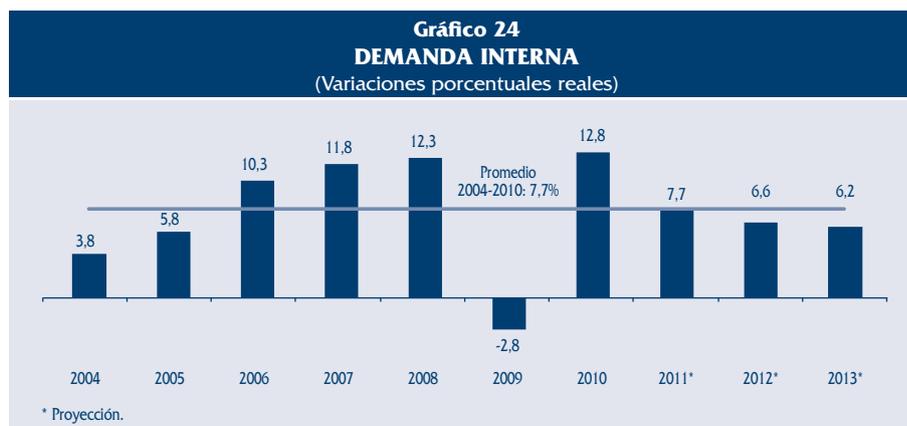
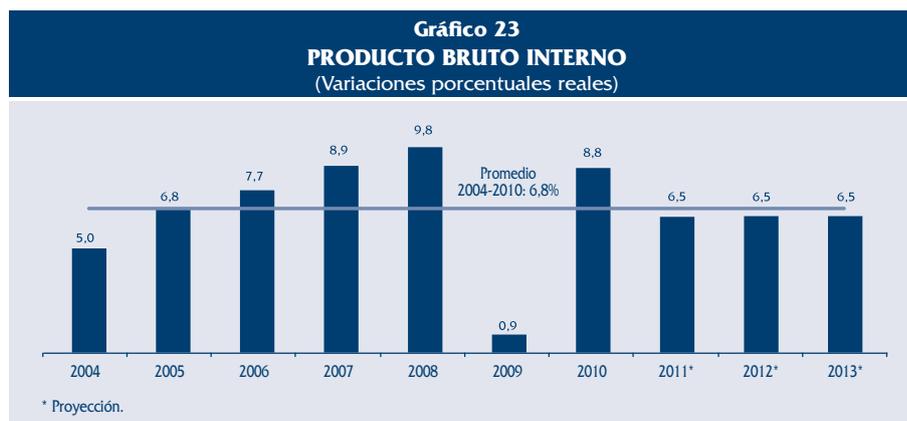




II. Actividad Económica

18. Luego de que en el segundo trimestre del año pasado el producto bruto interno alcanzara un crecimiento de 10 por ciento, la actividad económica ha continuado mostrando tasas de crecimiento aún altas pero menores, lo que es consistente con una posición de política monetaria más neutral y con un menor impulso fiscal. De esta forma el crecimiento del producto converge hacia su nivel potencial. En el primer trimestre de este año el producto bruto interno creció 8,7 por ciento con un crecimiento de la demanda interna de 10,6 por ciento, particularmente con un incremento de la inversión privada de 15,4 por ciento.

19. La actividad económica habría registrado en el segundo trimestre una desaceleración mayor a la prevista en el último Reporte de Inflación, explicada principalmente por un menor dinamismo de la inversión privada y una contracción del gasto público. Tomando en cuenta ello, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI para el año 2011, pasando de 7,0 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a 6,5 por ciento en el presente Reporte. La proyección para el año 2012 se mantiene en 6,5 por ciento y se proyecta la misma tasa de crecimiento para el año 2013.

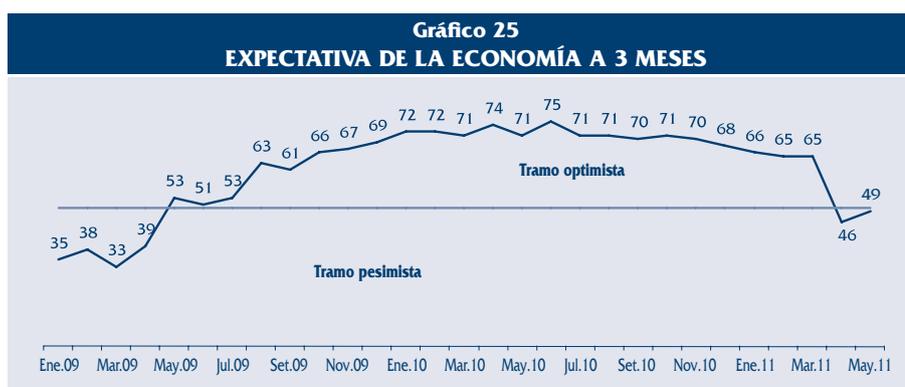


20. Indicadores recientes de actividad económica señalan que:

- a. En lo que respecta a las **expectativas de crecimiento** del PBI para 2011, los agentes económicos han reducido ligeramente sus estimados de crecimiento para este año y el próximo respecto a lo esperado en el mes de marzo, influenciados por la desaceleración observada en los primeros meses del año. Para 2013, los agentes esperan un crecimiento entre 6,1 y 6,5 por ciento en línea con los estimados de crecimiento que se prevén en el actual Reporte.

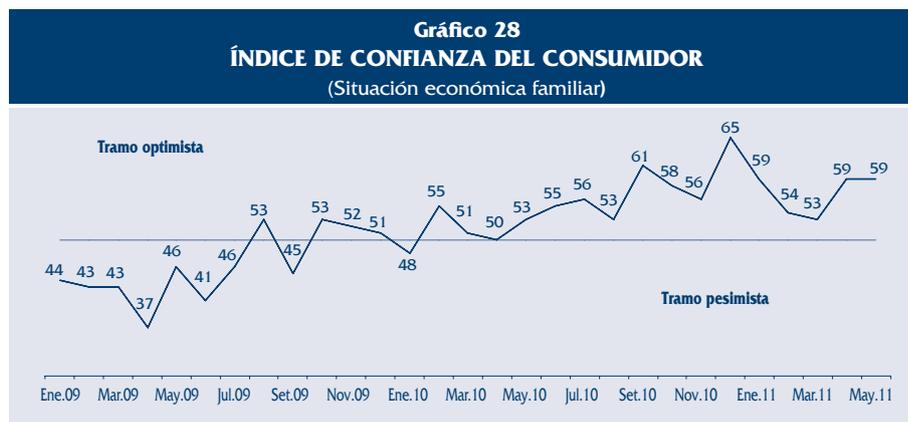
Cuadro 10 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS CRECIMIENTO DEL PBI (En porcentaje)				
		Encuesta realizada al:		
		31 de marzo	30 de abril	31 de mayo
Sistema Financiero	2011	7,0	7,0	6,7
	2012	6,5	6,5	6,2
	2013	6,5	6,5	6,1
Analistas Económicos	2011	7,1	7,0	6,6
	2012	6,5	6,5	6,3
	2013	6,5	6,3	6,5
Empresas No Financieras	2011	7,0	7,0	6,5
	2012	7,0	6,4	6,5
	2013	7,0	6,0	6,5

- b. Los **indicadores de expectativas empresariales** a tres meses se deterioraron en los meses de abril y mayo, en un contexto de incertidumbre para los agentes económicos. El índice de confianza empresarial retrocedió de 65 puntos en marzo a 46 en abril y 49 en mayo. De manera similar, se observó deterioro en las expectativas de contratación de personal y en las órdenes de compra pero continuaron manteniéndose en el tramo positivo. Este indicador refleja las percepciones del momento y podría estar mostrando una situación transitoria.

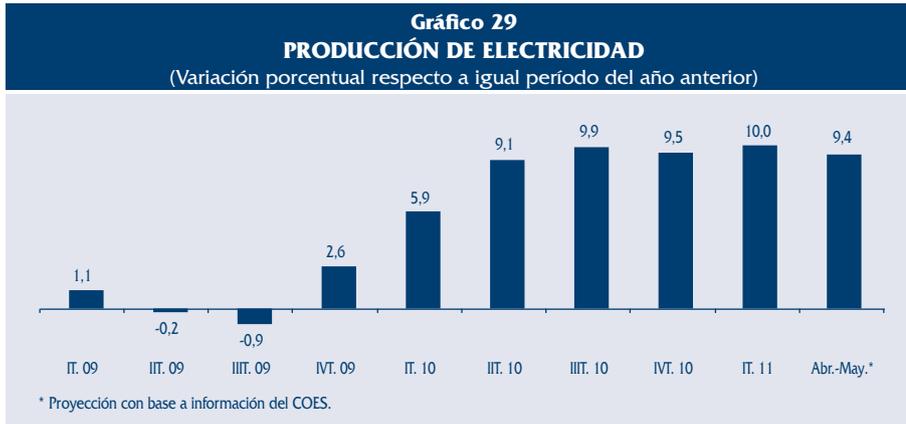




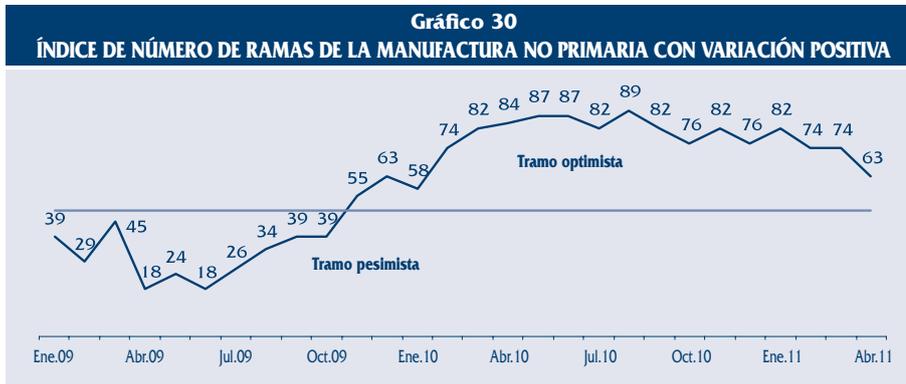
- c. El **índice de confianza del consumidor** registró en mayo un nivel de 59 puntos, mostrando una mejora respecto al Reporte anterior (54 puntos).



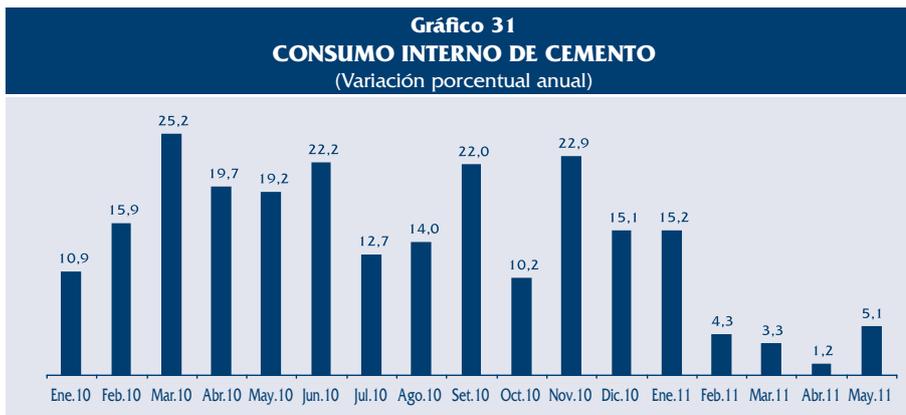
- d. El indicador de **electricidad** mostró un crecimiento anual de 9,4 por ciento entre abril y mayo de 2011, menor que el del primer trimestre.



- e. El indicador del **número de ramas de la manufactura no primaria** que muestran crecimiento registró un nivel de 63 a abril, ligeramente menor al promedio de 80 registrado durante 2010.



- f. El **consumo interno de cemento** creció 5,1 por ciento en mayo. Hasta abril se observaba un menor crecimiento asociado a la menor ejecución presupuestal por parte de las nuevas autoridades municipales y regionales, tendencia que se revirtió en mayo.





Proyección de los componentes del gasto

21. Para el año 2011 se proyecta un crecimiento de la **demanda interna** de 7,7 por ciento. A lo largo del horizonte de proyección el crecimiento de la demanda interna convergería a una tasa más cercana al crecimiento del PBI, en línea con la evolución del consumo privado y la inversión privada.

22. Para 2011 y 2012, en un contexto en el que se registrarían tasas de crecimiento más cercanas a las del producto potencial, se proyectan tasas de crecimiento de la inversión privada menores a las previstas en el Reporte de marzo. Esta proyección es consistente con las encuestas de expectativas empresariales. A su vez, se proyectan tasas de crecimiento menores en los componentes públicos del gasto para 2011, consistentes con la recuperación del espacio fiscal considerada en la proyección.

Cuadro 11 DEMANDA Y OFERTA GLOBAL (Variaciones porcentuales reales)								
	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
1. Demanda interna	8,5	12,8	10,6	8,1	7,7	6,5	6,6	6,2
a. Consumo privado	5,4	6,0	6,4	5,6	5,7	5,3	5,7	5,9
b. Consumo público	14,0	10,6	5,3	5,0	4,4	2,7	4,1	4,0
c. Inversión privada	11,5	22,1	15,4	15,0	10,4	12,5	11,6	8,3
d. Inversión pública	19,9	27,3	-6,3	8,8	3,3	4,4	6,1	6,1
2. Exportaciones	0,2	2,5	3,4	5,2	3,8	8,4	7,8	9,0
3. Producto bruto interno	6,2	8,8	8,7	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5
4. Importaciones	12,3	23,8	13,5	11,2	10,4	8,0	8,1	7,3
Memo:								
Gasto público	15,6	16,7	2,0	6,5	3,9	3,4	4,9	4,8

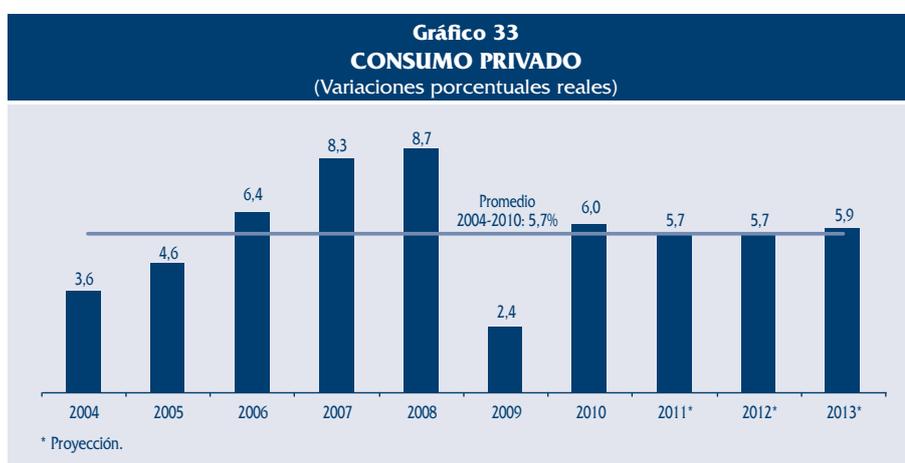
*Proyección.



Cuadro 12 DEMANDA Y OFERTA GLOBAL (Contribuciones al crecimiento del PBI)								
	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
1. Demanda interna	8,5	12,8	10,9	8,4	8,0	6,8	7,0	6,6
a. Consumo privado	3,8	4,1	4,5	3,8	3,8	3,5	3,8	3,9
b. Consumo público	1,2	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4
c. Inversión privada	2,4	4,2	3,4	3,2	2,2	2,9	2,6	1,9
d. Inversión pública	0,6	1,5	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,4	0,4
2. Exportaciones	0,0	0,5	0,6	0,9	0,7	1,5	1,4	1,6
3. Producto bruto interno	6,2	8,8	8,7	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5
4. Importaciones	2,4	4,5	2,8	2,4	2,2	1,8	1,8	1,7
Memo								
Gasto público	1,8	2,5	0,3	1,0	0,6	0,5	0,8	0,7

*Proyección.

23. El **consumo privado** registraría un crecimiento de 5,7 por ciento en 2011 y 2012 y para 2013, 5,9 por ciento, en línea con la evolución del ingreso nacional disponible y la estabilidad de las expectativas de los consumidores, que se mantienen en el tramo optimista y por encima de los registros del Reporte de Inflación de marzo.



24. Se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión privada** para el año 2011 de 15,0 a 10,4 por ciento debido principalmente a un cambio coyuntural de expectativas empresariales, aunque se estima crecimientos de la inversión privada por encima del crecimiento del PBI (11,6 por ciento en 2012 y 8,3 por ciento en 2013), en línea con el ritmo de avance de proyectos de inversión programados.





Cuadro 13
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

	2011	2012	2013	2011 - 2013
Minería	5 390	8 297	8 523	22 210
Hidrocarburos	2 098	1 618	2 718	6 433
Electricidad	1 895	2 425	2 160	6 480
Industrial	1 819	1 460	1 028	4 307
Infraestructura	1 537	1 153	933	3 623
Otros Sectores	2 185	1 173	1 064	4 422
Total	14 924	16 126	16 426	47 475

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

25. Para el período 2011 – 2013, el total de anuncios de proyectos de inversión es de US\$ 47,5 mil millones.

En los sectores **minería e hidrocarburos** destacan importantes proyectos de inversión, que cuentan con el estudio de impacto ambiental (EIA) aprobado, como Las Bambas, Galeno, Quellaveco y las ampliaciones de Antamina y Cerro Verde. En hidrocarburos, destacan proyectos ligados a actividades de exploración y producción de crudo y gas en los lotes 58, Z-2b, Z46, así como la ampliación de las plantas Malvinas y Pisco, con lo que se espera incrementar la producción de Camisea.

En infraestructura destaca la ejecución de proyectos asociados a la mejora de la vialidad e infraestructura directamente ligada al intercambio comercial (muelles, puertos y mejoramientos de aeropuertos) tales como la modernización del Muelle Norte y la ampliación del puerto Matarani.

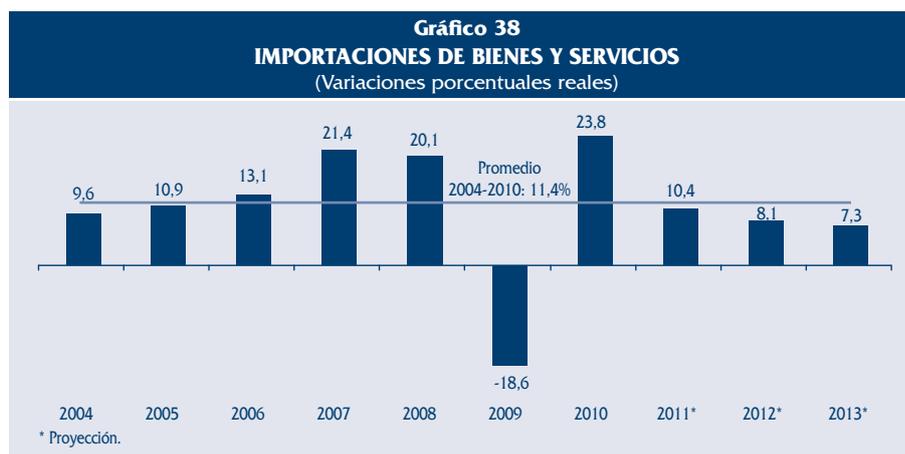


26. Considerando la entrada en operación de algunos proyectos de inversión hacia el final del horizonte de proyección así como por la evolución esperada de la demanda mundial, se proyecta una tendencia creciente en las exportaciones, que pasarían de una tasa de 3,8 por ciento en 2011 a una de 9,0 por ciento en 2013.





Esta tendencia se reforzaría como consecuencia del mayor acceso a mercados extranjeros a través de acuerdos comerciales que continuarían impulsando las exportaciones no tradicionales. Por su parte, la evolución de las importaciones estaría asociada no sólo a la evolución de la actividad económica, que crecería en promedio 6,5 por ciento entre 2011 y 2013, sino también a los requerimientos de bienes de capital que demanda el desarrollo de los proyectos de inversión.



27. En términos de brechas ahorro – inversión, la tasa de inversión interna alcanzaría un nivel de 27,9 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Resalta el aumento en la brecha pública resultado del mayor superávit que alcanzaría el sector público no financiero y que es consistente con una recuperación del espacio fiscal.

Cuadro 14
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2010	2011*	2012*	2013*
Brecha Ahorro - Inversión	-1,5	-3,0	-3,3	-3,0
Ahorro interno	23,5	23,7	24,3	24,9
Inversión Bruta Interna	25,0	26,7	27,5	27,9
Inversión Bruta Fija	25,1	25,6	26,6	27,0
Variación de Inventarios	-0,1	1,1	0,9	0,9
Brecha Pública	-0,5	0,2	0,4	0,8
Ahorro público	5,4	6,0	6,1	6,5
Inversión pública	5,9	5,7	5,7	5,7
Brecha Privada	-1,0	-3,2	-3,7	-3,8
Ahorro privado	18,1	17,8	18,2	18,4
Inversión privada	19,1	21,0	21,8	22,2

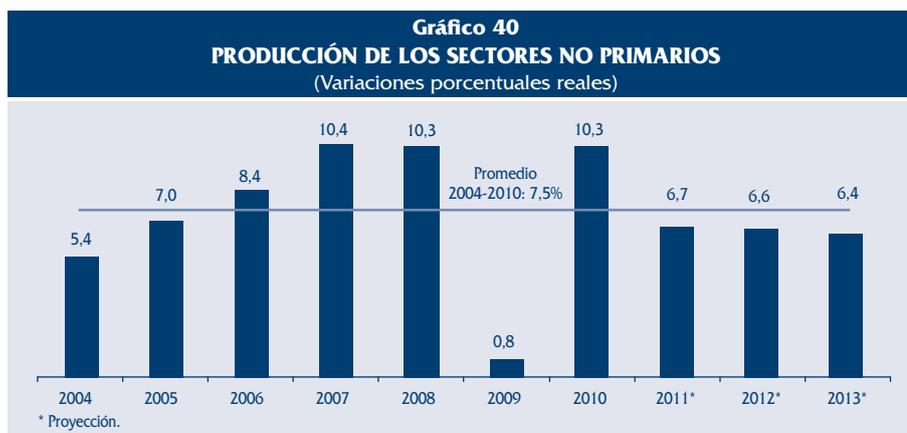
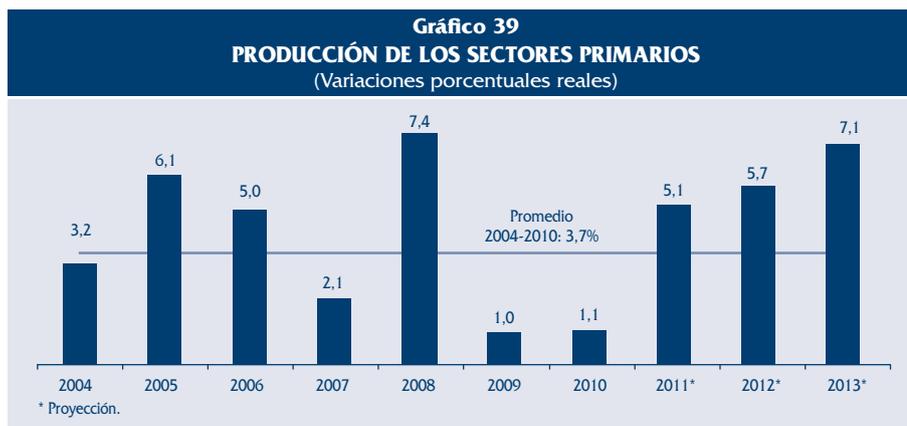
*Proyección.

