



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2012

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2012-2014**

90

ANIVERSARIO
1922 - 2012

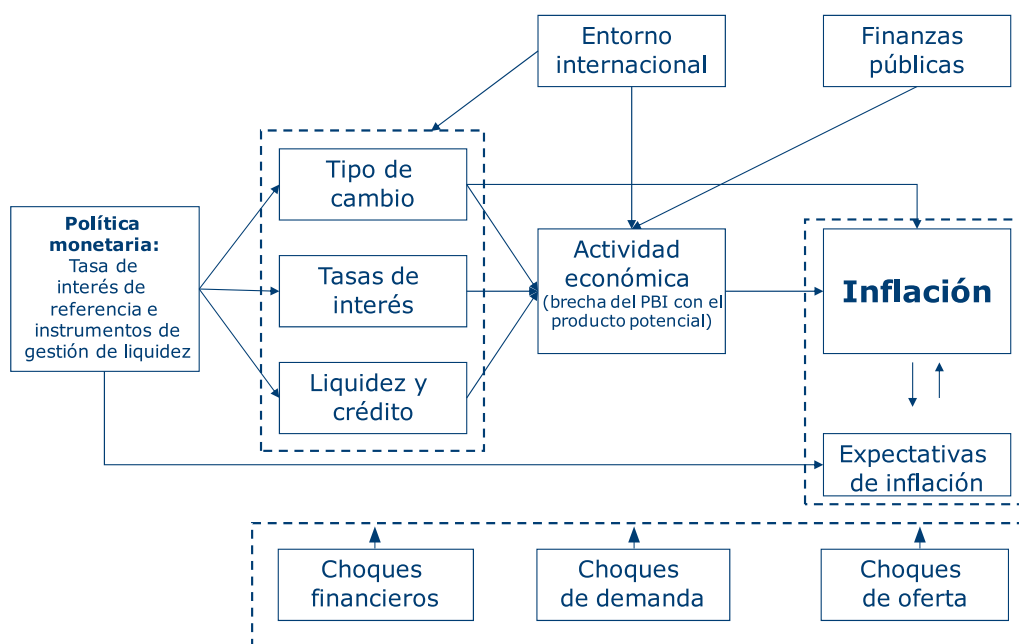


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2014

Setiembre 2012



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 2012-2014

Setiembre 2012

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	39
III. Balanza de pagos	57
IV. Finanzas públicas	65
V. Política monetaria	81
VI. Inflación	107
VII. Balance de riesgos	124

RECUADROS

1. Tendencias recientes en los mercados internacionales de alimentos	34
2. Exposición del Perú a China	35
3. Anuncios de proyectos de inversión privada	55
4. Experiencia Internacional con Reglas Fiscales Estructurales	77
5. Tipo de cambio real y posición fiscal	98
6. Instrumentos de Intervención Cambiaria Esterilizada	99
7. Dinamismo del fondo privado de pensiones	101
8. Indicadores del mercado inmobiliario	103
9. Choques permanentes y transitorios en el nivel de precios	122

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a junio de 2012 del Producto Bruto Interno y la Balanza de Pagos, a julio de 2012 de las Operaciones del Sector Público No Financiero, y a agosto de 2012 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 los de 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.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses 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. Por ello, esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- 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 que todavía tiene un elevado porcentaje de dolarización financiera. El Banco Central maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes de liquidez y crédito, como son los casos de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en diciembre de 2012.





Resumen

- i. Durante los últimos meses, diversos indicadores de la actividad económica mundial han mostrado una desaceleración mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de junio. Este comportamiento está asociado, en primer lugar, a la incertidumbre en la Eurozona en torno a las economías con problemas de deuda, lo que ha debilitado la confianza de consumidores e inversionistas y ha deteriorado las condiciones financieras en dichas economías. El Banco Central Europeo ha anunciado su disposición a efectuar compras de bonos soberanos de países de la zona.

En segundo lugar, la economía de Estados Unidos ha mostrado un comportamiento más moderado que el previsto, por la lenta recuperación del empleo y del mercado inmobiliario, así como por la incertidumbre sobre el acuerdo fiscal requerido para la aprobación del presupuesto para 2013. Las autoridades monetarias de Estados Unidos han anunciado recientemente medidas de su tercer programa de expansión monetaria cuantitativa para enfrentar los problemas asociados a la lenta recuperación que se viene registrando. Adicionalmente, se ha observado una desaceleración en economías emergentes como China e India.