PBI por sectores

28. Durante el primer trimestre, los **sectores no primarios** crecieron 9,6 por ciento, observándose una ligera desaceleración respecto a trimestres previos, principalmente en industria no primaria y la construcción. Los **sectores primarios** elevaron su tasa de crecimiento a 3,6 por ciento en el primer trimestre, impulsados por los sectores pesca e hidrocarburos.

Se ha revisado de 5,4 a 5,1 por ciento la proyección de crecimiento de los sectores primarios en 2011 debido principalmente a los menores estimados de producción de la minería metálica, particularmente en el caso del oro. De manera similar, los sectores no primarios registrarían un crecimiento de 6,7 por ciento en el año, menor al 7,2 por ciento proyectado en el Reporte de marzo, lo cual es consistente con la desaceleración de la inversión privada y el gasto público.

29. Para los años **2012** y **2013** se espera tasas de crecimiento del PBI de 6,5 por ciento, en línea con el crecimiento potencial de la economía. Cabe mencionar que para el año 2012 se mantiene la proyección del Reporte anterior (6,5 por ciento) sustentada también en la entrada de nuevos proyectos mineros y las ampliaciones en Antamina y Southern así como la continuidad de obras de infraestructura pública y privada.





Cuadro 15
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año anterior)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
Agropecuario	3,8	4,3	2,9	3,0	3,5	4,8	5,2	4,3
Agrícola	3,9	4,2	-0,7	1,9	2,1	4,8	5,8	3,7
Pecuario	3,7	4,4	7,5	4,9	5,2	4,9	4,8	4,8
Pesca	-8,2	-16,4	16,0	21,8	26,0	2,6	1,4	2,8
Minería e hidrocarburos	1,1	-0,1	-0,3	4,7	1,4	8,5	7,5	11,8
Minería metálica	-1,0	-4,9	-5,6	1,5	-1,6	8,3	7,7	11,8
Hidrocarburos	11,0	29,5	34,6	22,5	17,6	8,6	6,6	11,9
Manufactura	7,5	13,6	12,0	7,7	7,6	6,3	6,2	6,5
Procesadores de recursos primarios	-5,6	-2,3	12,1	11,3	14,6	5,2	4,3	6,3
Manufactura no primaria	10,1	16,9	12,0	7,1	6,4	6,5	6,5	6,5
Electricidad y agua	6,5	7,7	7,2	6,8	6,5	5,6	5,6	5,6
Construcción	16,8	17,4	8,1	11,3	6,6	10,6	10,5	7,6
Comercio	8,1	9,7	10,0	7,1	6,8	6,3	6,0	5,6
Otros servicios	4,9	8,0	9,1	6,8	6,8	6,2	6,4	6,5
PRODUCTO BRUTO INTERNO	6,2	8,8	8,7	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5
Memo:								
PBI primario	0,9	1,1	3,6	5,4	5,1	6,0	5,7	7,1
PBI no primario	7,2	10,3	9,6	7,2	6,7	6,6	6,6	6,4

*Proyección.

Gráfico 41
TASA DE CRECIMIENTO DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA
 (Variaciones porcentuales reales)





RECUADRO 2
BALANCE OFERTA – DEMANDA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA
(2011 – 2013)

La capacidad del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) para suministrar electricidad en las capacidades y condiciones adecuadas es uno de los requisitos para garantizar el crecimiento sostenido sin presiones inflacionarias.

En este sentido, la existencia de un exceso de oferta o reserva de generación permite a los sistemas eléctricos garantizar el suministro irrestricto ante contingencias climatológicas (e.g. temporadas de escasez de lluvias: estiaje), tecnológicas (e.g. indisponibilidad de combustible por restricciones de transporte) o técnicas (e.g. falla de centrales o de redes de transmisión). Bajo esta premisa, se presenta la estimación del margen de reserva del SEIN para escenarios contingentes a supuestos de oferta y demanda.

El margen de reserva disponible se calcula como el exceso de oferta de potencia eléctrica disponible como porcentaje de la máxima demanda eléctrica. La oferta de potencia eléctrica disponible es la potencia efectiva (máxima oferta de potencia eléctrica en un periodo determinado ante condiciones de generación y transmisión óptimas) menos la capacidad instalada no utilizable por efecto de: i) condiciones hidrológicas, ii) restricciones de transporte de gas natural y, iii) programas de mantenimiento. Por su parte, la máxima demanda de electricidad es el requerimiento máximo de potencia total durante un periodo determinado por parte de los consumidores del SEIN.

Las proyecciones son condicionales a los estimados de crecimiento de la demanda e incrementos de la capacidad instalada disponible. En este ejercicio, la proyección de oferta se basa en el Plan de Obras 2011-2013 de OSINERGMIN y los proyectos que cuentan con fecha de entrada en operación dentro del horizonte analizado según el MINEM y PROINVERSION.





De acuerdo con esta información, la potencia del parque generador nacional aumentaría en más de 2 400 MW entre 2011 y 2013. En particular, el escenario base registra un crecimiento del orden de 40 por ciento de la capacidad instalada de generación: 1 870 MW térmicos y 557 MW hidroeléctricos y de otras fuentes renovables (e.g. eólico, solar).

Cabe precisar que los proyectos de generación incluidos no se traducen íntegramente en nueva potencia disponible debido, principalmente, a condiciones hidrológicas variables, para el caso de las centrales hidroeléctricas y, a las limitaciones de capacidad del sistema de transporte de gas natural, para el caso de las centrales térmicas.

Respecto a este último factor, el ducto de red principal que transporta gas natural desde Camisea a la Costa Central tiene una capacidad de 530 MMPCD, se asume que esta capacidad se mantiene en el horizonte de proyección y que la ampliación del ducto hasta 920 MMPCD se concretaría en el año 2014. Por esta razón, si bien la oferta térmica a gas natural tendría una capacidad instalada del orden de 3 900 MW al año 2013, la oferta disponible sería de 2 200 MW, aproximadamente. De esta forma, en ausencia de expansión del sistema de transporte de gas natural durante el horizonte analizado, las centrales a gas natural operarían, en promedio, al 60 por ciento de su capacidad.

PROYECTOS DE GENERACIÓN 2011 - 2013 (MW) ESCENARIO BASE ^{1/}

CENTRAL DE GENERACIÓN	Fuente	Zona	2011	2012	2013	2011-13
Hidroeléctrica			0	100	90	190
CH Machupicchu II (Abr.2012)	Agua	Sur		100		
CH Huanza (Feb. 2013)	Agua	Centro			90	
Térmica			30	293	1 547	1 870
CT Tablazo (Set. 2011)	GN CS	Norte	30			
CT Kallpa CC (Set. 2012)	GN (de CS a CC)	Centro		293		
CT Fenix (Ene. 2013) 2/	GN (CS y CC)	Centro			521	
CT Olleros (Dic. 2012) 2/	GN CS	Centro			196	
CT Chilca I CC (Set. 2013)	GN (de CS a CC)	Centro			230	
CT Reserva Fría - Ilo (Oct. 2013)	Dual (Diesel y GN CS)	Sur			400	
CT Reserva Fría - Talara (Oct. 2013)	Dual (Diesel y GN CS)	Norte			200	
Energía Renovable			6	228	133	367
CHs < 20 MW			2	38	101	
Biomasa			4			
Eólica				110	32	
Solar				80		
Total SEIN 2011 - 2013 (MW)			36	621	1 770	2 427

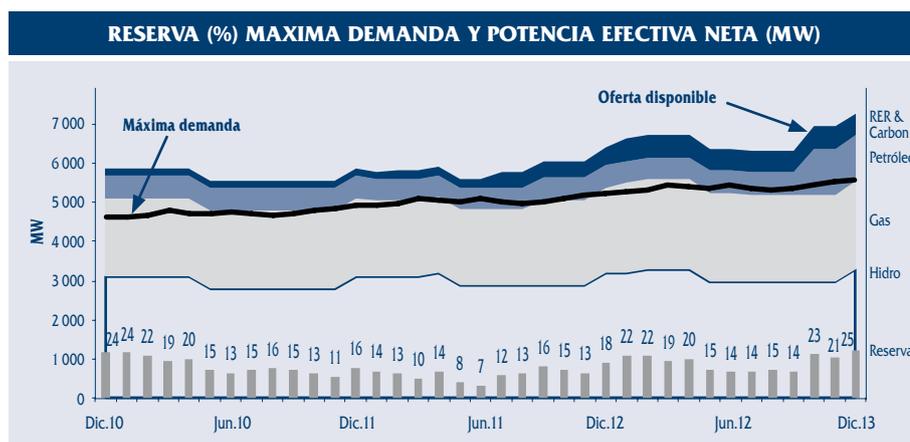
CH: Central Hidroeléctrica / CT: Central Térmica / GN: Gas Natural / CS: Ciclo Simple / CC: Ciclo Combinado.

Nota: Plan de obras de generación 2011-2013 que muestra la capacidad máxima de potencia de cada proyecto (factor de planta de 100 por ciento: la información presentada no incluye restricciones de oferta por condiciones hidrológicas, transporte de gas natural y programas de mantenimiento).

1/ El escenario base 2011-2013 corresponde al Plan de Obras vigente de OSINERGMIN e incluye las centrales de reserva fría adjudicadas por PROINVERSION cuya entrada en operación se encuentra fuera del horizonte analizado por el regulador.

2/ Centrales térmicas cuya fecha de entrada en operación está programada para el periodo analizado pero no cuentan con suministro de gas natural garantizado para operar a plena potencia por restricciones de transporte del recurso.

El escenario base (crecimiento de la máxima demanda de 7 por ciento promedio anual y condiciones hidrológicas promedio –reducción de la oferta hídrica de 10 por ciento-, entre otros supuestos) no contempla riesgo significativo de interrupción del suministro al 2013. El crecimiento de la máxima demanda en este escenario es consistente con una tasa de crecimiento promedio del PBI de 6,5 por ciento anual y, adicionalmente, la puesta en marcha de nuevos proyectos mineros.



En este escenario, el margen de reserva mínimo es del orden de 7 por ciento (junio 2012), lo que equivale a 350 MW, aproximadamente. En otras palabras, solo ante la falla simultánea de centrales con potencia combinada mayor a 350 MW (e.g. dos turbinas de Kallpa o Edegel), el sistema suministraría energía con restricciones transitorias y parciales durante el segundo trimestre del año 2012.

Considerando un escenario de estrés, en el que el crecimiento de la demanda es del orden de 9 por ciento anual y se produce una situación de estiaje severo (reducción de la oferta hidroeléctrica de 20 por ciento), la probabilidad de restricción del suministro eléctrica aumentaría significativamente durante las temporadas de estiaje del periodo analizado. En este escenario poco probable -dada la ocurrencia simultánea de alto crecimiento de demanda y estiaje severo- la máxima demanda podría exceder a la oferta disponible hasta en 250 MW, lo que podría implicar situaciones de racionamiento transitorio y parcial.

RECUADRO 3 FUENTES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO Y COMPETITIVIDAD EN EL PERU

Siguiendo la metodología propuesta por R. Solow (1957)⁵, el crecimiento económico de un país puede ser desagregado a través de los tres componentes clásicos de la función de producción: el capital, el trabajo y la Productividad Total de los Factores (PTF). Al respecto, la PTF es una medida de la eficiencia en el uso de los factores productivos trabajo y capital. Para un nivel constante de

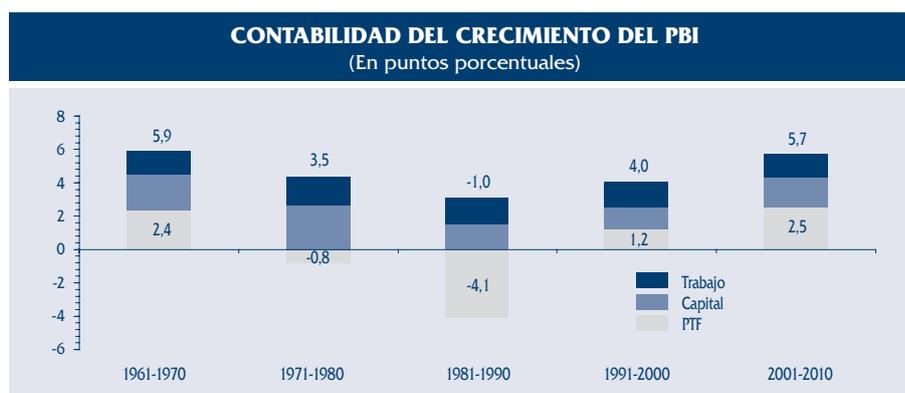
5 Solow, Robert. "Technical Change and the Aggregate Production Function"; *Review of Economics and Statistics* 39: 312-20. 1957.





capital y trabajo, una mayor PTF significaría un mayor nivel de producción y, en este sentido, una mayor eficiencia en el uso de los factores.

Sobre la base de metodología estándar de contabilidad de crecimiento, se ha efectuado un ejercicio para el Perú, cuyos resultados por décadas se ilustran en el siguiente gráfico.



Un hecho notorio es que las diferencias en las tasas de crecimiento promedio entre las décadas pueden ser explicadas en gran medida por las diferencias en las tasas de crecimiento de la productividad. Así, la alta volatilidad de la tasa de crecimiento entre décadas estaría asociada a la volatilidad de la PTF.

Este aspecto es importante porque aún cuando el crecimiento económico puede sustentarse en el crecimiento de los factores capital y trabajo, el crecimiento de los salarios y, en última instancia del PBI per cápita, estará sustentado principalmente en la posibilidad de generar valor agregado o productividad. Asimismo, la evidencia empírica sugiere que períodos prolongados de crecimiento estarían sustentados en un crecimiento sostenido de la productividad.

Por otro lado, la evolución positiva de la productividad de las dos últimas décadas sería consistente con las reformas estructurales implementadas en el país durante este período. Así, por ejemplo, en la última edición del ranking de competitividad elaborado por el *World Economic Forum*, destaca la posición lograda por nuestro país en aspectos tales como la protección a la inversión privada (posición 20 de 139 países), el impacto sobre los negocios de las reglas sobre la inversión directa extranjera (posición 17), el superávit fiscal (posición 31), la deuda pública (posición 41), la fortaleza de los bancos (posición 18) y la disponibilidad de servicios financieros (posición 31), todo lo cual es resultado de la políticas iniciadas hace dos décadas y mantenidas hasta la actualidad.

Pese a estos aspectos positivos, el Perú está ubicado en la posición 73 en el ranking del Reporte de Competitividad Global 2010-2011. Si bien esta ubicación implica un ascenso de 5 ubicaciones en el Índice de Competitividad Global (ICG) en relación al año previo, actualmente el Perú se encuentra en el tercer quintil a nivel global, con un 53 por ciento de países con un Índice de Competitividad Global (ICG) superior al nuestro.



Los déficit de la economía peruana que explicarían esta ubicación y que compensan negativamente los aspectos positivos señalados anteriormente están relacionados a aspectos relativos a instituciones, infraestructura, salud y educación primaria e innovación. Así, por ejemplo, el Perú se ubica en la posición 120 en el indicador de confianza en la clase política y en la posición 119 tanto en lo referente a la independencia del sistema judicial, como a la carga de la regulación gubernamental y al costo que impone el crimen y la violencia sobre los negocios. Asimismo, el Perú ocupa la posición 133 tanto en el indicador que mide la calidad de la educación primaria como en el que mide la calidad de la educación en matemáticas y ciencia. A pesar de ubicar una posición menos desventajosa no dejan de ser importantes los indicadores que nos sitúan en la posición 92 tanto en la calidad de la infraestructura general y la calidad de las carreteras.

PERÚ: ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL

	2009-2010	2010-2011
Índice de Competitividad Global (Ubicación general)	78	73
A. Requerimientos básicos	88	87
1. Instituciones	90	96
2. Infraestructura	97	88
3. Estabilidad macroeconómica	63	75
4. Salud y educación primaria	91	92
B. Refuerzos a la eficiencia	59	56
5. Educación superior y capacitación	81	76
6. Eficiencia del mercado de bienes	66	69
7. Eficiencia del mercado laboral	77	56
8. Sofisticación del mercado financiero	39	42
9. Preparación tecnológica	77	74
10. Tamaño del mercado	46	48
C. Factores de innovación y sofisticación	85	89
11. Sofisticación empresarial	68	71
12. Innovación	109	110

Nota: Ubicación relativa entre 133 y 139 países para 2009-2010 y 2010-2011, respectivamente.
Fuente: World Economic Forum.





Un diagnóstico complementario de nuestras condiciones y limitantes para continuar generando tasas expectantes de crecimiento productivo se puede obtener a partir de la metodología propuesta por Hausmann, Rodrik y Velasco (2005)⁶, denominada Diagnóstico de Crecimiento (Growth Diagnostics o GD). Esta metodología parte de la idea de que los incentivos a la inversión y al crecimiento están determinados, por un lado, por la posibilidad de generar altos retornos (Retorno Social de la Inversión) y la seguridad en la propiedad de los mismos (Apropiación) y, por otro lado, en un adecuado Costo del Financiamiento.

Una aplicación de esta metodología sugiere que los limitantes al crecimiento del país están relacionados con Bajo Retorno de la Inversión Privada y no tanto con el Costo de Financiamiento.

El Bajo Retorno de la Inversión Privada se explica tanto por el Bajo Retorno Social como por la Baja Apropiación. Entre los factores que determinan el Bajo Retorno de la Inversión Privada destacan aspectos relacionados con deficiencias en infraestructura, principalmente de transporte, y las limitantes en la acumulación de capital humano debido a la baja calidad de la educación.

Por otro lado, las áreas que determinan la Baja Apropiación se clasifican en Fallas de Gobierno y las Fallas de Mercado. Mientras que las Fallas de Gobierno obedecen a problemas con los Derechos de Propiedad, Seguridad Pública, Mala Regulación de Negocios, Ineficiencia de la Administración Pública, las Fallas de Mercado incluyen problemas relacionados a Competencia, Buenas Prácticas Empresariales, Adaptación Tecnológica, Sofisticación Empresarial e Innovación.

6 Hausmann, R., Rodrik, D. y Velasco, A. "Growth Diagnostics"; Cambridge, MA: John F. Kennedy School of Government, Harvard University. 2005.

III. Balanza de Pagos

30. El escenario central de proyección considera para el año 2011 un nivel de precios más alto para varios *commodities* de exportación, en particular del oro, y mayores volúmenes de exportaciones de productos no tradicionales, lo que ha llevado a revisar las proyecciones del déficit en cuenta corriente para el año de 3,3 por ciento del producto en el Reporte de marzo a 3,0 por ciento del producto en el presente Reporte.

Para 2012 el déficit de cuenta corriente se reduciría, respecto al previsto en el Reporte de marzo, de 3,5 a 3,3 por ciento del PBI debido a un menor crecimiento del volumen de importaciones de bienes y a una menor renta de factores por menores precios de exportaciones.

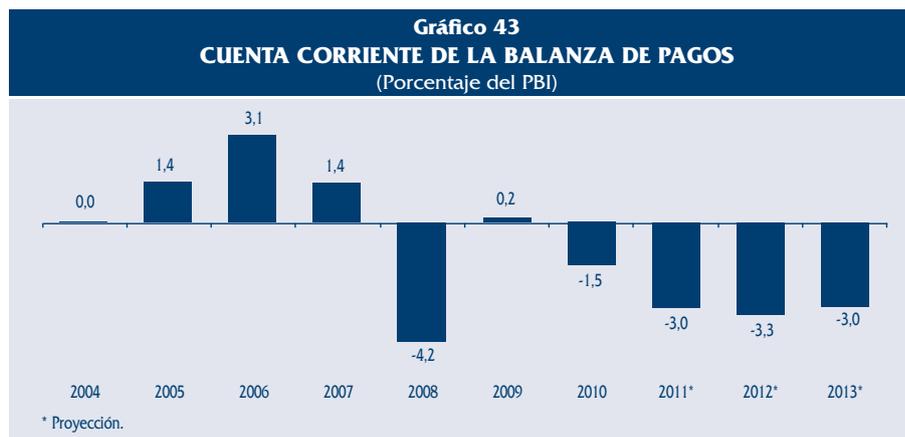
Cuadro 16
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-553	-2 315	-672	-5 746	-5 173	-6 757	-6 217	-6 135
Porcentaje del PBI	-1,6	-1,5	-1,6	-3,3	-3,0	-3,5	-3,3	-3,0
1. Balanza comercial	1 589	6 750	1 831	6 287	6 751	5 723	6 056	7 349
a. Exportaciones	7 924	35 565	10 017	41 700	42 924	45 192	45 525	49 859
b. Importaciones	-6 336	-28 815	-8 186	-35 413	-36 173	-39 469	-39 469	-42 510
2. Servicios	877	-2 037	1 055	-2 610	-2 563	-2 742	-2 624	-2 712
3. Renta de factores	-2 414	-10 053	-2 783	-12 601	-12 539	-13 184	-13 097	-14 338
4. Transferencias corrientes	-36	3 026	-44	3 178	3 178	3 447	3 447	3 567
Del cual: Remesas del exterior	711	2 534	756	2 731	2 731	3 001	3 001	3 120
II. CUENTA FINANCIERA	3 075	13 285	2 716	8 246	8 473	7 757	7 717	8 135
Del cual:								
1. Sector privado (largo y corto plazo)	2 971	13 587	2 587	8 220	8 439	7 930	8 103	8 263
2. Sector público	104	-1 108	129	83	27	-187	-485	-167
III. RESULTADO								
DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	2 134	10 970	2 022	2 500	3 300	1 000	1 500	2 000
Nota:								
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo								
En millones US\$	2 104	12 053	2 798	11 169	11 757	11 000	11 850	12 471
En porcentaje del PBI	6,0	7,8	6,8	6,5	6,8	5,7	6,2	6,0
Saldo de RIN								
En millones US\$	35 269	44 105	46 127	46 605	47 405	47 605	48 905	50 905
En porcentaje del PBI	26,2	28,6	28,9	27,1	27,5	24,8	25,6	24,5

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





31. Durante el primer trimestre de 2011, la **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 1,8 mil millones, frente al resultado positivo de US\$ 1,6 mil millones en el mismo periodo de 2010. En los primeros tres meses del presente año, las exportaciones aumentaron 26,4 por ciento, principalmente por un incremento de precios (24,5 por ciento) por mayores cotizaciones de cobre, oro y petróleo. El volumen de exportaciones aumentó 1,4 por ciento por mayores embarques de productos no tradicionales (23,2 por ciento), mientras que los embarques de productos tradicionales se redujeron 4,1 por ciento por menores envíos de harina de pescado, oro y petróleo.

Por su parte, las importaciones crecieron 29,2 por ciento respecto a las del primer trimestre de 2010. El volumen aumentó 14,7 por ciento por el incremento en los bienes de capital, consumo duradero e insumos industriales, principalmente, en tanto que el precio promedio de las importaciones aumento 12,8 por ciento, por mayores precios de alimentos, petróleo e insumos industriales.

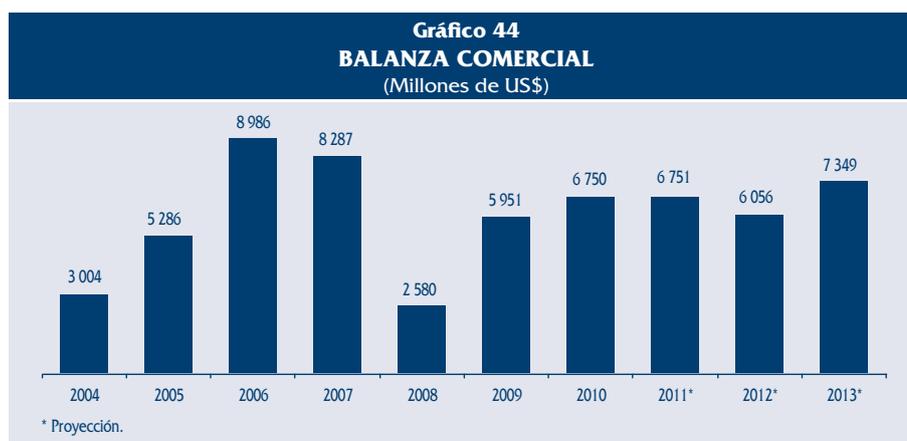
Cuadro 17
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
EXPORTACIONES	7 924	35 565	10 017	41 700	42 924	45 192	45 525	49 859
De las cuales:								
Productos tradicionales	6 255	27 669	7 726	32 675	33 335	35 145	34 766	37 921
Productos no tradicionales	1 606	7 641	2 211	8 711	9 271	9 725	10 382	11 550
IMPORTACIONES	6 336	28 815	8 186	35 413	36 173	39 469	39 469	42 510
De las cuales:								
Bienes de consumo	1 126	5 489	1 425	6 849	6 473	8 156	7 348	7 922
Insumos	3 171	14 023	4 019	17 488	18 005	18 431	18 492	19 407
Bienes de capital	1 970	9 074	2 654	10 901	11 524	12 699	13 426	14 970
BALANZA COMERCIAL	1 589	6 750	1 831	6 287	6 751	5 723	6 056	7 349

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

32. Se ha revisado al alza la proyección de superávit de la **balanza comercial** de 2011 considerando un crecimiento mayor a lo previsto en el Reporte anterior en los términos de intercambio, lo cual más que compensa el incremento de las importaciones asociado a una mayor demanda interna. Con ello, el superávit comercial en 2011 pasaría de US\$ 6,3 mil millones en el Reporte de Inflación de marzo a US\$ 6,8 mil millones en el presente Reporte.

En el año 2012 continuaría el superávit de la balanza comercial alcanzando los US\$ 6,1 mil millones y aumentaría a US\$ 7,3 mil millones en el año 2013 debido a la mejora en los términos de intercambio y al mayor volumen de exportaciones, principalmente mineras, ante la entrada en operación de algunos proyectos de inversión en el sector minero.



Cuadro 18
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2010	2011*		2012*		2013*
		RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
1. Valor:						
Exportaciones	31,9	17,3	20,7	8,4	6,1	9,5
Productos tradicionales	34,2	18,1	20,5	7,6	4,3	9,1
Productos no tradicionales	23,5	14,0	21,3	11,6	12,0	11,2
Importaciones	37,1	22,9	25,5	11,5	9,1	7,7
2. Volumen:						
Exportaciones	1,6	4,3	4,0	9,1	8,3	9,8
Productos tradicionales	-2,7	3,4	1,8	9,1	8,2	9,9
Productos no tradicionales	15,3	7,3	11,6	9,0	9,0	9,3
Importaciones	24,1	11,3	11,6	9,5	8,2	8,2
3. Precio:						
Exportaciones	29,9	12,5	16,1	-0,7	-2,1	-0,3
Productos tradicionales	37,8	14,2	18,3	-1,5	-3,6	-0,8
Productos no tradicionales	7,1	6,2	8,7	2,4	2,8	1,7
Importaciones	10,1	10,4	12,5	1,8	1,2	-0,5

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





33. Las **exportaciones** de 2011 se han revisado al alza con lo cual llegarían alrededor de los US\$ 43 mil millones. Esta alza provendría principalmente de un efecto precio, por el aumento en las cotizaciones de *commodities*, mayor a lo previsto en el Reporte anterior.

Para 2012 las exportaciones ascenderían a US\$ 45,5 mil millones. Con relación al Reporte de Inflación de marzo, se prevé un menor volumen de exportaciones tradicionales por una menor producción esperada de cobre al pasar el inicio de operaciones de la mina Toromocho del año 2012 al año 2013.

Las exportaciones bordearían los US\$ 50 mil millones en 2013 debido a mayores exportaciones mineras, principalmente cobre y zinc por la entrada en operación de los proyectos Toromocho, Los Chancas, Hilarión y la expansión de Southern.

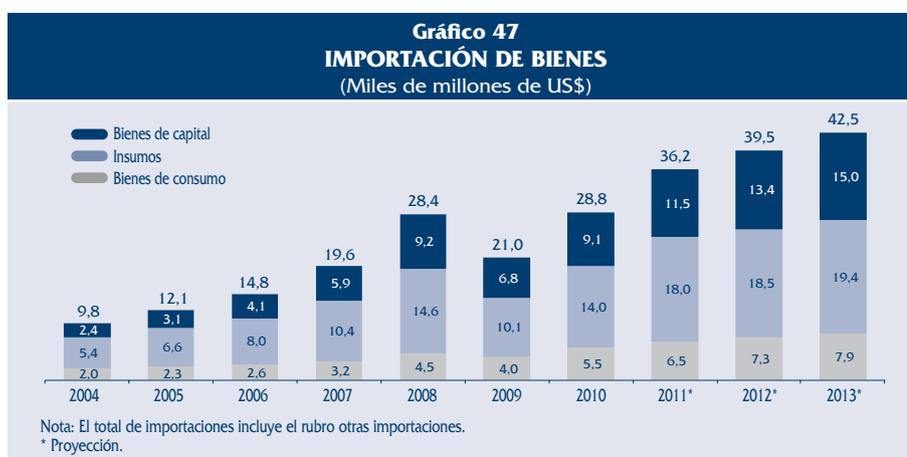


34. Entre 2003 y 2010 el volumen de las **exportaciones no tradicionales** se ha duplicado, siendo Estados Unidos el principal país de destino. En el horizonte de proyección se espera que el volumen de las exportaciones no tradicionales crezca a una tasa promedio de 10 por ciento, como resultado del mayor acceso a mercados internacionales a través de nuevos acuerdos comerciales y de la recuperación de la economía mundial.



35. El valor de las **importaciones** crecería 26 por ciento en 2011, alcanzando los US\$ 36,2 mil millones, mayor a lo esperado en el Reporte de marzo, alza que provendría de un mayor efecto precio y volumen. El precio promedio del petróleo WTI para 2011 se ha revisado de un nivel de US\$ 97 a US\$ 99 por barril entre los Reportes de marzo y junio.

Se espera que en el horizonte de proyección el volumen de las importaciones mantenga altas tasas de crecimiento (8,2 por ciento en 2012 y 2013) consistentes con la evolución de la demanda interna.



Cuenta financiera

36. En el primer trimestre 2011, la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 2 884 millones. En cuanto a los pasivos sobresalieron los desembolsos de préstamos por US\$ 1 052 millones; el flujo de inversión extranjera directa por US\$ 1 712 millones y la adquisición de títulos emitidos en el mercado local por no residentes (US\$ 48 millones). En cuanto a los activos destacó la reducción de títulos del exterior por parte de inversionistas institucionales (US\$ 179 millones).
37. La cuenta financiera privada registraría flujos de capitales positivos de US\$ 8 769 millones y US\$ 8 103 millones, en los años 2011 y 2012, respectivamente. Tal como en el Reporte de marzo, para 2011 y 2012 se contempla flujos de la cuenta financiera del sector privado menores al registrado en 2010. En este escenario, se prevé una menor adquisición de títulos emitidos en el mercado interno por parte de no residentes y menores desembolsos de largo plazo para financiar proyectos de inversión, en un contexto en que parte de estos proyectos serían financiados por inversionistas institucionales.
38. Se registraría un financiamiento externo de largo plazo (inversión extranjera directa neta más desembolsos) por US\$ 11,8 mil millones y US\$ 11,9 mil millones en 2011 y 2012, respectivamente, montos superiores a los previstos en el Reporte de marzo.





Cuadro 19
FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
1. Activos	619	-1 041	151	-1 541	-1 640	-1 402	-2 064	-2 695
Inversión directa en el extranjero	-63	-215	34	0	34	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior 1/	682	-826	118	-1 541	-1 673	-1 402	-2 064	-2 695
2. Pasivos	1 827	14 365	2 732	9 761	10 408	9 332	10 167	10 958
Inversión directa extranjera en el país	1 944	7 328	1 712	8 169	8 512	8 500	8 950	9 512
Inversión extranjera de cartera en el país	97	3 284	48	30	48	183	124	300
Préstamos de largo plazo	-213	3 752	973	1 562	1 849	649	1 093	1 146
Desembolsos	222	4 940	1 052	3 000	3 211	2 500	2 900	2 959
Amortización	-436	-1 187	-79	-1 438	-1 362	-1 851	-1 807	-1 813
3. Total	2 446	13 324	2 884	8 220	8 769	7 930	8 103	8 263

* Proyección.
1/ Incluye principalmente acciones y otros activos sobre el exterior del sector financiero y no financiero. El signo negativo indica aumento de activos.

39. El flujo neto de **capitales a corto plazo** durante el primer trimestre de 2011 fue negativo en US\$ 297 millones. Ello estuvo relacionado con el aumento de activos en el exterior de las empresas del sector no financiero por US\$ 425 millones destacando el incremento de los depósitos en el exterior de las empresas mineras. Cabe indicar que los bancos aumentaron tanto sus activos como sus pasivos en el exterior en US\$ 652 millones y US\$ 669 millones, respectivamente. Para el resto del año 2011 y los años 2012 y 2013 no se prevén mayores flujos netos de capitales.

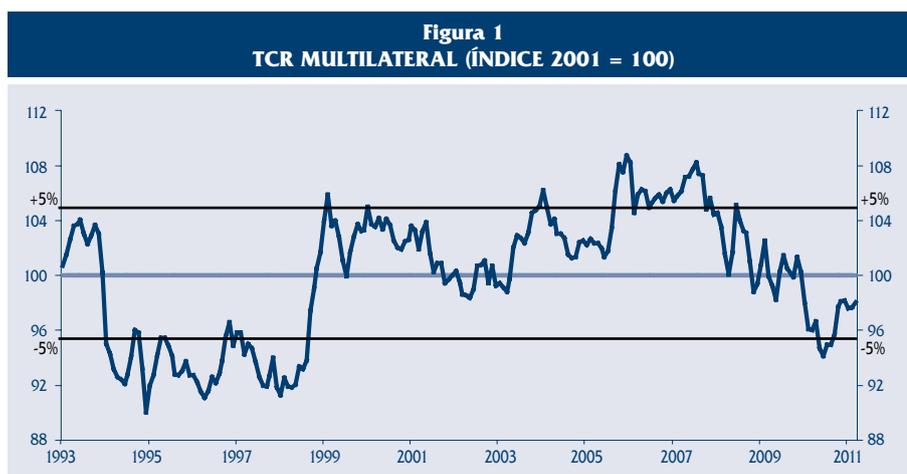
40. Al 31 de mayo de 2011 las **RIN** del BCRP ascendieron a US\$ 46 307 millones, nivel que garantiza la solidez de la economía peruana ante posibles choques reales y

financieros. Dicho nivel representa el 28,5 por ciento del PBI, respalda el 91,1 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 4,6 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo.

**RECUADRO 4
EL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL Y SUS FUNDAMENTOS**

El tipo de cambio real (TCR) indica el número de bienes domésticos que se pueden intercambiar por bienes extranjeros (expresados en una moneda común). En otras palabras el TCR es un precio relativo. El BCRP construye el TCR multilateral como el costo de una canasta de consumo de los socios comerciales expresada en nuevos soles en términos del costo de una canasta de bienes similares en el Perú⁷. Bajo esta definición, incrementos en el TCR se interpretan como un indicio de que la economía doméstica transa productos más baratos que sus socios comerciales e implica una depreciación real del Nuevo Sol. Por este motivo es importante estudiar la dinámica del TCR en tanto que desviaciones importantes con respecto a sus niveles históricos podrían comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos.

La Figura 1 muestra que el TCR multilateral ha estado alrededor de +/- 5 por ciento con relación a su nivel promedio de 18 años (marzo de 1993 – marzo de 2011). Así, para este periodo este indicador presenta coeficiente de variabilidad de 4,7 por ciento. Para un periodo más reciente (marzo de 2001 – marzo de 2011), esta variabilidad se reduce a 3,3 por ciento. Dados los niveles bajos de inflación (2,3 por ciento para la última década), y la baja volatilidad del índice de TCR multilateral, se debería esperar un tipo de cambio nominal relativamente estable.



7 La metodología se detalla en Memoria del BCRP del año 2006. Los datos del TCR y de sus fundamentos se elaboran sobre la base de datos de los cuadros de la Nota Semanal del BCRP.





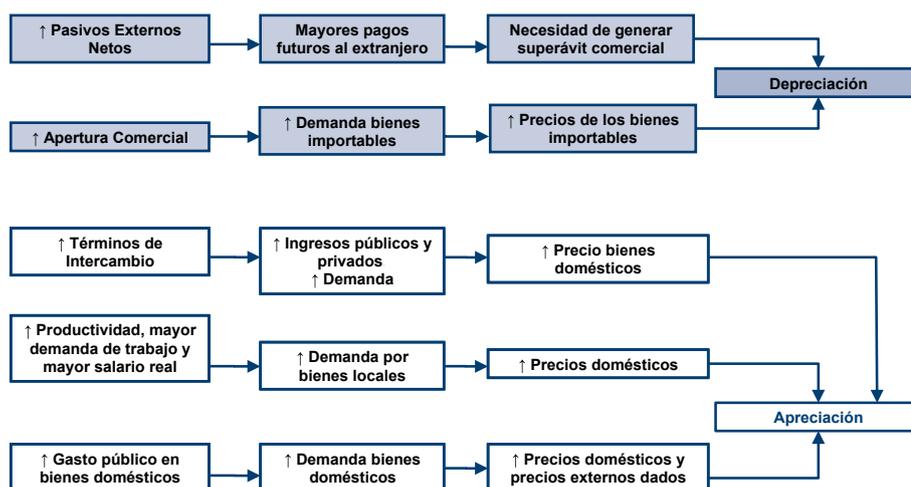
Debido a este rol preponderante es válido indagar cuáles serían los principales determinantes del TCR (ver Figura 2). Para este propósito, a continuación se describe cómo estos fundamentos afectan al TCR en dos episodios recientes de estrés en los mercados internacionales. En primer lugar, el periodo posterior a la crisis rusa (1998.II-2001.I), donde el TCR se deprecia 10,8 por ciento en términos acumulados. En segundo lugar, el periodo ulterior a la crisis *subprime* (2007.IV-2011.I), en el que el TCR se aprecia 9,6 por ciento. Se observa que en ambos episodios tanto la contribución de los determinantes reales como la respuesta del TCR multilateral son notoriamente opuestas⁸.

La literatura destaca los siguientes fundamentos:

- **Pasivos Externos Netos:** Un mayor volumen de pasivos externos netos refleja típicamente el resultado del ingreso de capitales externos que buscan invertir en la economía doméstica, lo cual implicará mayores pagos hacia el extranjero en el futuro. Así, para no comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos, los países con flujos elevados de pasivos externos precisan generar un superávit comercial, lo que requiere de una depreciación real.
- **Términos de Intercambio:** En una economía primario exportadora, un incremento en los términos de intercambio se traduce en mayores ingresos, tanto privados como públicos, que tienden a aumentar la demanda de todos los bienes. Ello presiona al alza el precio de los productos domésticos y, dados los precios de los bienes externos, se produce una apreciación real.
- **Apertura Comercial:** Un incremento de la apertura comercial, por ejemplo debido a una reducción en los aranceles, genera un incremento en la demanda por bienes importables y por ende, una presión al alza sobre su precio. Dado que los precios de estos bienes se determinan en los mercados externos, se produciría una depreciación real.
- **Productividad:** Un incremento en la productividad doméstica en relación a la de los socios comerciales conduciría a una mayor demanda de trabajo y por ende a mayores salarios reales retribuidos por la producción local. Los mayores salarios conducirían a una mayor demanda de bienes locales que, sujeto a los crecientes costos laborales, aumentaría los precios domésticos. Como resultado se daría una apreciación real.
- **Gasto Público:** Las compras del sector público típicamente se encuentran orientadas a bienes producidos dentro del país. Así, una expansión fiscal generaría presiones de demanda por estos bienes, aumentaría su precio y tendería a apreciar la moneda.

8 Para ver detalles de la metodología empleada ver Rodríguez y Winkelried (2011), ¿Qué explica la evolución del tipo de cambio real de equilibrio en el Perú?, Revista Moneda, No 147, pp. 9-14.

Figura 2
MECANISMO DE TRANSMISIÓN DEL EFECTO DE LOS FUNDAMENTOS EN EL TCR MULTILATERAL

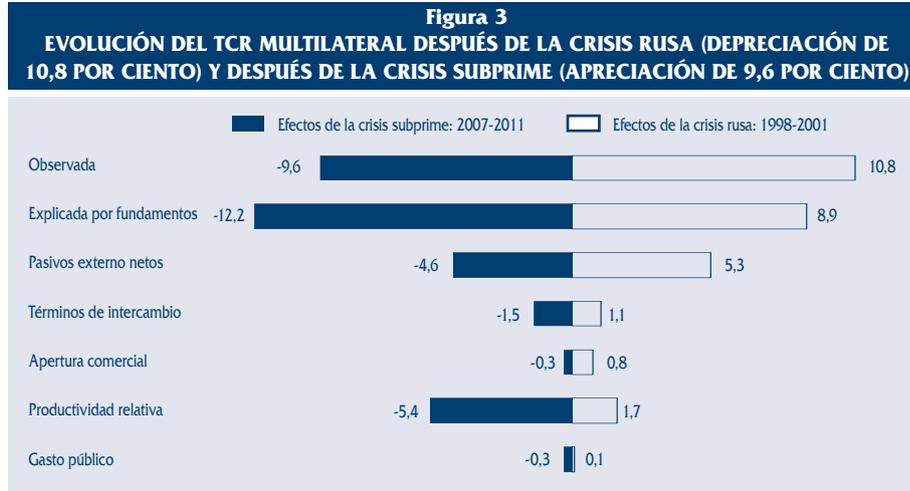


El lado derecho de la Figura 3 muestra la contribución de los fundamentos a la depreciación real acumulada del TCR de 10,8 por ciento luego de la Crisis Rusa de 1998. Se aprecia que 8,9 por ciento de esta depreciación se debe a cambios en los fundamentos. Destacan el incremento de los pasivos externos netos y en menor medida la evolución de la productividad del Perú relativa a sus socios comerciales y la dinámica de los términos de intercambio. En este periodo, el incremento de los pasivos externos netos se debe a la marcada salida de capitales externos como producto del pánico entonces vigente en los mercados internacionales. Asimismo, la desaceleración de la economía mundial contribuyó a una reducción de los términos de intercambio, generando así un efecto ingreso negativo en el Perú y presionando al alza al TCR.

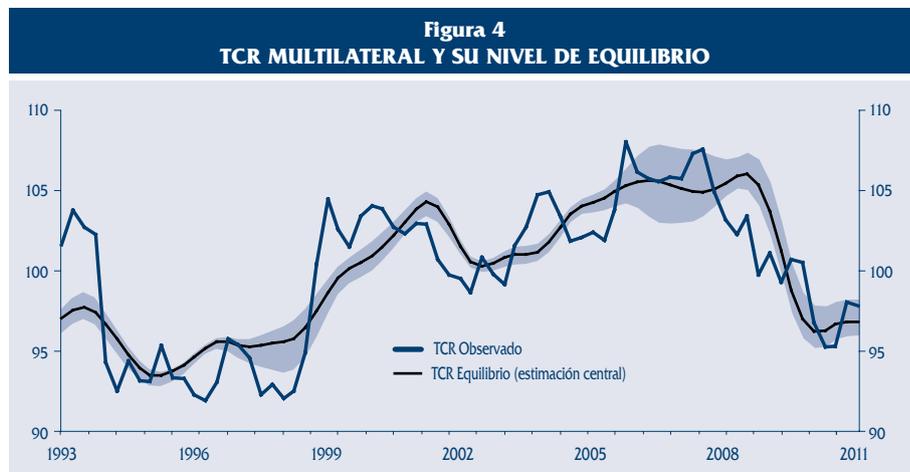
Finalmente, la economía doméstica entra en una recesión, más pronunciada que la experimentada por nuestros socios comerciales, por lo que se verifica un retroceso en términos de productividad que contribuye con una depreciación real aún mayor.

Por su parte, el lado izquierdo de la Figura 3 muestra la contribución de los fundamentos a la apreciación real acumulada del TCR de 9,6 por ciento luego de la Crisis *subprime* de 2007. De forma similar, un alto porcentaje de esta evolución (12,2 por ciento) puede explicarse por la dinámica de las variables fundamentales. Destacan los efectos apreciatorios de las ganancias de productividad del Perú registradas recientemente, aunque también son significativas la contribución de las reducciones en los pasivos externos netos y en la apertura comercial.





Así, ambos episodios ilustran la mayor importancia de los pasivos externos netos, la productividad, los términos de intercambio y la apertura comercial en la determinación del TCR. Además, no se observan grandes diferencias entre la variación observada del TCR y la explicada por los fundamentos. Ello es coherente con intervenciones cambiarias orientadas a reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio nominal para evitar efectos de hoja de balance e impactos negativos sobre la productividad y los flujos de comercio.



IV. Finanzas Públicas

41. Con el objetivo de generar el espacio fiscal necesario para enfrentar eventuales contingencias macroeconómicas adversas, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) se ha propuesto tener un superávit fiscal el cual estimamos que podría llegar a 0,2 por ciento del producto para el año 2011, (en el Reporte de Inflación de marzo se proyectó un déficit de 0,3 por ciento del PBI). Esta mejora está asociada a la revisión de la proyección de ingresos corrientes del gobierno general, los mismos que a pesar de los cambios tributarios aprobados en el primer semestre, que supusieron una reducción de tasas impositivas en el caso del IGV, ITF y del ISC, han mostrado una dinámica de crecimiento importante, en particular en el Impuesto a la Renta. Por el lado del gasto no financiero del gobierno general se asume el nivel del Marco Macroeconómico Multianual (MMM) de mayo 2011, nivel que se encuentra por encima del planteado en el MMM revisado de agosto de 2010.
42. Para los próximos años se asume una posición fiscal contracíclica y prudente orientada a reducir la vulnerabilidad del fisco frente a choques adversos generando ahorros que deberían usarse de manera prudente sin afectar la sostenibilidad fiscal. Por el lado del gasto no financiero, para los siguientes años, se considera un crecimiento de 4 por ciento para el gasto corriente y uno de 6 por ciento para la formación bruta de capital. Asimismo, la proyección asume para los años 2012 y 2013 la estructura tributaria considerada en el MMM de mayo 2011.

La proyección del resultado económico para los años 2012 y 2013 es de un superávit de 0,4 y 0,8 por ciento del PBI, los que son menores a los del MMM (1,0 y 1,6 por ciento del PBI, respectivamente) por considerarse una evolución del gasto no financiero más aproximada a la del PBI real.

43. En el primer trimestre de 2011 el Sector Público No Financiero (SPNF) registró un **superávit económico** de 5,6 por ciento del PBI, mayor en 2,6 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2010. Este aumento está relacionado al incremento de los ingresos corrientes del gobierno general, 14,0 por ciento, así como también a los gastos no financieros que cayeron 0,2 por ciento en términos reales, especialmente los gastos de capital que se redujeron 17,7 por ciento.





Cuadro 20
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	20,9	19,8	21,6	19,5	20,3	19,3	20,2	20,2
<i>Variación % real</i>	18,0	18,4	14,0	5,5	9,4	4,8	5,4	6,8
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	16,1	19,2	14,5	18,6	18,9	18,2	18,7	18,4
<i>Variación % real</i>	9,2	10,7	-0,2	3,5	5,5	2,9	4,6	4,7
Del cual:								
a. Corriente	12,7	13,2	12,1	12,4	13,3	12,2	13,1	12,8
<i>Variación % real</i>	5,4	6,9	5,8	0,7	8,3	3,6	4,0	4,0
b. Formación bruta de capital 3/	2,9	5,5	2,2	5,9	5,3	5,7	5,3	5,3
<i>Variación % real</i>	16,4	20,8	-17,7	13,0	2,3	2,0	6,0	6,0
3. Otros	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	4,7	0,7	7,2	0,9	1,5	1,2	1,5	1,9
5. Intereses	1,7	1,2	1,6	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
6. Resultado económico	3,0	-0,5	5,6	-0,3	0,2	0,0	0,4	0,8

Nota:

1. Ingresos corrientes del gobierno general (Mil. de Mill. S./) 21,0 86,1 24,5 93,2 97,1 100,0 105,4 114,8

2. Gastos no financieros del gobierno general (Mil. de Mill. S./) 16,2 83,5 16,5 89,0 90,8 93,9 97,9 104,5

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/ Incluye el pago efectuado por las compensaciones al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

3/ 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.

Evolución de los ingresos fiscales

44. En el primer trimestre de 2011 los **ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 21,6 por ciento del producto lo que representó un crecimiento de 14 por ciento en términos reales, explicado en gran medida por el crecimiento de la regularización del impuesto a la renta (74 por ciento en términos reales). Sigue siendo importante el aumento de la recaudación del impuesto a la renta del sector minero que representa aproximadamente la tercera parte de la recaudación del impuesto a la renta de tercera categoría y que registró un incremento de 44 por ciento en el periodo enero-abril. Por el lado de los ingresos no tributarios destacó el crecimiento del canon petrolero y regalías petroleras y mineras (en conjunto 38 por ciento, en términos reales) explicado por los elevados precios internacionales del crudo y de los principales minerales de exportación.



45. Los **ingresos corrientes del gobierno general** en el año 2011 (20,3 por ciento del PBI) serían mayores a los proyectados en el Reporte de Inflación de marzo (19,5 por ciento del PBI) debido básicamente al crecimiento en el impuesto a la renta, compensando de esta forma la menor recaudación producto de las medidas tributarias dictadas en los últimos meses referidas principalmente a la reducción de tasas del IGV, del ITF y de los aranceles. Al crecimiento de los ingresos tributarios se suma el aumento de 10 por ciento de los ingresos no tributarios dados los mayores ingresos por canon y regalías petroleras. En consecuencia, para 2011, se estima un crecimiento de los ingresos del gobierno general de 9,4 por ciento, porcentaje mayor al considerado en el Reporte de marzo (5,5 por ciento).

Cuadro 21
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(En porcentaje del PBI)

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,9	15,2	16,7	14,8	15,4	14,6	15,3	15,3
Impuesto a la renta	6,8	5,9	7,6	6,0	6,6	6,0	6,6	6,6
Impuesto General a las Ventas	8,4	8,2	8,5	8,0	8,2	8,1	8,2	8,2
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las importaciones	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,2	1,4	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
Devoluciones de impuestos	-1,9	-1,8	-1,9	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
NO TRIBUTARIOS	3,3	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,1	3,2
CONTRIBUCIONES	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
TOTAL	20,9	19,8	21,6	19,5	20,3	19,3	20,2	20,2

* Proyección.

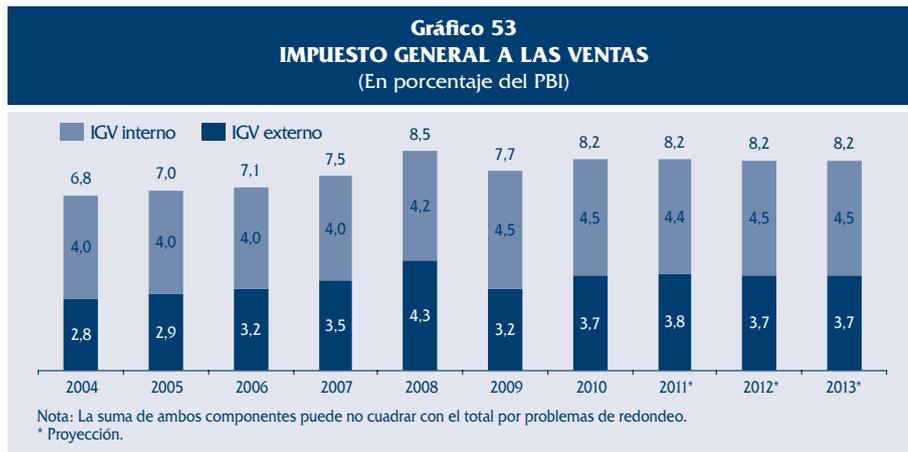




46. El **Impuesto a la Renta** recaudaría 6,6 puntos porcentuales del PBI en 2011, mostrando un importante crecimiento respecto al año 2010, producto del dinamismo de la actividad económica y del mantenimiento de altos niveles de precios de minerales de exportación. Cabe indicar que, de acuerdo a la normatividad vigente, en abril se han elevado los coeficientes que se utilizan para la determinación del pago a cuenta, el cual resulta de dividir el impuesto del ejercicio 2010 entre el total de los ingresos netos del mismo ejercicio.



47. El **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, ascendería a 8,2 por ciento del producto, nivel similar al registrado en el año 2010. Desde inicios de año se implementó un conjunto de medidas administrativas dirigidas a continuar reduciendo la evasión tributaria y ampliar la base tributaria. Por ello se incorporaron al sistema de detracciones a bienes como el oro, p  prika y los espárragos, así como también a los contratos de construcción, lo cual ha venido mostrando resultados positivos en la recaudación en estos meses.



48. El impuesto a las importaciones cerraría el año 2011 en 0,3 por ciento del producto. Esta proyección toma en cuenta la reducción de los aranceles a un conjunto de 797 subpartidas arancelarias que se produjo en abril (D.S. 055-2011-EF del 10 de abril de 2011) lo que determinó que el arancel nominal promedio se reduzca de 3,4 a 3,2 por ciento. Esta reducción se suma a la registrada a fines del año pasado para otro grupo de 340 subpartidas arancelarias y que llevó a una reducción del arancel nominal de 5,0 a 3,4 por ciento.





49. Adicionalmente, los ingresos de 2011 se verían favorecidos por el crecimiento de los ingresos no tributarios reflejando las mayores regalías petroleras y mineras, así como por el ingreso adicional remanente de utilidades de empresas a los gobiernos regionales. Cabe indicar que los trabajadores de las empresas participan en las utilidades de las mismas en un porcentaje de la renta anual antes de impuestos. Cuando existe un remanente entre el porcentaje y el límite en la participación de las utilidades por trabajador, éste se destina al Fondo Nacional de Capacitación Laboral y de Promoción del Empleo (FONDOEMPLEO) hasta un límite de 2 200 UIT. El exceso, si lo hubiere, se transfiere a los gobiernos regionales para financiar exclusivamente obras de infraestructura vial.
50. Para el año **2012** se estima un crecimiento en los ingresos corrientes del gobierno general de 5,4 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 20,2 por ciento, algo menor al del año 2011 (20,3 por ciento). Ello se explica principalmente porque las medidas tributarias que se han dictado recientemente impactarían plenamente en la recaudación del año 2012, a diferencia del año 2011, que afectan sólo a partir de ciertos meses. En **2013** los ingresos se mantendrían en el ratio de 20,2 por ciento del producto. Cabe indicar que en los próximos años se va a ir produciendo el vencimiento de los contratos de estabilidad tributaria que se firmaron en la década de los noventa lo que significaría que algunas empresas mineras empiecen a hacer pagos por regalías, recursos que finalmente se destinarían a los gobiernos locales (80 por ciento), gobiernos regionales (15 por ciento) y universidades públicas (5 por ciento).

Evolución del gasto público

51. En el primer trimestre de 2011 el **gasto no financiero del gobierno general** representó el 14,5 por ciento del producto. El crecimiento del gasto corriente no financiero fue de 5,8 por ciento. Alrededor de la mitad de este crecimiento se explica por el pago que se efectuó (S/. 600 millones) en obligaciones con el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC). En lo que corresponde a los gastos de capital (caída de 17,7 por ciento), los gobiernos subnacionales disminuyeron significativamente sus inversiones: los gobiernos locales en 60 por ciento y los gobiernos regionales en 7 por ciento. Esta evolución está vinculada al ciclo electoral dado que las nuevas autoridades municipales y regionales deben tomar adecuado conocimiento de los procesos de gestión del gasto público.
52. Esta dinámica del gasto público se mantendría en el segundo trimestre, lo cual se explicaría por la aprobación del Decreto de Urgencia 012-2011 (31 de marzo de 2011) que se promulgó con el objetivo de asegurar el cumplimiento de la regla fiscal dispuesta especialmente para este año en la Ley de Equilibrio Financiero que establecía la generación, durante el primer semestre de este año, de un superávit de 2 por ciento del PBI anual. Para ello se estableció una serie de límites al gasto

en la programación de compromisos anuales (PCA) y se suspendió la aprobación de nuevos créditos suplementarios con la fuente de recursos ordinarios, entre otras medidas. El Decreto de Urgencia 012-2011 fue derogado el 10 de junio y se proyecta que el gasto del gobierno general en el año 2011 será el contemplado en el MMM de mayo 2011.



53. El crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general consistente con el nivel antes mencionado sería de 5,5 por ciento para el año 2011. La proyección de gasto para este año incluye la reciente bonificación extraordinaria otorgada desde mayo a favor del personal activo de las Fuerzas Armadas y de la Policía Nacional del Perú. Dicha bonificación es equivalente al 20 por ciento de la remuneración pensionable. Asimismo, en lo que va de este año, se han pagado S/. 1 264 millones por el FEPC (S/. 600 millones en marzo y S/. 664 millones en mayo), obligaciones que se han atendido con transferencias del Tesoro Público.

Cabe indicar que, siendo 2011 un año de elecciones generales se aplican reglas fiscales específicas para este año. Así, el gasto no financiero del gobierno general durante los primeros siete meses del año no excederá el 60 por ciento del gasto no financiero presupuestado para el año y el déficit fiscal del primer semestre no excederá el 50 por ciento del déficit anual.

54. La colocación de bonos soberanos para financiar los proyectos de inversión pública de los gobiernos regionales ha quedado suspendida (D.U. 021-2011 del 14 de mayo de 2011), en tanto las condiciones del mercado sean compatibles con los lineamientos del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda. Sin embargo, para no afectar la continuidad de la ejecución de los proyectos de inversión regionales se ha autorizado al Tesoro Público apoyar transitoriamente hasta por la suma de S/. 888 millones, recursos que serán devueltos con las emisiones futuras de bonos soberanos para gobiernos regionales.





55. Se han aprobado también algunas medidas extraordinarias para fortalecer el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). Se ha considerado, de manera extraordinaria, un aporte del Tesoro Público de S/. 2 000 millones, así como la transferencia del 50 por ciento de los saldos de balance del año fiscal 2010 de la fuente de financiamiento Recursos Directamente Recaudados de los pliegos adscritos al Poder Ejecutivo y los recursos de los fondos públicos que se extingan como consecuencia de la racionalización dispuesta por la Ley de Equilibrio Financiero de 2011. Con estos aportes, más lo correspondiente a la transferencia usual por recursos ordinarios, el saldo del FEF ascendería a fines de junio a US\$ 5,6 miles de millones, lo que equivale aproximadamente a 3,3 por ciento del PBI.

Teniendo en cuenta que el impacto de la reciente crisis financiera internacional fue de 4 por ciento del PBI, aún se requiere acumular mayores depósitos en el FEF que sirvan para aplicar una política fiscal contracíclica cuando se requiera enfrentar un nuevo choque negativo.

56. En los años **2012** y **2013** el gasto público no financiero aumentaría 4,6 y 4,7 por ciento, respectivamente. Un aspecto a tener en cuenta es el que se refiere al gasto de mantenimiento en infraestructura, el mismo que en los próximos años debería asegurarse para permitir la continuidad en el tiempo de la importante inversión pública que se ha ejecutado en los últimos años y que ha llegado a representar casi el 6 por ciento del PBI en 2011.

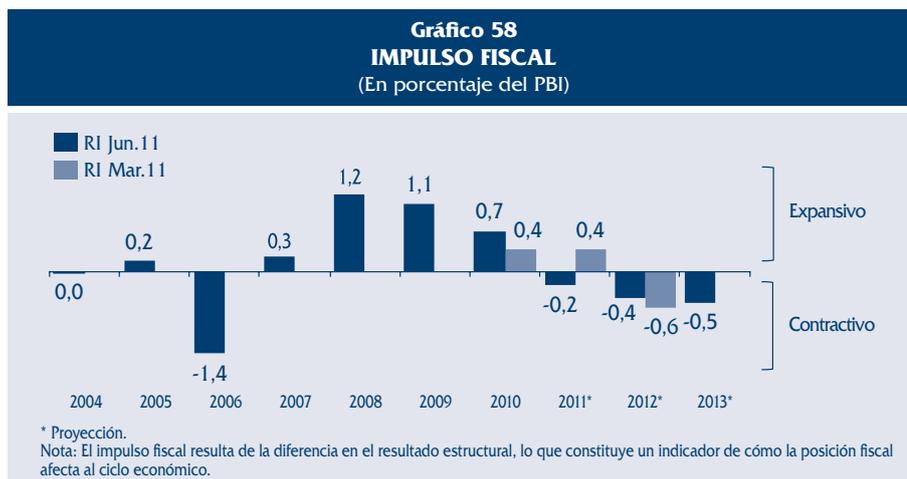
Las proyecciones de gasto público son consistentes con las reglas fiscales anuales sobre déficit y crecimiento del gasto contenidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF), las misma que han quedado plenamente restablecidas a partir de 2011 después de las excepciones en los años 2009 y 2010. Así, el déficit no puede ser mayor al 1 por ciento del PBI y el incremento del gasto de consumo del gobierno central no puede ser mayor al 4 por ciento en términos reales, incluyendo dentro del gasto de consumo el gasto en remuneraciones, pensiones y bienes y servicios.

Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

57. El **resultado económico estructural**, indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal porque deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación, fue negativo en 2,0 por ciento del PBI en 2010.

Para el año 2011 se proyecta un déficit estructural de 1,8 por ciento del PBI. Para 2012 se prevé una mejora en este resultado que lo llevaría a 1,3 por ciento del PBI, lo que sería consistente con la moderación de la expansión del gasto público previsto en el último Reporte.

58. El **impulso fiscal**, que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna, fue de 0,7 por ciento del PBI en 2010, lo que indica que la política fiscal se mostró expansiva durante el año pasado. En 2011 y 2012 el impulso fiscal sería contractivo en 0,2 y 0,4 por ciento del producto, respectivamente.



Requerimiento financiero

59. En el año 2011 el **requerimiento de financiamiento del sector público** ascendería a US\$ 1 014 millones, monto consistente con el resultado económico del año (superávit de 0,2 por ciento del PBI) y la proyección de amortización de deuda. Para el año 2012 se proyecta un requerimiento de financiamiento de US\$ 1 086 millones, en tanto que para 2013 se estima un requerimiento negativo de US\$ 308 millones, monto que se explica básicamente por la generación de resultados positivos del fisco en los siguientes años.





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

	2010		2011*			2012*		2013*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Mar.11	RI Jun.11	RI Jun.11
I. Usos	-681	2 310	-2 036	1 873	1 014	1 667	1 086	-308
1. Amortización	390	1 496	253	1 329	1 422	1 762	1 742	1 382
a. Externa	157	952	141	788	880	1 191	1 182	956
b. Interna	234	543	112	541	543	571	560	426
Del cual: Bonos de Reconocimiento	23	263	40	253	234	287	292	170
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 071	814	-2 289	545	-408	-96	-656	-1 690
II. Fuentes	-681	2 310	-2 036	1 873	1 014	1 667	1 086	-308
1. Externas	243	1 532	301	1 119	1 168	1 065	747	860
2. Bonos 2/	221	835	43	739	404	815	0	0
3. Internas 3/	-1 146	-56	-2 380	15	-558	-214	339	-1 168
Nota:								
Saldo de deuda pública bruta								
En miles de millones de US\$	33,9	36,2	36,0	36,7	37,2	37,5	36,9	36,6
En porcentaje del PBI	25,2	23,5	22,5	21,3	21,5	19,6	19,3	17,6
Saldo de deuda neta 4/								
En miles de millones de US\$	17,0	17,9	15,8	17,7	17,7	17,2	17,1	15,2
En porcentaje del PBI	12,6	11,7	9,9	10,3	10,2	9,0	9,0	7,3

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 de administración de deuda, tanto internas como externas.

2/ Incluye bonos internos y externos.

3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

Fuente: BCRP, MEF.

60. A marzo de 2011 el adeudado total del sector público alcanzó los US\$ 35 974 millones, 22,5 por ciento del PBI. De este monto el 56 por ciento corresponde a la deuda externa y el 44 restante a la deuda interna. Durante el primer trimestre del año se efectuaron transacciones de manejo de deuda por US\$ 128 millones, las cuales han tenido como principal objetivo realizar cambios en la estructura del portafolio de la deuda pública por monedas y tasas de interés.



61. Respecto a la deuda bruta y neta se proyecta una significativa reducción hacia el año 2013. Este comportamiento obedecería tanto a una mejora en las cuentas fiscales, que permitirá un incremento en su nivel de activos, como al incremento esperado en la actividad económica. La deuda bruta pasaría de 23,5 por ciento del PBI en 2010 a 17,6 por ciento en 2013 y la deuda neta alcanzaría el 7,3 por ciento en ese mismo año.



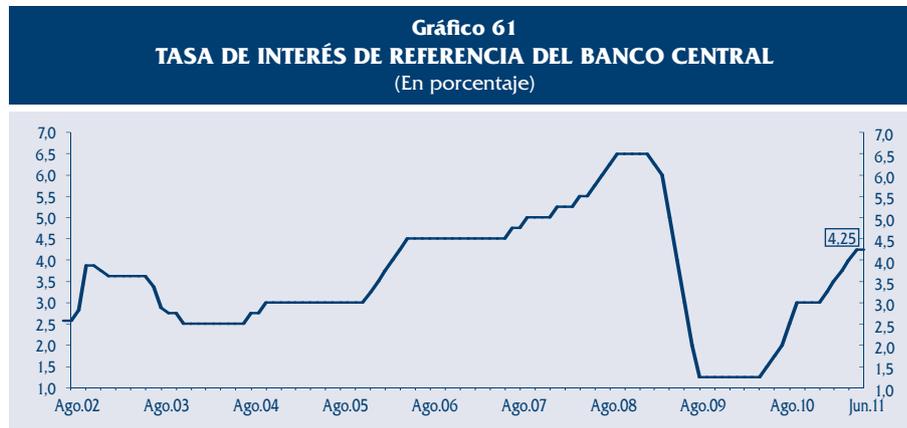


V. Política Monetaria

62. Durante los primeros cinco meses del año el Directorio del Banco Central continuó elevando cada mes la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, con lo cual ésta aumentó de 3,0 por ciento en diciembre de 2010 a 4,25 por ciento en mayo de 2011. La elevación de la tasa de referencia se dio en un contexto de aumento internacional de los precios de alimentos y combustibles y un alto dinamismo de la demanda interna, buscando prevenir que éstos se trasladen a las expectativas de inflación de los agentes económicos y por esta vía a la formación del resto de precios de la canasta.

La tasa de referencia se mantuvo en 4,25 por ciento en junio en un contexto de moderación del incremento de precios al consumidor y de algunos indicadores de actividad.

El Banco Central considera que aún existen factores de riesgo externos que pueden revertir el dinamismo de los precios y la actividad doméstica, en particular la debilidad fiscal de algunas economías europeas, la recuperación lenta de la economía de Estados Unidos y el efecto de las acciones para moderar el crecimiento de los países asiáticos.



MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA:
Marzo – Junio de 2011

Marzo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 3,50 por ciento a 3,75 por ciento.

La elevación de la tasa de referencia tiene un carácter preventivo en un entorno de aumento de precios internacionales de alimentos y energía. Esta medida busca atenuar el potencial impacto de estos factores de oferta sobre las expectativas de inflación, en un contexto de dinamismo de la demanda interna. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Abril: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 3,75 por ciento a 4,0 por ciento.

Esta medida tiene como finalidad limitar el impacto de los aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles en las expectativas de inflación, en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Mayo: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 4,0 por ciento a 4,25 por ciento.

Esta medida tiene como finalidad limitar el impacto de los aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles en las expectativas de inflación. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Junio: El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú decidió mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta medida toma en cuenta la moderación del incremento de precios al consumidor y de algunos indicadores de actividad. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

63. El aumento de la tasa de referencia fue acompañado por incrementos de 0,5 puntos porcentuales en la tasa de encaje medio en moneda nacional y en moneda extranjera en abril, con lo cual las tasas de encaje exigible medio pasaron de 12,9 y 37,4 por ciento a 13,3 y 37,6 por ciento, respectivamente, entre marzo y abril de 2011.





Cuadro 23
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE
(En porcentaje)

	Moneda Nacional			Moneda Extranjera					
	Tasa de encaje mínimo legal	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tasa de encaje para no residentes	Régimen General		Adeudado externos		Tasa de interés de referencia
					Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Corto plazo	Largo plazo	
Mar-09	6,0			35	30		0	0	6,00
Feb-10	6,0			35	30		35	0	1,25
Jul-10	7,0			40	35		40	0	2,00
Ago-10	8,0	12		50	45	0,10	50	0	2,50
Set-10	8,5	15		120	50	0,20	65	0	3,00
Oct-10	9,0	25		120	55	0,20	75	0	3,00
Nov-10	9,0	25		120	55		75	0	3,00
Dic-10	9,0	25		120	55		75	0	3,00
Ene-11 1/	9,0	25		120	55		60	0	3,25
Feb-11	9,0	25	0,25	120	55	0,25	60	0	3,50
Mar-11	9,0	25	0,25	120	55	0,25	60	0	3,75
Abr-11	9,0	25	0,50	120	55	0,50	60	0	4,00
May-11	9,0	25		120	55		60	0	4,25

1/ A partir del enero 2011 se amplió la cobertura del encaje a las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado financiero nacional.

64. Los incrementos en la tasa de referencia se trasladaron hacia incrementos en las tasas de interés del sistema financiero y del mercado de capitales. Las tasas activas a 90 días pasaron de 5,18 a 5,59 por ciento entre abril y mayo. Las tasas preferenciales en moneda extranjera aumentaron de 1,96 a 2,21 por ciento en el mismo periodo, debido al incremento en los requerimientos de encaje.

Gráfico 63
TASA PREFERENCIAL A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)



Gráfico 64
TASA PREFERENCIAL A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)



65. Por tipo de colocaciones, las tasas de interés en moneda nacional de créditos para empresas tuvieron un comportamiento mixto. Se redujeron las tasas de créditos para microempresas de 32,5 por ciento en marzo a 31,5 por ciento en mayo, para pequeñas empresas de 24,6 a 23,8 por ciento y para medianas empresas de 11,1 a 11,0 por ciento; en tanto que se incrementaron para grandes empresas de 7,5 a 8,0 por ciento y para empresas corporativas de 5,4 a 6,1 por ciento. Asimismo, en el mismo periodo, se incrementaron las tasas de créditos de consumo de 38,4 a 39,3 por ciento y de crédito hipotecario de 9,4 a 9,6 por ciento.

Cuadro 24
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

Moneda nacional ^{2/}							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Set-10	5,5	6,4	8,7	23,6	30,9	39,5	9,6
Oct-10	5,6	6,3	9,5	23,2	31,3	38,4	9,5
Nov-10	5,1	6,1	10,1	23,7	31,5	37,8	9,5
Dic-10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Ene-11	4,8	6,2	10,5	23,1	24,5	39,6	9,3
Feb-11	5,4	6,9	10,7	24,6	31,5	38,2	9,3
Mar-11	5,4	7,5	11,1	24,6	32,5	38,4	9,4
Abr-11	5,6	7,6	10,5	24,3	31,7	38,4	9,4
May-11	6,1	8,0	11,0	23,8	31,5	39,3	9,6
Moneda extranjera ^{2/}							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Set-10	4,3	5,5	9,5	15,0	15,5	21,3	8,4
Oct-10	3,8	5,5	9,3	14,7	15,5	22,0	8,3
Nov-10	3,2	5,3	9,1	14,3	15,8	20,9	8,2
Dic-10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Ene-11	3,5	5,5	8,6	14,2	14,1	21,0	8,1
Feb-11	3,5	5,3	8,8	15,6	17,0	21,4	8,2
Mar-11	3,6	5,6	9,3	16,3	16,7	20,9	8,3
Abr-11	3,1	5,5	9,0	15,8	16,3	20,5	8,4
May-11	2,7	5,3	9,4	16,1	16,1	21,2	8,5

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

2/ Las empresas reportan a la SBS información más segmentada de las tasas de interés promedio de los créditos destinados a financiar actividades productivas -corporativos, grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas y microempresas-, de acuerdo con las definiciones establecidas en la Resolución SBS 11356-2008 y normas complementarias. La información de tasas de interés de créditos corporativos, grandes, medianas y pequeñas empresas se reportan desde setiembre de 2010.

Fuente: SBS.

66. Las tasas de interés en moneda extranjera de créditos para empresas se redujeron entre 0,4 y 0,2 puntos porcentuales, con excepción de las tasas para créditos a medianas empresas, créditos de consumo y créditos hipotecarios que se incrementaron de 9,3 a 9,4, de 20,9 a 21,2 y de 8,3 a 8,5 por ciento respectivamente entre marzo y mayo de 2011.

67. Las tasas de interés pasivas en moneda nacional para depósitos hasta 30 días se incrementaron entre marzo y mayo de 3,1 a 4,0 por ciento en moneda nacional y se

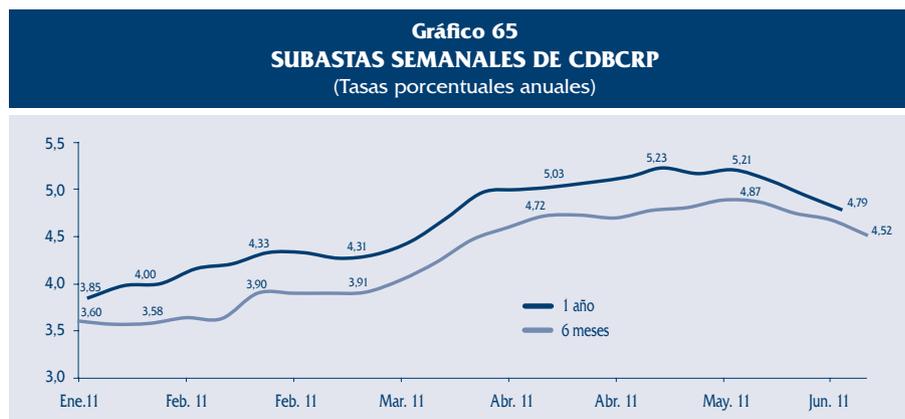




redujeron de 1,4 a 0,5 por ciento en moneda extranjera, como consecuencia de la mayor liquidez en dólares del sistema financiero.

Cuadro 25 TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES Y EN DÓLARES (En porcentajes)						
	Nuevos soles		Dólares		Diferencia (pbs) (May.11-Mar.11)	
	Mar.11	May.11	Mar.11	May.11	Nuevos soles	Dólares
1. Depósitos hasta 30 días	3,1	4,0	1,4	0,5	86	-90
2. Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,0	3,4	1,1	1,0	33	-1
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,0	4,2	1,7	1,7	23	-3
4. Activa preferencial corporativa	4,4	5,4	2,8	2,1	98	-69
5. TAMN / TAMEX	18,7	18,5	7,8	8,0	-20	17

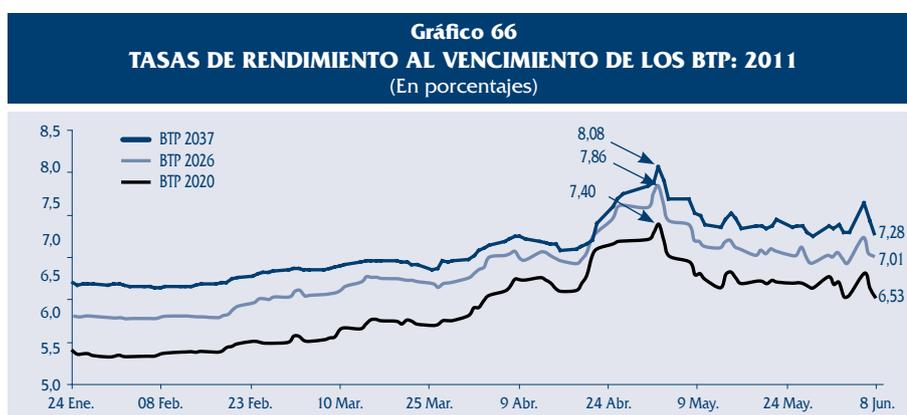
68. Desde enero de este año, el Banco Central viene colocando semanalmente Certificados de Depósitos (CDBCRP) a plazos de 6 meses y 1 año. Estas colocaciones se realizan en montos fijos de S/. 50 y S/. 30 millones semanales, respectivamente, con la finalidad de completar el conjunto de rendimientos de referencia para plazos cortos.



Los rendimientos de los CDBCRP deberían servir de referencia para construir una curva de corto plazo que permita dinamizar el mercado de *swaps* de tasas de interés, las mismas que permiten mitigar el riesgo de contar con pasivos a tasas de interés flotante. El desarrollo de este instrumento requiere de la aprobación del proyecto de Ley de Operaciones de Reporte, presentado por el Banco Central con el fin de dotarlo de su base legal y con ello definir la infraestructura tecnológica para sus transacciones.

Asimismo, los rendimientos de los CDBCRP sirven de base para la valoración de activos de renta fija en el tramo corto de la curva de rendimiento, la que a su vez contribuye a fortalecer el canal de transmisión de la tasa de interés de referencia de la política monetaria.

69. Entre marzo y abril de 2011, la curva de rendimiento de bonos soberanos, en su tramo largo, se ajustó al alza debido a la menor demanda de los bonos de más largo plazo por parte de inversionistas locales y extranjeros probablemente asociada al momento electoral; en tanto que en mayo se observó una corrección a la baja en este tramo. En junio, luego del resultado electoral, los rendimientos de los bonos de largo plazo se incrementaron aunque por debajo de los valores registrados a fines de abril, para luego disminuir en los siguientes días a niveles similares a los observados a fines de mayo.



Entre febrero y mayo de 2011, las tenencias de inversionistas no residentes de bonos soberanos disminuyeron en S/. 277 millones, lo que implicó una reducción de su participación en el saldo total de 38 a 37 por ciento.

Cuadro 26
TENENCIA DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES DE BONOS SOBERANOS (BTP)
(Millones de nuevos soles)

Fecha	BTP*	Variación	% Saldo de BTP
Dic.07	5 042		27
Dic.08	5 189	147	27
Dic.09	4 053	-1 136	19
Mar.10	3 594	-111	17
Jun.10	4 643	644	20
Jul.10	5 653	1 010	24
Ago.10	6 650	997	28
Set.10	7 535	885	32
Oct.10	8 015	87	33
Nov.10	10 640	2 625	38
Dic.10	10 663	23	38
Ene.11	10 944	281	39
Feb.11	10 809	-135	38
Mar.11	10 690	-119	38
Abr.11	10 694	4	38
May.11	10 532	-162	37

* El 18 de noviembre de 2010 se emitió en el mercado internacional bonos soberanos (Global Depository Notes) por S/. 4 196 millones (US\$ 1 500 millones).





Operaciones monetarias

70. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto en el cual los bancos mostraron mayores preferencias por instrumentos de corto plazo debido a expectativas de incrementos en la tasa de interés de referencia.

Entre marzo y mayo de 2011, como parte de la estrategia de inyección de liquidez, el Banco Central permitió un vencimiento neto de sus instrumentos de esterilización por S/. 8 856 millones, principalmente de Depósitos a Plazo (S/. 10 653 millones), relativamente compensado por la colocación de Certificados de Depósito del BCRP por S/. 1 160 millones y la acumulación de depósitos del sector público en el BCRP por S/. 6 788 millones. En el mismo periodo, el sector público retiró en neto del Banco Central S/. 1 534 millones, que incluye los retiros de depósitos del BCRP por S/. 8 322 millones para la compra de moneda extranjera del BCRP por US\$ 3 014 millones para aumentar el saldo del Fondo de Estabilización Fiscal.

De esta manera, tal como se muestra en el siguiente cuadro, los depósitos del sector público se elevaron de representar el 34,8 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en marzo a 37,8 por ciento en mayo, mientras que los instrumentos del Banco Central se redujeron de 19,1 a 14,2 por ciento, y los depósitos de encaje pasaron del 24,4 al 25,9 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 27
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

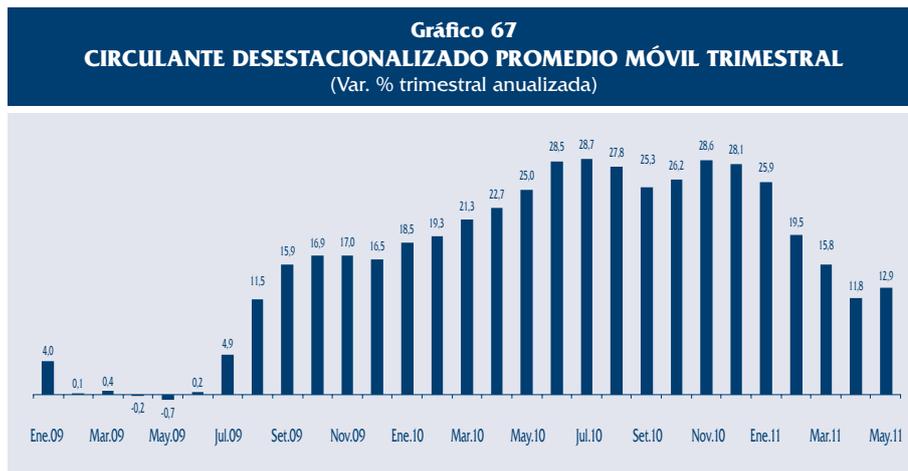
Activos netos	31.Mar.11	31.May.11
I. Reservas Internacionales Netas	100	100
	(US\$ 46 127 mills.)	(US\$ 46 307 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	34,8	37,8
En moneda nacional	25,4	22,6
En moneda extranjera	9,4	5,5
III. Depósitos totales por encaje	24,4	25,9
En moneda nacional	5,8	6,2
En moneda extranjera 1/	18,5	7,1
IV. Instrumentos del BCRP	19,1	14,2
CD BCRP	0,8	1,3
CDV BCRP	8,4	7,7
CDR BCRP	0,2	1,4
CDLD BCRP	0,1	0,0
Depósito a Plazo	9,6	3,8
V. Circulante	17,5	18,1
VI. Otros	4,2	4,4

1/ Incluye depósitos *overnight* de las empresas bancarias en el Banco Central.

Cabe señalar que durante la segunda semana de mayo el Banco Central realizó operaciones Repo al plazo de un día, con un promedio diario de S/. 1 650 millones, a fin de proveer de liquidez en nuevos soles a aquellas entidades financieras que demandaron mayores fondos para encaje.

Para continuar promoviendo el desarrollo del mercado de capitales a través de la formación de la curva de rendimiento en el periodo se prosiguió con la colocación periódica de CD BCRP a plazos de 6 meses y un año, con subastas de S/. 50 y S/. 30 millones por vez, alcanzando en mayo un saldo de S/. 1 650 millones.

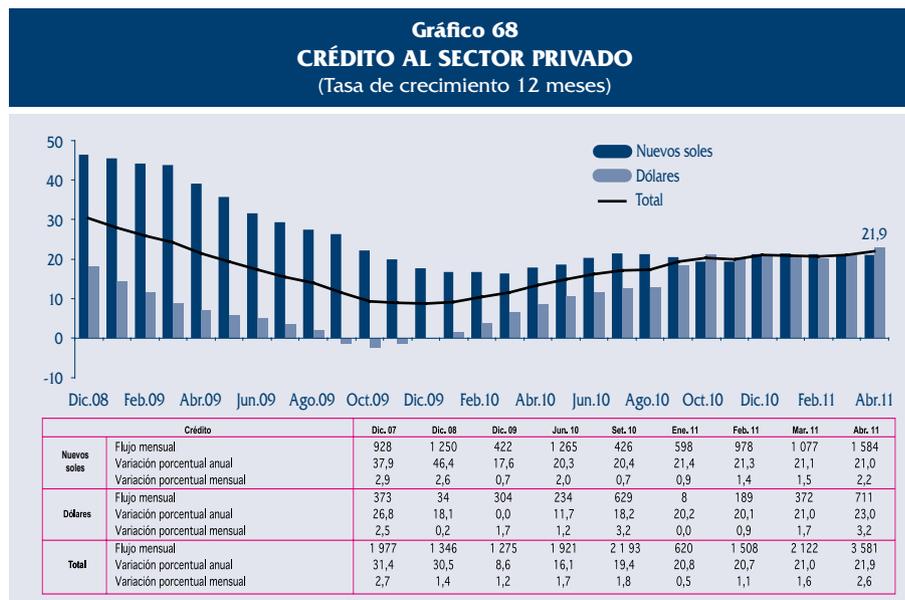
71. En mayo, el circulante promedio desestacionalizado habría tenido un crecimiento mensual de 2,0 por ciento, acumulando con ello un crecimiento de 21,0 por ciento en los últimos 12 meses. En abril, la tasa de crecimiento mensual fue de 1,3 por ciento y la tasa de crecimiento anual fue de 22,2 por ciento. Asimismo, en mayo la tasa crecimiento trimestral anualizada del circulante desestacionalizado promedio móvil trimestral fue de 12,9 por ciento, mayor a la de abril (11,8 por ciento).



Crédito

72. El **crédito al sector privado** acompañó en abril el alto dinamismo de la actividad económica registrada en el periodo, creciendo 21,9 por ciento en los últimos 12 meses. Por **tipo de monedas**, el crédito al sector privado en nuevos soles tuvo un incremento anual de 21,0 por ciento en abril, y en moneda extranjera el incremento fue de 23,0 por ciento.





73. Por tipo de institución financiera, las empresas bancarias y las financieras lideraron el crecimiento del crédito en abril (3,0 y 2,1 por ciento, respectivamente).

Cuadro 28
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, POR TIPO DE INSTITUCIÓN FINANCIERA

	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento (%)			Flujos en millones de nuevos soles		
	Abr.10	Mar.11	Abr.11	Mar.11/ Mar.10	Abr.11/ Abr.10	Abr.11/ Mar.11	Mar.11/ Mar.10	Mar.11/ Feb.11	Abr.11/ Mar.11
Empresas bancarias*	95 503	112 507	115 845	20,1	21,3	3,0	20 342	1 785	3 338
Banca estatal	3 229	3 588	3 611	13,0	11,8	0,6	381	42	23
Inst. Fin. No Bancarias	15 074	19 055	19 275	29,0	27,9	1,2	4 201	294	220
Cajas municipales	7 250	8 790	8 882	23,4	22,5	1,0	1 632	134	92
Financieras	3 811	5 414	5 529	48,2	45,1	2,1	1 719	128	115
Resto	4 014	4 851	4 864	21,5	21,2	0,3	850	32	13
TOTAL	113 807	135 151	138 731	21,0	21,9	2,6	24 924	2 122	3 581

* Incluye sucursales en el exterior.

74. A nivel sectorial destaca el dinamismo de los créditos a empresas y a personas naturales, que en abril alcanzaron tasas de crecimiento de 22,0 y 21,7 por ciento, respectivamente. Dentro de los créditos empresariales destacó el crecimiento del crédito orientado hacia actividades de comercio exterior, que alcanzó una tasa anual de 60,3 por ciento. Asimismo, se mantiene el dinamismo de los créditos hipotecarios y de consumo, con tasas anuales de crecimiento de 27,0 y 18,6 por ciento, respectivamente.

Cuadro 29
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL, POR TIPO DE COLOCACIÓN 1/

	Saldos en millones de nuevos soles			Tasas de crecimiento (%)			Flujos en millones de nuevos soles		
	Abr.10	Mar.11	Abr.11	Mar.11/ Mar.10	Abr.11/ Abr.10	Abr.11/ Mar.11	Mar.11/ Mar.10	Mar.11/ Feb.11	Abr.11/ Mar.11
	Créditos a empresas 1/	76 414	90 372	93 209	20,6	22,0	3,1	16 795	1 267
De los cuales:									
Comercio Exterior	5 620	7 977	9 009	43,7	60,3	12,9	3 389	1 127	1 032
Créditos a personas naturales	37 393	44 778	45 523	21,9	21,7	1,7	8 129	855	744
Consumo	23 505	27 510	27 880	19,0	18,6	1,3	4 375	371	370
Hipotecario	13 889	17 268	17 643	26,7	27,0	2,2	3 754	483	375
TOTAL	113 807	135 151	138 731	21,0	21,9	2,6	24 924	2 122	3 581

1/ Comprende los créditos a personas jurídicas más tenencias de bonos empresariales, incluyendo las colocaciones de las sucursales en el exterior de los bancos locales.

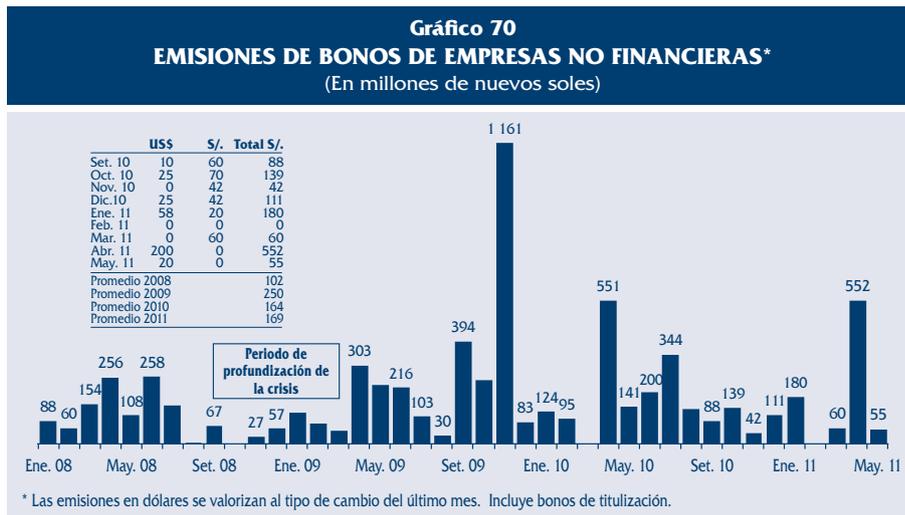
75. La evolución actual mostrada por el crédito al sector privado ha sido consistente con el patrón de crecimiento sostenible que se ha venido observando en los últimos años y que ha evolucionado en línea con el crecimiento de la economía peruana, sin mostrar, incluso en los periodos de la reciente crisis financiera, desviaciones con relación a un rango de +/- 5 por ciento de su tendencia de largo plazo.

Gráfico 69
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO 1/
(En miles de millones de nuevos soles)



76. El financiamiento fuera del sector financiero continuó vinculado a las empresas grandes de energía e infraestructura. En el segundo trimestre el promedio de emisiones de bonos de empresas no financieras aumentó significativamente respecto al trimestre anterior. Ello básicamente por la emisión de bonos en abril de la empresa Hunt Oil Company por US\$ 200 millones para financiar sus operaciones en el Perú.





Tipo de cambio

77. La incertidumbre de la coyuntura de los meses de abril y mayo llevó a un comportamiento volátil del tipo de cambio. En este periodo, la demanda de dólares provino de inversionistas no residentes y de AFP (US\$ 1 274 millones y US\$ 544 millones, respectivamente), la cual fue compensada por la oferta de inversionistas privados (US\$ 828 millones). El exceso de demanda fue cubierto por las operaciones cambiarias del BCRP (US\$ 1 019 millones). Con lo que el tipo de cambio mostró una evolución diferenciada en abril con presiones de depreciación y en mayo con presiones de apreciación, reflejándose en flujos cambiarios diferenciados.

Cuadro 30
OPERACIONES EN MONEDA EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS BANCARIAS¹
(Millones de US\$)

	I Trim.11			Abr.11 - May.11		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
1. AFP	459	581	1 041	127	417	544
2. No residentes	77	301	378	153	1 121	1 274
3. Fondos mutuos locales	-2 534	2 534	0	-118	118	0
4. Nación y empresas financieras	176	26	202	52	23	75
5. Otros	-2 756	550	-2 206	-912	84	-828
6. Total	-4 577	3 992	-585	-700	1 763	1 063
7. Var. Posición de cambio			303			-44
Compras Netas del BCRP			497			-435
Operaciones CDLD BCRP			-108			-53
Emisión de CDR BCRP			-107			-531
Total BCRP			282			-1 019

1/ Positivo indica demanda y negativo indica oferta.

En abril, el tipo de cambio se depreció 0,7 por ciento, reflejándose en una mayor demanda de dólares por parte de AFP y agentes no residentes (US\$ 668 millones y US\$ 647 millones, respectivamente) y un incremento en la posición de cambio de los bancos (US\$ 419 millones) que fue parcialmente compensado por la mayor oferta de inversionistas privados por US\$ 635 millones asociada al periodo de regularización del impuesto a la renta. El exceso de demanda de moneda extranjera en abril fue compensado por el BCRP mediante ventas de dólares por US\$ 583 millones y la colocación neta de instrumentos indexados al tipo de cambio (CDR) por US\$ 584 millones.

En mayo el tipo de cambio se apreció 2,0 por ciento, por una mayor oferta de AFP (US\$ 124 millones) y de empresas privadas (US\$ 194 millones), principalmente mineras, así como por la reducción en la posición de cambio de los bancos (US\$ 464 millones). Estos movimientos fueron compensados por la mayor demanda de inversionistas no residentes (US\$ 627 millones), que se habrían mostrado cautelosos por el momento electoral. En este periodo, el BCRP compró US\$ 148 millones en el mercado *spot*, permitiendo satisfacer el exceso de oferta en el mercado cambiario.

78. La mayor expectativa de alza en el tipo de cambio se reflejó en un descenso del saldo de compras *forwards* de la banca asociado a vencimientos de contratos compra y mayores contratos ventas pactados. Así, entre fines de febrero y mayo de 2011 el saldo de compras netas *forward* se redujo de US\$ 2 522 millones a US\$ 478 millones.



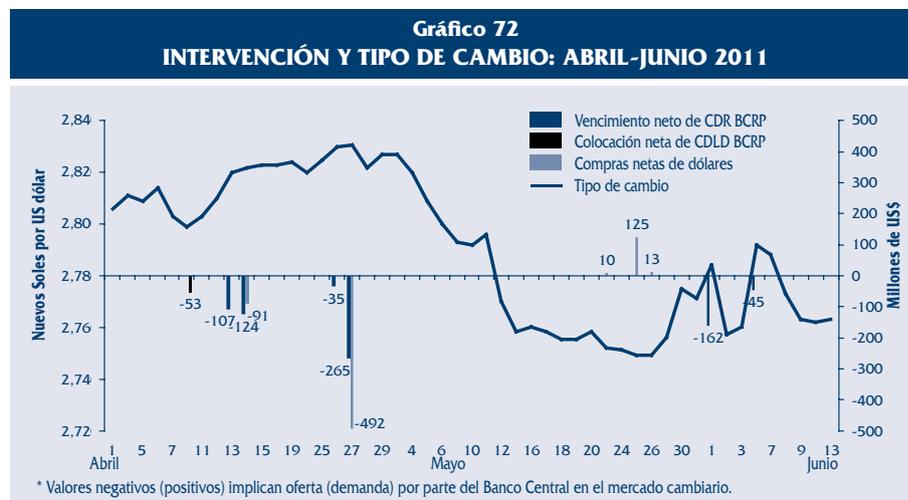
79. El BCRP intervino en el mercado cambiario con el fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio ya sea mediante operaciones de compra y venta en Mesa de Negociación o mediante la emisión y vencimiento de instrumentos indexados al tipo de cambio, como son los CDR BCRP y los CDLD BCRP (la última colocación de este instrumento se realizó el 7 de febrero de 2011). Los CDR son instrumentos que permiten atender mayores demandas por dólares de las entidades financieras generadas en el mercado





forward. Por lo que la colocación de estos certificados constituyen una reducción de las presiones depreciatorias. Los CDLD son instrumentos en nuevos soles, liquidables en dólares al tipo de cambio vigente en el momento de la colocación (los agentes financieros que adquieren el CDL pagan en dólares) y en el momento del vencimiento (los agentes financieros reciben el valor equivalente en dólares). El vencimiento de estos Certificados constituye también mayor oferta de dólares por parte del BCRP.

80. Después de la primera vuelta electoral (10 de abril), se observó una excesiva volatilidad al alza en el tipo de cambio, lo cual se reflejó en una mayor demanda de dólares en el mercado cambiario que fue compensada con la venta de US\$ 583 millones en el mercado *spot* (el 14 y 27 de abril) y la colocación de US\$ 531 millones de CDR BCRP (el 13,14, 26 y 27 de abril), y vencimientos de CDLD por US\$ 53 millones.



Posteriormente, el Nuevo Sol continuó apreciándose con respecto al dólar norteamericano, retomando la tendencia observada antes del inicio del periodo pre-electoral. El resto de mayo, el mercado cambiario y el tipo de cambio no mostraron un comportamiento muy volátil, a excepción de la última semana, cuando el BCRP compró la suma de US\$ 148 millones (el 23, 25 y 26 de mayo). En lo que va de junio, el Banco Central ha emitido CDR BCRP por US\$ 207 millones para reducir la excesiva volatilidad observada en el tipo de cambio debido al resultado electoral.

81. La encuesta de expectativas del tipo de cambio para el periodo 2011-2012 en promedio arroja niveles mayores para el tipo de cambio, reflejando una mayor incertidumbre sobre esta variable por parte del sistema financiero, de empresas no financieras y de analistas económicos.

Cuadro 31
ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO
(Nuevo Soles por US\$)

	Set.10	Dic. 10	Ene. 11	Feb. 11	Mar. 11	Abr. 11
Sistema Financiero						
2011	2,79	2,75	2,75	2,75	2,75	2,80
2012	2,80	2,75	2,70	2,70	2,75	2,78
Analistas Económicos						
2011	2,78	2,75	2,75	2,75	2,74	2,80
2012	2,72	2,70	2,75	2,69	2,70	2,79
Empresas no Financieras						
2011	2,82	2,81	2,80	2,80	2,80	2,82
2012	2,90	2,87	2,82	2,80	2,80	2,85
Promedio						
2011	2,80	2,77	2,77	2,77	2,76	2,81
2012	2,81	2,77	2,76	2,73	2,75	2,81

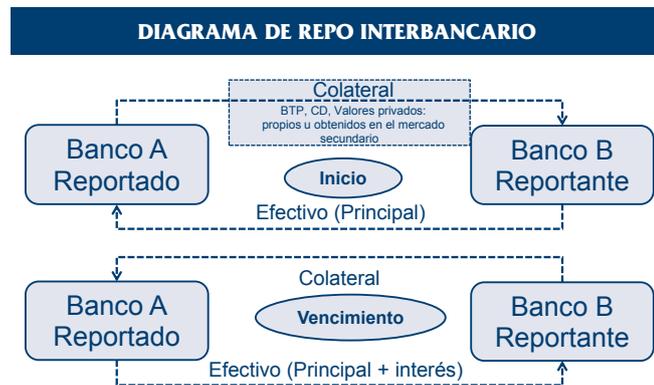
82. No obstante el contexto de mayores necesidades de moneda extranjera por las entidades financieras, que llevó al Banco Central a intervenir mediante la venta directa de dólares y vencimiento neto de CDLD, las reservas internacionales aumentaron US\$ 39 millones entre febrero y el 31 de mayo de 2011. Con ello, el saldo de las RIN alcanzó US\$ 46 307 millones al 31 de mayo de 2011 y representa el 81 por ciento del total de las obligaciones externas de corto plazo más la liquidez total.

Gráfico 73
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)



RECUADRO 5 PROYECTO DE LEY DE OPERACIONES DE REPORTE, VENTA Y COMPRA SIMULTÁNEAS Y TRANSFERENCIA DE VALORES

Una de las razones por las que el desarrollo de mercado de operaciones de reporte ha sido limitado en el Perú es por la falta de una Ley que precise la naturaleza de este tipo de operaciones. En particular, que reconozca la transferencia de propiedad de los valores involucrados y que precise el régimen contable que corresponde a este tipo de operación financiera. En el marco legal vigente las operaciones de reporte no están reconocidas expresamente ni adecuadamente protegidas por una norma de rango de Ley, por lo que existe el riesgo de re-caracterización, mediante el cual una operación de reporte podría ser interpretada como un préstamo garantizado con colaterales, y aplicar el procedimiento regular a estos “colaterales” en caso de incumplimiento del vendedor (que incluye situaciones de concurso). Este riesgo hace menos atractivo este tipo de operaciones para las instituciones financieras.



El proyecto de Ley de operaciones de reporte presentado por el BCRP al Congreso de la República precisamente busca subsanar estas carencias del marco regulatorio vigente, y por tanto constituye un elemento fundamental para potenciar el desarrollo de este mercado.

El desarrollo del mercado de operaciones de reporte ofrece una serie de beneficios para las empresas que participan en este mercado y para la estabilidad del sistema financiero. Por un lado, el desarrollo de las operaciones de reporte reduce el riesgo de contraparte en las operaciones de préstamos en el mercado de dinero, con lo que se abarata el financiamiento de corto plazo de las empresas que participan en este mercado. Asimismo, al reducirse el riesgo de contraparte, se incentiva la demanda por estas operaciones, lo que conlleva a incrementar sus volúmenes de negociación y con ello se incrementa la liquidez y profundidad del mercado de dinero.

A su vez, mercados de dinero más líquidos y profundos contribuyen a una mayor efectividad de la política monetaria, ya que permiten un mayor traspaso de los cambios de las tasas de interés de corto plazo a aquellas de mayores plazos. También, en periodos de estrés financiero, mercados de dinero colateralizados reducen la probabilidad de segmentación de mercados, situación que ocurre con mayor frecuencia en los mercados de préstamos interbancarios no colateralizados.

En la medida que el desarrollo del mercado de repos se extienda a plazos más largos, este proceso también contribuye al desarrollo de una curva de rendimiento de corto plazo, lo que a su vez favorece una mejor valorización de activos financieros y el desarrollo de otros mercados como el de *swaps* de tasas de interés, que resultan fundamentales para facilitar una mejor administración de riesgos financieros.

El proyecto de Ley también incluye a las operaciones de transferencia temporal de valores. Estas operaciones se conocen en otros mercados como operaciones de préstamos de valores o *Security Lending*. Al igual que en el caso de las Repos, el desarrollo del *security lending* genera una mayor demanda por títulos de renta fija de bajo riesgo crediticio, y por lo tanto contribuyen al desarrollo del mercado de capitales. Asimismo, en la medida que se genera un mercado para el préstamo de valores, el desarrollo de este tipo de operaciones contribuye a un manejo más eficiente de la liquidez de los participantes en el mercado monetario.





VI. Inflación

83. En lo que va del año la inflación últimos 12 meses, medida por el Índice de Precios al Consumidor, se ha elevado de 2,08 por ciento en diciembre a 3,07 por ciento en mayo. Este aumento se explica esencialmente por el impacto que ha tenido en los precios de los alimentos domésticos el incremento en las cotizaciones de productos como el trigo, el maíz y la soya en los mercados internacionales. De esta manera, la tasa de inflación subyacente de mayo tuvo un registro menor (2,80 por ciento), y del mismo modo el IPC sin alimentos y energía fue 1,80 por ciento.



84. Al igual que en el caso de los alimentos, el precio de los combustibles se ha venido elevando desde mayo del año pasado de un precio promedio de US\$ 73,6 el barril hasta uno de US\$ 109,6 el barril en abril de este año, reduciéndose en mayo a US\$ 100,7 el barril. Parte de este incremento se tradujo en ajustes en el precio de los combustibles, en particular el año pasado, y parte ha sido absorbido por el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC).

85. Considerando estos hechos, la **inflación no subyacente**, que recoge variaciones de corto plazo que escapan del control de la política monetaria, registró un crecimiento acelerado desde inicios de año, pasando de una tasa de 2,0 por ciento en diciembre de 2010 a 3,6 por ciento en mayo de 2011, impulsada principalmente por efecto del incremento de precios de los alimentos (de 1,2 a 5,8 por ciento), como la carne de pollo, el pan y el aceite. Como se indicó anteriormente, el alza del precio de estos bienes se originó por los mayores costos de los insumos importados como el maíz, el trigo, y el aceite de soya.

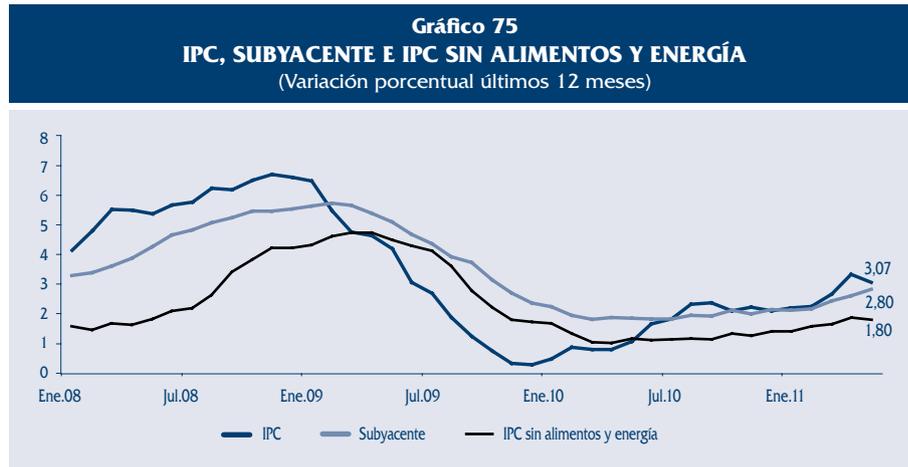
86. En cambio la **inflación subyacente**, que refleja las presiones inflacionarias asociadas a factores de demanda en la economía, pasó, en términos anuales, de 2,1 por ciento en diciembre de 2010 a 2,8 por ciento en mayo.

87. La inflación acumulada entre enero y mayo fue de 2,15 por ciento, habiendo influido principalmente el alza de precios de los alimentos no subyacentes (7,0 por ciento) y combustibles (2,4 por ciento). La inflación subyacente acumulada entre enero y mayo fue de 1,7 por ciento, destacando los incrementos en educación (2,6 por ciento) y comidas fuera del hogar (3,0 por ciento).

Cuadro 32 INFLACIÓN (Variación porcentual)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-May.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	2,15	3,07
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	1,75	2,80
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	1,39	2,14
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	2,11	3,47
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	2,90	3,57
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	6,95	5,80
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	2,42	7,64
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	-0,66	1,79
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	-0,32	-0,10
Nota:								
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	0,90	1,80

Cuadro 33 INFLACIÓN (Contribución ponderada)								
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-May.	12 meses
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	2,15	3,07
II. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	1,14	1,83
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	0,46	0,70
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	0,69	1,12
III. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	1,01	1,24
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,02	0,86
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,08	0,23
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	-0,06	0,16
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	-0,03	-0,01





88. A mayo de 2011, la inflación importada registró una variación anual de 4,7 por ciento destacando el incremento en el precio de los alimentos (0,8 por ciento en 2010 y 8,2 por ciento a mayo de 2011). Entre enero y mayo la inflación importada fue de 2,9 por ciento, reflejando la evolución de los componentes alimentos (7,9 por ciento) y combustibles (2,4 por ciento).

La evolución del tipo de cambio, que tuvo una apreciación nominal últimos 12 meses de 2,5 por ciento en mayo, contribuyó en alguna medida a aminorar el impacto del alza en la cotización internacional de estos productos en el mercado interno.

Cuadro 34
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
							Ene.-May.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	2,85	4,71
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	7,86	8,20
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	2,42	7,64
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-1,11	-1,62
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	0,53	1,66
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	2,06	2,87
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	2,15	3,07
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-1,45	-2,48



89. Entre enero y mayo los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron comidas fuera del hogar, carne de pollo, matrícula y pensión de enseñanza, cebolla, arroz, pan y huevos. Los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron cítricos, transporte nacional, teléfonos, papa, palta y olluco.

Cuadro 35
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2011

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,0	0,36	Cítricos	0,5	-13,6	-0,09
Carne de pollo	3,0	13,0	0,34	Transporte nacional	0,3	-15,4	-0,06
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	2,7	0,24	Teléfonos	2,9	-2,2	-0,06
Cebolla	0,4	89,1	0,21	Papa	0,9	-5,0	-0,04
Arroz	1,9	11,3	0,20	Palta	0,1	-21,5	-0,03
Pan	1,9	6,6	0,13	Olluco y similares	0,1	-27,3	-0,03
Huevos	0,6	21,0	0,10	Uva	0,1	-19,3	-0,03
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	6,0	0,09	Duraznos	0,1	-16,0	-0,02
Aceites	0,5	19,6	0,09	AjÍ	0,1	-18,5	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	4,3	0,06	Aparatos de televisión	0,5	-2,8	-0,01
Total			1,82	Total			-0,39

Cuadro 36
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: JUNIO 2010 - MAYO 2011

Positiva	Peso	Var. %	Contribución	Negativa	Peso	Var. %	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,3	0,62	Teléfonos	2,9	-4,3	-0,12
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	3,5	0,32	Otras frutas frescas	0,4	-10,5	-0,05
Arroz	1,9	12,9	0,22	Legumbres frescas	0,2	-15,1	-0,05
Carne de pollo	3,0	7,2	0,20	Tomate	0,2	-16,7	-0,04
Cebolla	0,4	64,5	0,17	Zanahoria	0,1	-16,4	-0,03
Pan	1,9	7,7	0,15	Ajos	0,1	-24,0	-0,03
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	9,3	0,14	Huevos	0,6	-4,3	-0,03
Pasaje urbano	8,5	1,6	0,14	Aparatos de televisión	0,5	-3,7	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	9,3	0,13	Bebidas gaseosas	1,3	-1,1	-0,02
Gas	1,4	6,2	0,09	Artículos de limpieza	0,9	-1,6	-0,01
Total			2,18	Total			-0,40





Comidas fuera del hogar

Al igual que en el año 2010, este rubro continuó creciendo impulsado por la mayor demanda interna. Al mes de mayo 2011 alcanza un crecimiento de 5,3 por ciento en los últimos doce meses, mayor a la variación del total de alimentos y bebidas dentro del hogar (4,4 por ciento en los últimos doce meses) y al del IPC (3,1 por ciento).

Carne de pollo

El incremento del precio del pollo registrado en los primeros cuatro meses del año (18,0 por ciento), reflejó los mayores costos de producción, lo que llevó a la contracción de la oferta. La cotización internacional del maíz pasó de US\$ 221,4 la TM en diciembre de 2010 a US\$ 286,8 la TM en abril de 2011. En respuesta, la colocación de pollos bebé correspondiente a la oferta de febrero a abril redujo su ritmo de crecimiento, cayendo 3 por ciento con respecto a los tres meses previos. En mayo, aún cuando la cotización del maíz continuó alta (US\$ 277,9), el aumento de los precios de la carne de pollo de los meses anteriores dio margen para que los productores aumentaran la colocación de pollos bebé (3 por ciento con respecto a abril). Esto último, y la rebaja en el precio de sus principales sustitutos, jurel (-3,6 por ciento) y bonito (-4,9 por ciento) determinaron que el precio del pollo cayera 4,5 por ciento en mayo.

Matrícula y pensión de enseñanza

El aumento de 2,7 por ciento en el rubro de matrículas y pensiones de enseñanza durante el período enero-mayo refleja básicamente el alza de marzo (2,2 por ciento) por efecto del inicio del año escolar. Se registraron incrementos en el pago de las matrículas escolares, tanto en los colegios particulares como en los estatales (2,7 y 2,3 por ciento respectivamente) e incrementos en las pensiones de enseñanza de los colegios particulares (5,0 por ciento).

Cebolla

Si bien hubo menores siembras en Arequipa, principal zona productora (-21,2 por ciento en el período agosto-enero con respecto a la campaña anterior), las lluvias que afectaron a esa región en el primer trimestre del año obligaron a un adelanto de las cosechas, dando como resultado un aumento de la producción (19 por ciento en el período enero-abril con respecto al mismo período del año anterior), pero con un producto de menor calidad.

Arroz

La perspectiva de menor producción para los siguientes meses, por efecto de la sequía que afectó al norte del país en los primeros meses del año, dio lugar a problemas en la comercialización. Ello a pesar de que se contaba con un nivel suficiente de stocks. La información de siembras de la campaña agosto-abril con

respecto a la campaña anterior indica una caída de 8 por ciento a nivel nacional y de 27 por ciento en Lambayeque, principal zona abastecedora de Lima.

Pan

Resultado del alza del precio de la harina elaborada con trigo importado, que entre diciembre 2010 y mayo 2011 aumentó 8,0 por ciento. La cotización internacional del trigo aumentó 12,2 por ciento durante el presente año, presentando cierta desaceleración en mayo ante la liquidación de posiciones no comerciales, luego que se revisara al alza la producción global para 2011.

Combustibles

La tendencia creciente de la cotización del *West Texas Intermediate* (WTI) iniciada en febrero por problemas políticos en países productores de petróleo se mantuvo hasta finales de abril de 2011. La cotización del WTI pasó de US\$ 89,4 en febrero a US\$ 109,6 por barril en abril de 2011. No obstante las correcciones del mes de mayo (US\$ 100,7 por barril) el precio del petróleo aún se encuentra en niveles altos.

Cuadro 37 PRECIOS DE COMBUSTIBLES (Variación porcentual anual)					
	2008	2009	2010	2011	
				Ene.-May.	12 meses
Combustibles	0,0	-12,7	12,2	2,4	7,6
Gasolina y lubricantes	-6,1	-15,8	16,4	4,3	9,3
Gas	2,7	-4,6	8,8	0,5	6,2
WTI (US\$ por barril)	99,6	61,7	79,4	98,4	

Fuente: INEI.

Las alzas del WTI generaron mayores precios internacionales y por tanto mayores diferencias entre los precios de referencia y los precios internos. Sin embargo, la suspensión de las actualizaciones programadas de febrero y abril (Decretos de Urgencia N° 009-2011 y N° 017-2011, respectivamente) de las bandas de precios de los productos del FEPC evitaron mayores incrementos en los precios domésticos de estos bienes. Los Decretos ampliaron la vigencia de las bandas aprobadas en diciembre de 2010 hasta junio de 2011.

Por tal motivo, el alza en el precio de los combustibles registrado en lo que va de 2011 (2,4 por ciento) refleja principalmente el incremento observado en enero (3,0 por ciento). En los meses siguientes se presentaron variaciones negativas cercanas a 0,0 por ciento.





Cuadro 38
SITUACIÓN DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN DE PRECIOS
DE LOS COMBUSTIBLES ENTRE EL 14 Y EL 20 DE JUNIO DE 2011
(En S/. por galón)

	Precio interno Vigente de Refinería	Precios Paridad Osinerghmin	Factor Compensación Neto Semanal	Adelanto (+)/ Rezago (-) Sin Compensaciones Netas 1/
Gasolina 84	7,28	8,02	0,74	-10,2%
Gasolina 90	7,54	8,57	1,03	-13,7%
Gasolina 95	8,16	9,14	0,98	-12,0%
Gasolina 97	8,32	9,32	1,00	-12,0%
Gasohol 84	7,51	8,10	0,82	-7,9%
Gasohol 90	7,75	8,61	1,07	-11,1%
Gasohol 95	8,35	9,14	0,98	-9,5%
Gasohol 97	8,50	9,31	1,00	-9,5%
Diesel B5 2500 ppm	8,15	9,51	1,36	-16,7%
Diesel B5 50 ppm	8,55	9,51	1,36	-11,2%
Residual 6	6,04	7,26	1,22	-20,2%
Residual 500	5,93	7,15	1,22	-20,6%
Diesel B5 GE	8,15	9,51	1,36	-16,7%
Residual 6 GE	6,04	7,26	1,22	-20,2%
Residual 500 GE	5,93	7,15	1,22	-20,6%
Gas Licuado	3,69	5,05	1,36	-37,0%
Promedio / Total	7,04	8,24	1,27	-17,1%

Fuente: Petroperú, Ministerio de Energía y Minas y Osinerghmin.

1/ Expresado como porcentaje del precio de refinería. Mayor al atraso en precios finales debido a que no considera componentes fijos del precio final como el ISC.

El 8 y 9 de junio, respectivamente, se redujo el ISC que grava a los combustibles y se elevaron las bandas de precios del FEPC. El impacto en los precios finales de ambas medidas se estima en 5,0 por ciento para todos los combustibles, salvo el GLP que habría aumentado 1,5 por ciento.

Luego de estas medidas, las compensaciones semanales del FEPC se estiman en S/. 56,3 millones, mientras que los atrasos de los precios de refinería respecto a la paridad internacional ascienden a 17,1 por ciento en promedio, observándose el mayor atraso en el GLP (37 por ciento) y el menor atraso en el gasohol de 95 octanos (9,5 por ciento).

Electricidad

90. En lo que va del año 2011, las tarifas eléctricas residenciales presentan un incremento de 0,1 por ciento. En los tres primeros meses, las tarifas eléctricas acumularon un crecimiento de 1,4 por ciento principalmente por el alza decretada por el OSINERGMIN en el mes de enero que obedeció al incremento del precio a nivel de generación.

Cuadro 39
PRECIOS DE TARIFAS ELÉCTRICAS
(Variación porcentual anual)

	2008	2009	2010	2011	
				Ene.-May.	12 meses
Tarifas eléctricas	6,3	-4,6	1,4	0,1	2,3

Fuente: INEI.

Durante el segundo trimestre, en el mes de abril las tarifas eléctricas se ajustaron al alza (1,6 por ciento) debido a que se registraron mayores precios de generación, transmisión y, en menor medida, en el valor agregado de distribución. Los nuevos precios de generación reflejaron los aumentos de los combustibles y del carbón bituminoso. En el caso de la transmisión, hubo un mayor costo por la ampliación de la línea de transmisión Paragsha - Conocochoa, mientras que en la distribución fueron determinantes los aumentos en los precios de cobre y aluminio.

La variación de mayo de -2,9 por ciento se explica por el reajuste de las tarifas por variación de los indicadores macroeconómicos, así como también por diversas resoluciones que entraron en vigencia desde este mes y que modificaron los costos de generación, transmisión y distribución.

Aceite

91. El incremento del precio del aceite está asociado al alza del precio de su principal insumo, el aceite de soya. La cotización internacional de este producto pasó de US\$ 1 139,4 la TM en diciembre de 2010 a US\$ 1 238,1 en mayo de 2011.

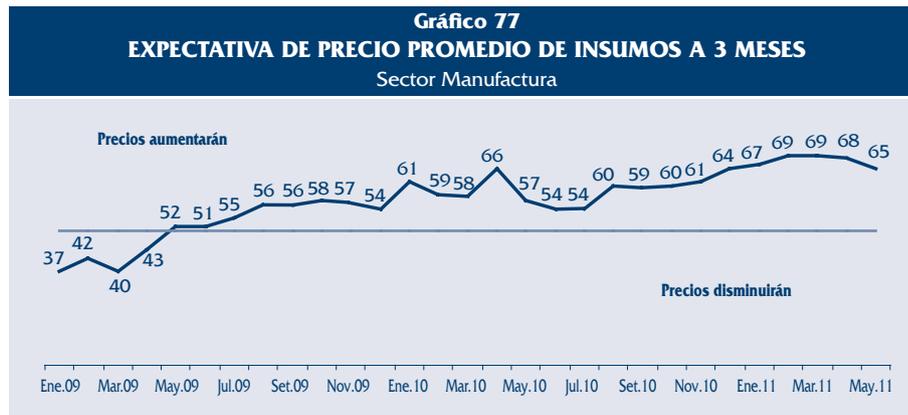
Expectativas

92. En el presente Reporte se observa que las **expectativas de inflación** reflejan el efecto transitorio del aumento de precios de alimentos y combustibles, de manera que en los años 2012 y 2013 la tasa de inflación converge al rango meta de inflación. Así, para el año 2012 las expectativas de las entidades financieras y analistas económicos están entre 2,6-2,7 por ciento.

Cuadro 40 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS INFLACIÓN (%)			
	RI Dic.10	RI Mar.11	RI Jun.11
SISTEMA FINANCIERO			
2011	2,5	3,0	3,5
2012	2,5	2,5	2,6
2013	-	-	2,5
ANALISTAS ECONOMICOS			
2011	2,5	3,0	3,8
2012	2,5	2,5	2,7
2013	-	-	2,5
EMPRESAS NO FINANCIERAS			
2011	2,5	2,5	3,0
2012	2,5	2,5	3,0
2013	-	-	3,0

Las expectativas de los precios de los insumos en los próximos 3 meses se han reducido, ubicándose el índice en 65 puntos, por debajo del nivel de 2008. Una situación similar se observa en las expectativas de precios de los bienes finales, pues un menor costo de los insumos tendería a ser trasladado posteriormente al precio del bien final.



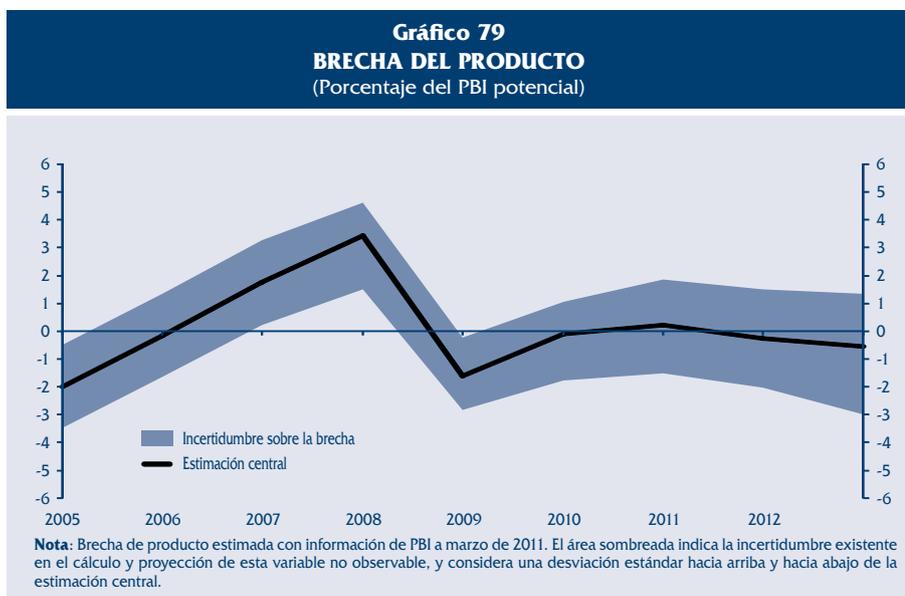


Pronóstico de Inflación

93. Los datos de inflación observados desde el Reporte de Inflación de marzo 2011 han estado en línea con las proyecciones contenidas en dicho reporte. En particular, se ha observado que la inflación alcanzó un valor de 3,07 por ciento en mayo, debido al efecto transitorio de la evolución del precio de componentes de la inflación no subyacente, como ciertos productos alimenticios y combustibles.
94. El escenario base de proyección supone que la brecha producto refleja la moderación del dinamismo en la actividad económica. Así, se estima que la brecha del producto, aunque positiva, se mantendría en niveles cercanos a cero durante el año 2011 y sería ligeramente negativa en el año 2012, y por tanto no presionaría al alza de la inflación. Ello sería el resultado de la moderación del impulso proveniente de los términos de intercambio, así como del retiro del estímulo monetario y fiscal. Asimismo, tal y como se ha observado en el año 2010, las moderadas tasas de crecimiento de los socios comerciales durante el horizonte de proyección no contribuirían a acelerar el crecimiento doméstico.

95. La brecha del producto es la diferencia porcentual entre el PBI real y su valor potencial (no inflacionario) y es un indicador muy útil para analizar presiones de demanda sobre la inflación. Una brecha nula indica que la actividad económica está operando a su nivel potencial, lo que no generaría inflación por presiones de demanda. Una brecha positiva se asocia con una economía que crece a tasas mayores que el ritmo no inflacionario y por tanto indica que esa actividad se traducirá en inflación.

La última información disponible sobre la evolución de la actividad económica muestra que la brecha producto se habría cerrado durante el año 2010, tras registrar un valor negativo en aproximadamente 2,0 por ciento durante el año 2009, cuando se experimentó en el país los efectos de la crisis internacional. Asimismo, se proyecta que la brecha sería cercana a cero entre los años 2011 y 2013. De este modo, en el horizonte de proyección de este Reporte no se contemplan mayores presiones de demanda hacia la inflación.



96. El escenario base de proyección contempla el retiro del estímulo monetario como respuesta a la evolución equilibrada de la brecha producto y de la inflación futura, que indica una menor necesidad de un estímulo monetario. Ello, además, contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en el contexto de choques persistentes y de importancia al precio de productos sensibles de la canasta del IPC.

97. La inflación no subyacente alcanzaría una tasa de cercana al 3,5 por ciento en 2011 reflejando el efecto de las alzas de precios en *commodities* que se han venido registrando en los últimos meses. Asimismo, la proyección contempla los efectos que las alteraciones climáticas pudieran tener en los rendimientos de algunos productos agrícolas, tanto en el Perú como en otros países. En el año 2012, al normalizarse las

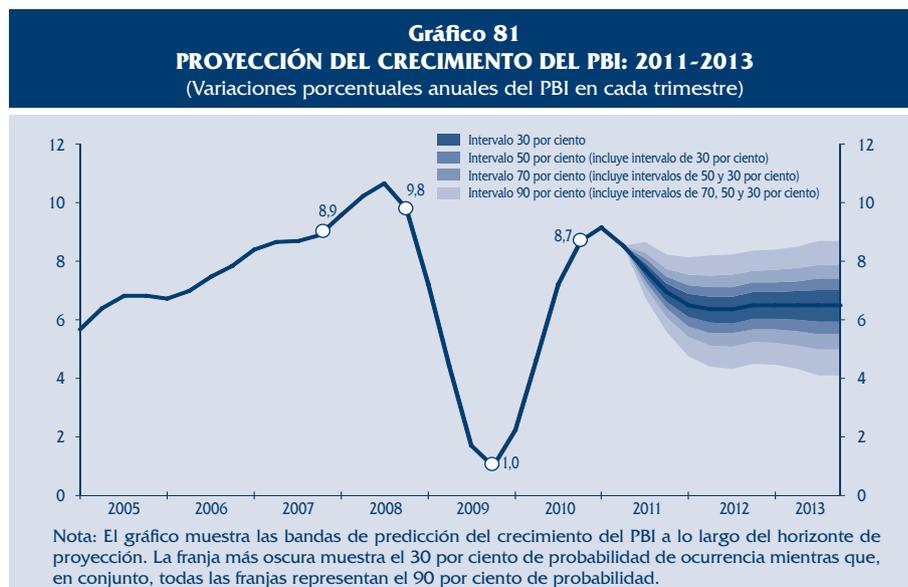




condiciones de oferta mundial de alimentos, la inflación no subyacente se ubicaría alrededor de la meta de inflación.

De esta forma, la revisión y actualización de datos sobre los principales factores que afectarían la tasa de inflación durante los próximos años sugiere que la inflación estaría alrededor del límite superior del rango meta en el segundo semestre de 2011 e iniciaría la convergencia hacia el nivel meta a lo largo de 2012, una vez superado el efecto de los choques de oferta.

98. Se revisa la proyección de crecimiento del PBI a la baja, de 6,5 por ciento para los años 2011 a 2013, cifra cercanas al crecimiento potencial de la economía, lo que contribuiría a que la inflación se ubique dentro del rango meta en 2012 y 2013.



RECUADRO 6
TRASPASO DE TIPO DE CAMBIO A INFLACIÓN

El efecto traspaso mide el impacto que los movimientos del tipo de cambio nominal tienen sobre la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este traspaso se materializa a través dos canales. El primero es directo: varios de los productos que conforman la canasta del IPC o bien son importados o son sustitutos cercanos de bienes importados. Así, un incremento en el tipo de cambio encarece el precio en nuevos soles de los bienes adquiridos en dólares. El segundo canal es indirecto: si bien algunos de los bienes del IPC son producidos localmente, su elaboración requiere de insumos importados cuyos precios son denominados en dólares. De este modo, un incremento del tipo de cambio presionaría al alza los costos de producción de este tipo de bienes, lo que a su vez podría devenir en el incremento de su precio de final.

La magnitud del traspaso depende crucialmente de la capacidad que tienen los importadores y productores de transmitir los mayores costos al consumidor. En un mundo de bienes homogéneos y mercados plenamente integrados, el traspaso sería completo: un incremento de uno por ciento en el tipo de cambio causaría un incremento en los precios domésticos de la misma magnitud. Sin embargo en situaciones más realistas -como una economía con imperfecta sustitución de bienes, mercados segmentados y rigideces nominales- el traspaso podría ser menor a uno. En este caso el importador o el productor ajustan sus márgenes de ganancia sin alterar los precios al consumidor.

En una economía pequeña y abierta, la política monetaria opera esencialmente a través de dos canales. El primero es el canal de tasas de interés. Movimientos de la tasa de interés de referencia del Banco Central provocan variaciones en la tasa de interés real que afecta las decisiones de ahorro e inversión. Ello a su vez afecta la actividad económica y a través de la demanda agregada a la inflación. El segundo es el canal de tipo de cambio, donde movimientos en la tasa de interés de referencia inducen a variaciones en el tipo de cambio nominal y, a través del efecto traspaso, sobre la inflación.

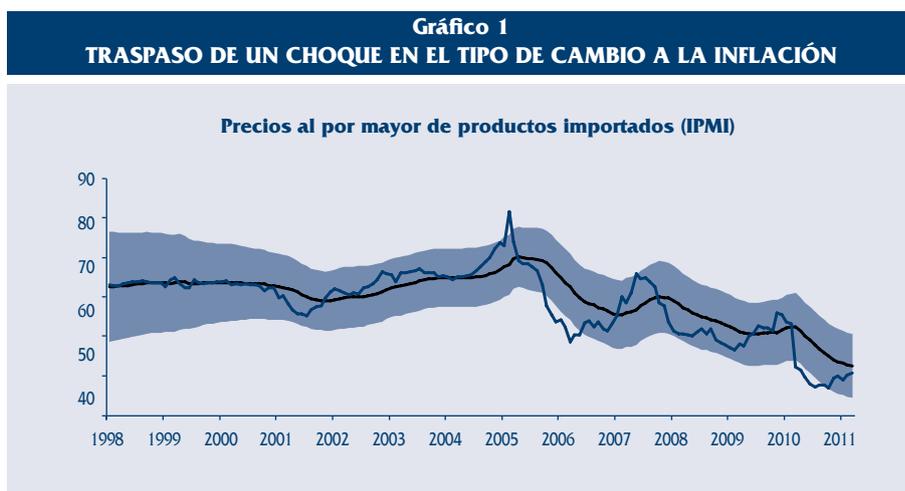
El Gráfico 1 muestra en términos porcentuales la evolución de la magnitud del traspaso del tipo de cambio hacia el Índice de Precios al por Mayor Importados (IPMI), hacia el Índice de Precios al por Mayor Nacional (IPMN) que contempla bienes producidos domésticamente, y hacia el IPC. Las estimaciones se basan en el modelo base propuesto por Miller (2003) y Winkelried (2003) y utilizan ventanas móviles de 72 meses (6 años) desde 1998 a inicios de 2011. Se aprecia que el efecto traspaso varía en el tiempo y que éste ha mostrado una tendencia decreciente. Así, en el lapso de 15 años, este efecto pasa de alrededor de 70 por ciento a 20 por ciento para el IPMI, y de entre 60 y 70 por ciento a alrededor de 10 por ciento para el IPMN y el IPC. Este resultado sugiere que a partir de la adopción del esquema de metas de inflación en el año 2002, la política monetaria habría operado cada vez más a través del canal de tasas de interés, y cada vez menos a través de canal de tipo de cambio.

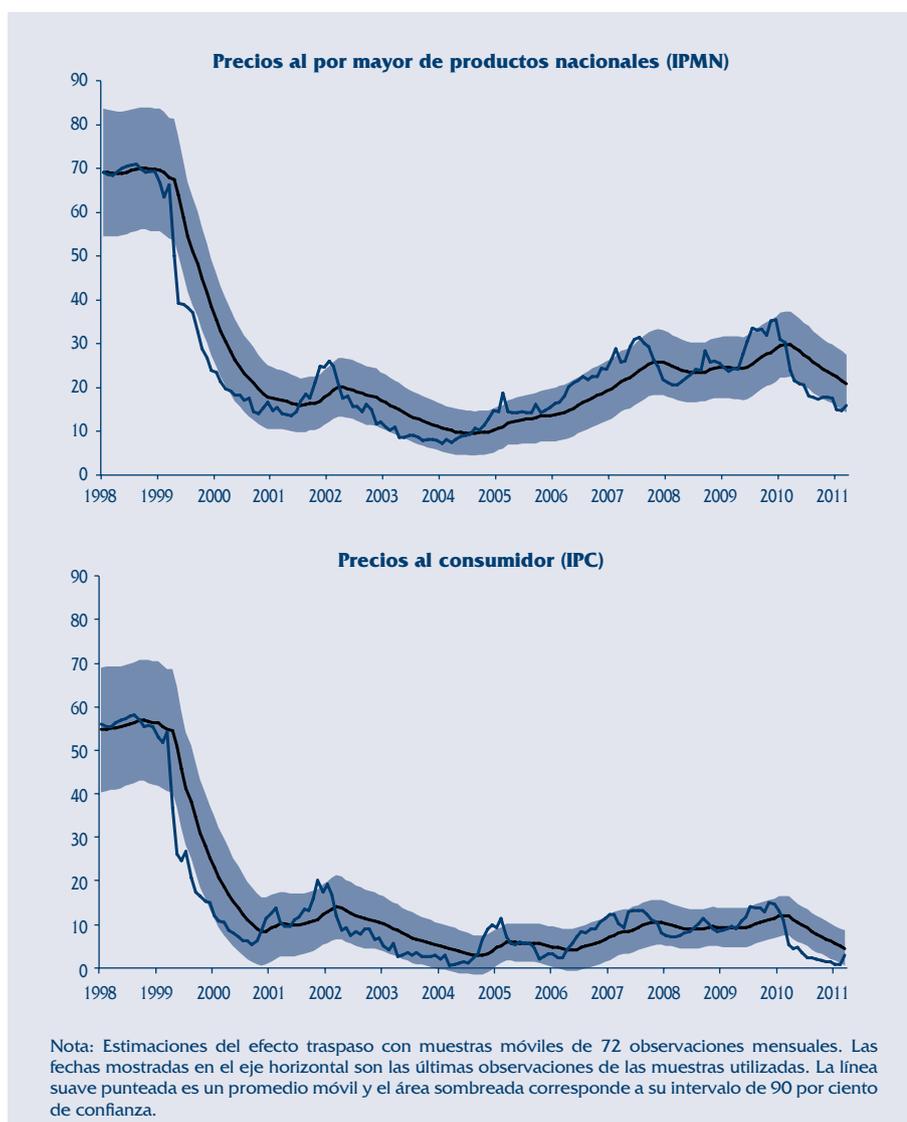
Conceptualmente, podrían pensarse en tres factores que explican esta evolución, relacionados con el hecho que el traspaso es un fenómeno asimétrico, ya que la capacidad de importadores y productores de traspasar costos al consumidor depende del estado de la economía. Winkelried (2003) brinda evidencia de la presencia de estas asimetrías en el Perú:





- 1. Inflación:** Cuando la inflación es alta, es más probable que el traspaso sea mayor, ya que en un contexto inflacionario resulta más sencillo incrementar precios con mayor frecuencia. La fuerte reducción del traspaso hacia el IPMN e IPC observada en el Gráfico 1 a inicios de la década de los 2000, se relaciona pues con la convergencia de la inflación peruana a niveles internacionales (de un promedio de 17,1 por ciento de 1992 a 2000 a un promedio de 2,3 por ciento de 2001 a 2010) y del establecimiento de un esquema de metas de inflación para consolidar estos niveles de inflación.
- 2. Dolarización:** Asimismo, en una economía dolarizada el traspaso tenderá a ser más alto, ya que movimientos del tipo de cambio afectarían un mayor número de transacciones y una mayor cantidad de precios. De este modo, los niveles reducidos de traspaso observados en la segunda mitad de la muestra de análisis se relacionan con grados de dolarización decrecientes (la dolarización de la liquidez pasó de 69,5 por ciento en 2000 a 39 por ciento en 2010).
- 3. Apreciación nominal:** Finalmente, dadas las rigideces de precios a la baja, una depreciación (un incremento en el tipo de cambio que presiona a una reducción en los márgenes de importadores y productores) generaría un traspaso mayor hacia los precios que una apreciación (una reducción en el tipo de cambio que se traduce en mayores márgenes de ganancia). Las tendencias decrecientes en el traspaso hacia el IPMN e IPMN desde 2007 se relacionan con el hecho de que el nuevo sol ha experimentado prolongados episodios de apreciación desde esa fecha (el tipo de cambio nominal pasó de 3,2 nuevos soles por dólar a inicios de 2007 a 2,8 hacia fines de 2010).





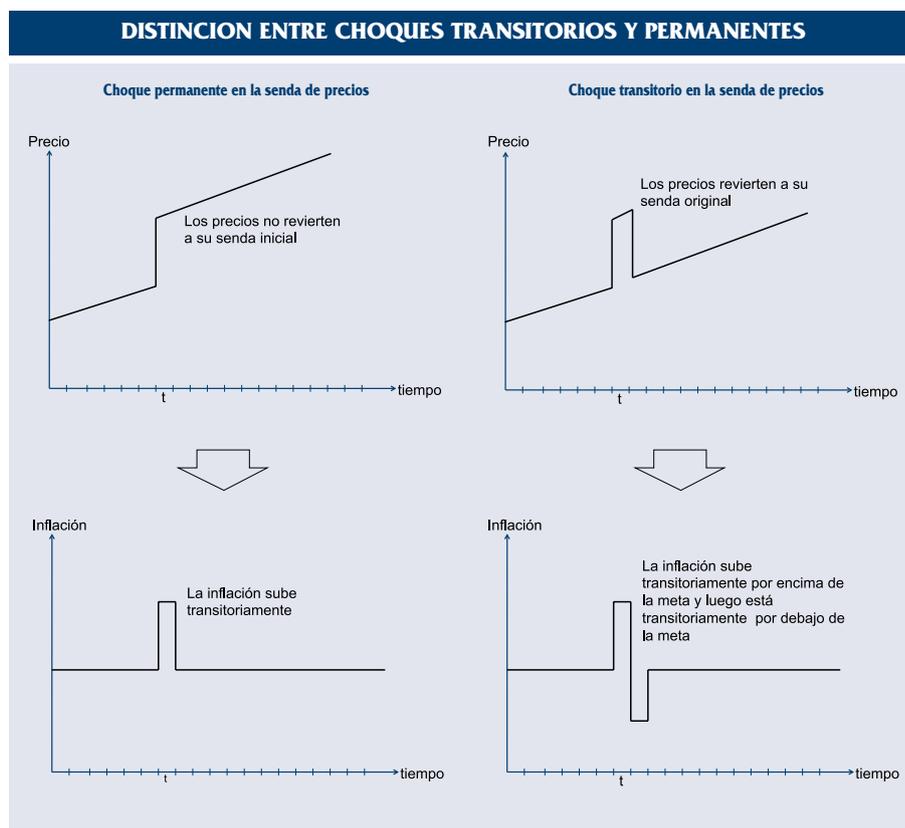
Referencias:

- Miller, S. (2003), "Estimación del pass-through del tipo de cambio a precios: 1995 – 2002", Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Estudios Económicos*, 10.
- Winkelried, D. (2003), "¿Es asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un análisis agregado", Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Estudios Económicos*, 10.
- Winkelried, D. (2011), Traspaso de tipo de cambio a precios, Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 148, en prensa.



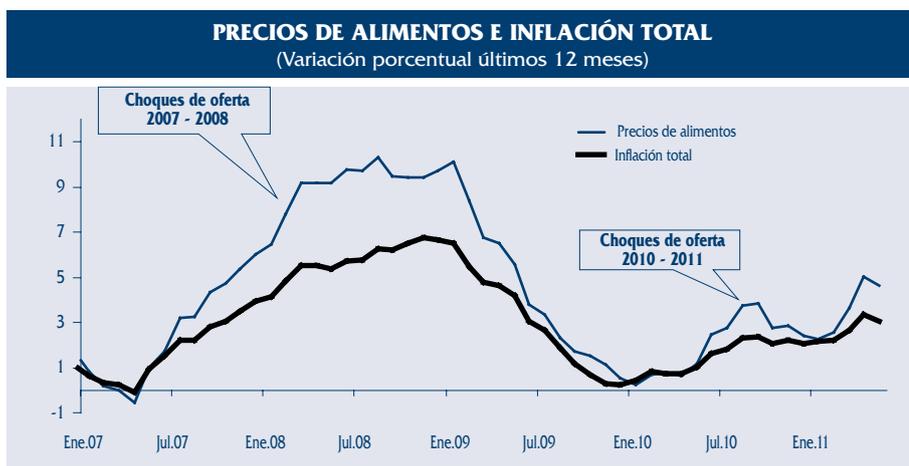
RECUADRO 7 PRECIOS DE ALIMENTOS Y VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN

La inflación se define como un proceso en que los precios cambian de manera persistente y generalizada. En ocasiones se pueden producir fluctuaciones de carácter transitorio en los precios de determinados bienes, lo cual conducirá a un desvío temporal de la tasa de inflación de su nivel de largo plazo. Típicamente los precios de los alimentos presentan este tipo de comportamiento, puesto que su dinámica depende de la evolución de las cotizaciones internacionales y de las condiciones de oferta interna en una economía, factores que usualmente presentan alta volatilidad.



Episodios de choques de precios de alimentos

En los últimos años las cotizaciones internacionales de alimentos han tenido dos episodios de alza sostenida: 2007 – 2008 y 2010 – 2011. Estas alzas han estado asociadas a la depreciación del dólar, choques de oferta a nivel mundial, incremento de posiciones especulativas y mayor demanda de economías emergentes, en particular de China (ver Gráfico 14: Evolución de precios reales de alimentos de la FAO). En el caso del Perú, la inflación se ha visto afectada en forma significativa durante estos episodios.



1. Episodio de alza: 2007 – 2008

La mayor inflación se vio afectada inicialmente por el alza de los precios de insumos importados como trigo, maíz y aceite de soya, debido al incremento en las cotizaciones internacionales, y posteriormente además por choques internos de oferta asociados a problemas climáticos y al aumento de los precios de los fertilizantes.

Los precios internacionales de los principales insumos alimenticios presentaron una tendencia alcista desde mediados de 2007 hasta julio de 2008. Esta evolución llevó a que productos tales como el pan, fideos, aceite, carne de pollo y lácteos tuvieran un aumento anual alrededor de 10 por ciento. Dadas las magnitudes de las alzas que se registraron en los alimentos que vieron elevarse sus costos, se observó una generalización en el alza de precios de otros alimentos por efecto de sustitución de demanda.

En el caso de los fertilizantes el aumento correspondió a la mayor cotización internacional de la úrea, cuyo precio pasó de US\$ 304 a US\$ 771 la tonelada entre julio de 2007 y julio de 2008, afectando la compra de fertilizantes al inicio de la campaña agrícola 2007-2008 cuando se dieron las siembras de papa en las principales zonas productoras de la sierra.





En el siguiente cuadro se resume la descomposición de los diferentes rubros del IPC para el período de inflación 2008 y 2009, en donde se puede observar el efecto tanto de la fluctuación internacional del precio de combustibles como del choque de oferta de alimentos internacional e interno (2008) y su respectiva reversión (2009). De igual manera, se puede apreciar la mayor inflación ejecutada a mayo de 2011 por los recientes choques de oferta internacionales de alimentos. Así, mientras el alza del precio de alimentos y energía explicaron 80 por ciento de la tasa de inflación del año 2008, en lo que va del año 2011 estos factores explican 72 por ciento de la inflación acumulada.

INFLACIÓN Y CHOQUES DE OFERTA								
	Peso		2008		2009		Junio 2010 - Mayo 2011	
	Hasta Dic-09	Desde Ene-10	Var. %	Contr. pond.	Var. %	Contr. pond.	Var. %	Contr. pond.
<u>INFLACIÓN</u>	<u>100.0</u>	<u>100.0</u>	<u>6.65</u>	<u>6.65</u>	<u>0.25</u>	<u>0.25</u>	<u>3.07</u>	<u>3.07</u>
<u>Alimentos</u>	<u>47.5</u>	<u>37.8</u>	<u>9.70</u>	<u>4.67</u>	<u>0.57</u>	<u>0.28</u>	<u>4.64</u>	<u>1.77</u>
Efecto de precios internacionales	11,6	7,6	9,24	1,07	-1,57	-0,18	6,34	0,48
Aceites	0,8	0,5	20,41	0,18	-12,73	-0,13	17,71	0,09
Fideos	1,0	0,5	6,54	0,07	-2,48	-0,02	1,08	0,01
Leche en conserva	2,2	1,6	8,75	0,20	-4,07	-0,09	2,47	0,04
Carne de pollo	4,0	3,0	15,64	0,55	3,13	0,12	7,20	0,20
Pan	3,7	1,9	1,57	0,08	-1,13	-0,05	7,73	0,15
Choques de oferta interna	3,1	2,0	31,59	0,97	-12,44	-0,38	13,22	0,26
Papa	1,5	0,9	50,91	0,78	-22,49	-0,49	2,62	0,02
Pescado	1,1	0,7	-2,56	-0,03	16,55	0,17	8,22	0,06
Cebolla	0,4	0,4	58,43	0,22	-12,07	-0,07	64,53	0,17
Comidas fuera del hogar	12,0	11,7	8,26	0,96	3,26	0,39	5,25	0,62
Resto de alimentos	20,8	16,5	7,98	1,66	2,20	0,46	2,43	0,40
<u>Combustibles y pasaje urbano</u>	<u>12.0</u>	<u>11.3</u>	<u>4.18</u>	<u>0.50</u>	<u>-5.51</u>	<u>-0.66</u>	<u>3.23</u>	<u>0.37</u>
Combustibles	3,9	2,8	-0,06	0,00	-17,17	-0,68	8,14	0,23
Pasaje urbano	8,0	8,5	6,11	0,50	0,19	0,02	1,63	0,14
<u>Electricidad</u>	<u>2.2</u>	<u>2.9</u>	<u>6.31</u>	<u>0.13</u>	<u>-4.56</u>	<u>-0.09</u>	<u>2.27</u>	<u>0.06</u>
<u>Resto</u>	<u>38.2</u>	<u>47.9</u>	<u>3.54</u>	<u>1.35</u>	<u>1.88</u>	<u>0.72</u>	<u>1.82</u>	<u>0.87</u>
IPC sin alimentos y energía	46,3	56,4	4,25	1,88	1,71	0,74	1,80	1,01

2. Episodio de alza: 2010 – 2011

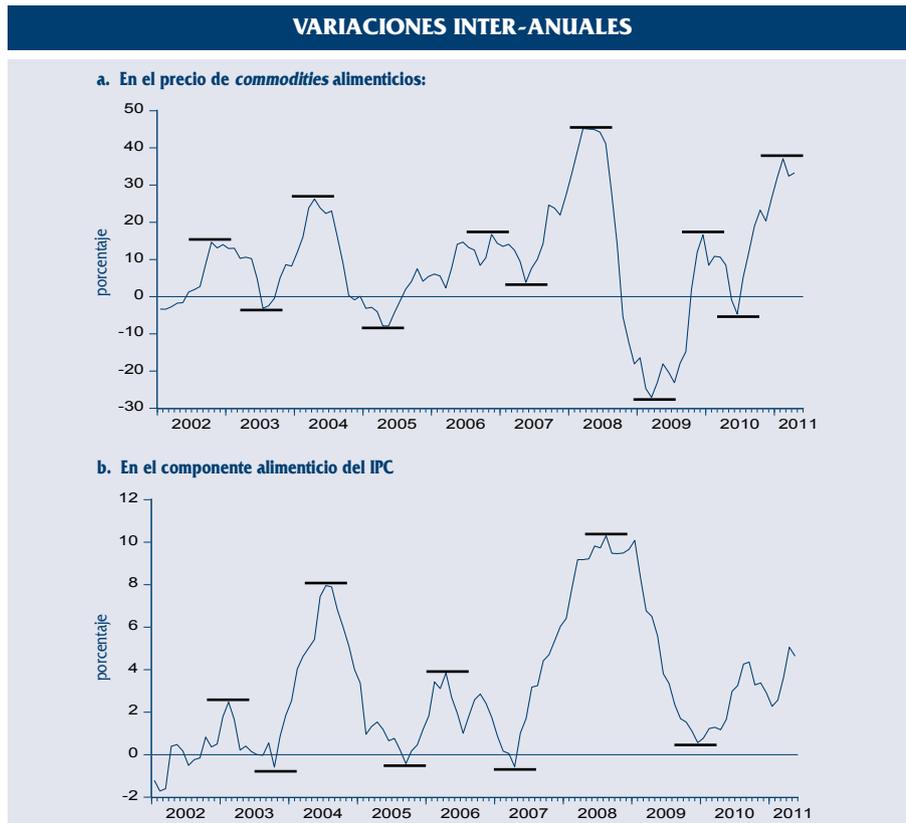
A mediados de 2010 las cotizaciones internacionales volvieron a presentar una tendencia alcista por las expectativas de recuperación de la economía mundial, condiciones climatológicas desfavorables y depreciación del dólar. Al igual que en el episodio anterior, el impacto de estas alzas en las cotizaciones internacionales se reflejaron principalmente en productos como la leche, el aceite y el pan.

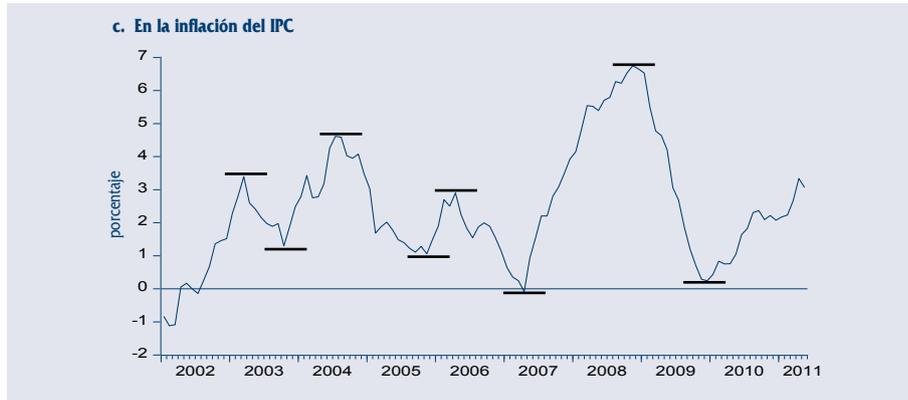
Características generales de ambos episodios

En ambos episodios se observó que los choques en los precios internacionales de *commodities* alimenticios fueron principalmente de carácter transitorio. Esto significa que fuertes variaciones positivas son seguidas de importantes variaciones negativas. El gráfico 3 describe los efectos en precios e inflación, distinguiendo choques permanentes de transitorios. En el gráfico 4 se aprecia cómo las diversas variaciones de precios se asemejan a los efectos inflacionarios de la segunda columna del gráfico 3. Por ejemplo, el episodio del choque de precios del periodo 2007-2008 está caracterizado por un incremento 12 meses en el índice de precios de *commodities* alimenticios que llegó a 45 por ciento, mientras que hacia 2009, la tasa de variación fue negativa en 30 por ciento.

Los efectos en los precios domésticos se pueden apreciar también en el gráfico 4. El patrón de subidas y bajadas se repite con mayor grado en las variaciones de precios de alimentos en la canasta del IPC y con menor grado en la inflación total observada.

En este contexto, es usual que la política monetaria no responda si los choques son percibidos como transitorios a no ser que el tamaño y la duración de estos choques sea lo suficientemente importante como para afectar a las expectativas de inflación y con ello a un número más elevado de componentes del IPC.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2009	2010	2011 1/		2012 1/		2013
			RI Mar.10	RI Jun.11	RI Mar.10	RI Jun.11	RI Jun.11
Var.% real							
1. Producto bruto interno	0,9	8,8	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5
2. Demanda interna	-2,8	12,8	8,1	7,8	6,5	6,6	6,2
a. Consumo privado	2,4	6,0	5,6	5,7	5,3	5,7	5,9
b. Consumo público	16,5	10,6	5,0	4,4	2,7	4,1	4,0
c. Inversión privada fija	-15,1	22,1	15,0	10,4	12,5	11,6	8,3
d. Inversión pública	21,2	27,3	8,8	3,3	4,4	6,1	6,1
3. Exportaciones de bienes y servicios	-3,2	2,5	5,2	3,8	8,4	7,8	9,0
4. Importaciones de bienes y servicios	-18,6	23,8	11,2	10,4	8,0	8,1	7,3
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	-1,1	4,4	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4
Nota:							
Brecha de producto 2/ (%)	-2,0	0,0	0,0 ; +1,0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var. %							
6. Inflación proyectada	0,2	2,1	2,5-3,5	3,0-3,5	2,0-3,0	2,0-3,0	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	-38,1	28,7	22,3	25,3	1,7	0,0	0,0
8. Tipo de cambio nominal 3/	-7,6	-2,1	-1,6	-1,3	-1,4	-0,4	0,7
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	0,9	-2,1	1,4	1,4	-1,2	-0,8	0,7
10. Términos de intercambio	-2,8	17,9	1,8	3,2	-2,4	-3,3	0,2
a. Índice de precios de exportación	-10,0	29,9	12,5	16,1	-0,7	-2,1	-0,3
b. Índice de precios de importación	-7,4	10,1	10,4	12,5	1,8	1,2	-0,5
Var.% nominal							
11. Circulante	11,0	25,4	21,0	18,0	18,0	16,0	13,0
12. Crédito al sector privado 4/	8,6	21,0	16,0	17,0	15,0	15,0	12,0
% del PBI							
13. Tasa de inversión bruta fija	22,9	25,1	26,8	25,6	27,8	26,6	27,0
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	0,2	-1,5	-3,3	-3,0	-3,5	-3,3	-3,0
15. Balanza comercial	4,7	4,4	3,7	3,9	3,0	3,2	3,6
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	5,7	7,8	6,5	6,8	5,7	6,2	6,0
17. Ingresos corrientes del gobierno general	18,7	19,8	19,5	20,3	19,3	20,2	20,2
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,4	19,2	18,6	18,9	18,2	18,7	18,4
19. Resultado económico del sector público no financiero	-1,6	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,4	0,8
20. Saldo de deuda pública total	27,2	23,5	21,3	21,5	19,6	19,3	17,6

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/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.





VII. Balance de Riesgos

99. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección se vinculan a la posible presión de los precios de alimentos y combustibles importados y a la volatilidad financiera que podría surgir en los mercados internacionales. A diferencia del Reporte anterior, en donde se contemplaba como riesgo la posibilidad de presiones inflacionarias de demanda, se estima en esta ocasión que dicho riesgo se habría disipado.

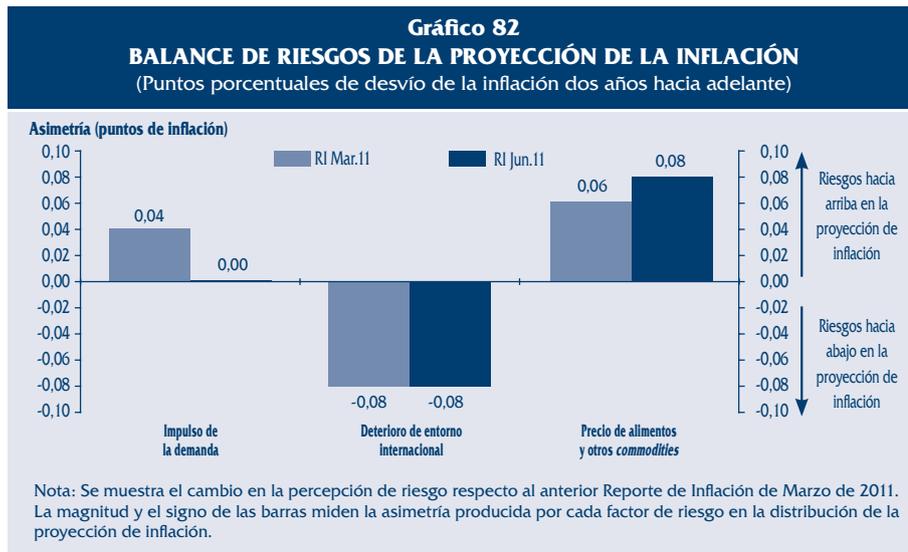
- **Inflación importada.** La evolución reciente del precio de *commodities* alimenticios y combustibles sigue indicando que la probabilidad de precios altos de estos bienes a futuro se mantiene elevada. A pesar de que parte de estos incrementos se han observado desde la publicación del Reporte de Inflación de marzo y se reflejan en el escenario base de proyección, el riesgo de una mayor inflación importada persiste.

Choques persistentes en el precio de productos sensibles de la canasta del IPC, podrían afectar la formación de expectativas de los agentes económicos y contribuir a una revisión al alza de expectativas de inflación.

De esta forma, en este escenario el Banco Central ajustaría su posición monetaria de tener indicios de que la inflación importada se traslade a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

- **Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.** El escenario base considera una tasa de crecimiento de la actividad económica mundial de 3,9 por ciento, lo que contribuiría a sostener los términos de intercambio en niveles favorables para la economía peruana. No obstante, dada la incertidumbre en los mercados internacionales, producto entre otros factores, de la situación fiscal en algunas economías de la Eurozona, esta recuperación podría no ocurrir lo que implicaría un estancamiento de la demanda de nuestros socios comerciales. Luego, se tendría un escenario de menores precios para una buena parte de nuestras exportaciones primarias y una consecuente desaceleración en la economía doméstica.

El Banco Central mantiene una alta disponibilidad de reservas internacionales y dispone de diversos mecanismos de inyección de liquidez para enfrentar este tipo de contingencia. De materializarse este riesgo, la política monetaria respondería flexibilizando las condiciones monetarias.



CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la brecha del producto y de la inflación no evidencia la existencia de presiones de demanda de importancia. Sin embargo, la evolución reciente de los precios internacionales de alimentos y combustibles ha conllevado que se proyecte que la inflación continuaría ubicándose alrededor del límite superior del rango meta hasta finales del 2011 en que convergería hacia la meta de 2 por ciento.

Una acción de política monetaria vigilante del estado de la economía, expectativas de inflación ancladas en el mediano plazo dentro del rango meta y la reversión de los choques de oferta, permitirán esta convergencia de la inflación a la meta de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2011-2013.