Bajo este panorama, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2012, de 3,2 a 3,1 por ciento, y para 2013, de 3,7 a 3,5 por ciento.

- ii. En el primer semestre el PBI creció 6,1 por ciento, por encima de lo previsto en el Reporte de Inflación previo. Considerando esta información, así como los indicadores de actividad recientes, se ha revisado al alza el crecimiento del PBI para 2012, pasando de 5,8 a 6,0 por ciento, explicado principalmente por la favorable evolución de la inversión privada. Cabe indicar que esta revisión asume que durante el segundo semestre la economía peruana continuaría con un menor impulso externo, por menores términos de intercambio y menor crecimiento de la demanda de los productos de exportación.

Las proyecciones para los años 2013 y 2014 consideran las proyecciones del entorno internacional, que indican una revisión a la baja del crecimiento mundial y de los términos de intercambio. Con ello la proyección de crecimiento del PBI para 2013 se ubicaría en un rango entre 5,8 y 6,2 por ciento; en tanto que para 2014 se ubicaría entre 6,0 y 6,5 por ciento.

- iii. Para el año 2012 se ha revisado al alza la proyección de déficit de cuenta corriente de 2,7 por ciento del PBI en el reporte de junio a 3,9 por ciento del PBI en el presente Reporte. De igual manera, se proyecta un incremento del déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de junio para 2013, de 2,8 a 4,1 por ciento del producto, asociado a menores términos de intercambio. Para 2014 se proyecta una reducción del déficit en cuenta corriente de 3,8 por ciento del PBI con el ingreso en operación de nuevos proyectos mineros.

Esta revisión considera un menor crecimiento del volumen de exportaciones de productos tradicionales, principalmente de oro, un menor incremento del volumen de exportaciones no tradicionales, y mayores niveles de importaciones.

- iv. Las proyecciones del sector público no financiero toman en cuenta la ejecución del primer semestre, durante el cual se observaron niveles mayores de superávit fiscal, principalmente del gobierno central. Así, para 2012 se ha revisado al alza la proyección del resultado económico, elevándolo a 1,5 por ciento del producto, frente al 1,1 por ciento del PBI previsto en el Reporte de junio.

Para 2013 y 2014 la proyección del resultado económico es de un superávit de 1,1 por ciento del PBI en ambos años, cifra algo mayor a la contemplada en el Reporte de junio (1,0 por ciento en ambos años), principalmente por un aumento en el crecimiento esperado para los ingresos corrientes como consecuencia de medidas orientadas a ampliar la base tributaria. Este efecto compensaría los menores ingresos previstos como consecuencia de la disminución de los precios de exportación. En ambos años se ha mantenido el nivel de gasto nominal previsto en el Reporte de junio.

- v. A agosto la inflación de los últimos 12 meses se ubica en 3,5 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. En el escenario central de proyección se espera que ésta converja paulatinamente hacia el límite superior del rango meta a fines de año (3,0 por ciento), toda vez que se disipen las presiones inflacionarias asociadas a los incrementos significativos en los precios de *commodities*. Esta proyección de inflación toma en cuenta el reciente dinamismo de los precios de los combustibles y alimentos, afectado por la tensión en el Medio Oriente y la sequía en los Estados Unidos; y por choques de oferta domésticos que han generado aumentos transitorios en los precios de algunos productos alimenticios perecibles. La proyección de inflación para 2013 se ubica en un rango entre 1,5 por ciento y 2,5 por ciento.
- vi. Entre junio y setiembre, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 4,25 por ciento, en una coyuntura en la que se mantiene la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, producto de lo cual se viene observando un deterioro de los términos de intercambio y menores perspectivas de crecimiento mundial. La decisión toma en cuenta también que el actual desvío de la inflación reflejaría principalmente el impacto de factores temporales de oferta en un contexto en el que el crecimiento de la economía estaría cercano al de su potencial, por lo que se prevé que la inflación continuará convergiendo de manera gradual al rango meta hacia finales de año.
- vii. El **balance de riesgos es neutral** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección. Con la información disponible a la fecha de elaboración de este Reporte, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.
- viii. Los escenarios de **riesgo a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo, vinculados con el posible desencadenamiento de una crisis financiera





internacional, y por otro lado, de origen doméstico, un escenario contingente de menor crecimiento de la demanda interna por el aplazamiento de proyectos de inversión.

a. Deterioro del entorno internacional.

El escenario base considera una recuperación gradual de la actividad económica mundial desde el cuarto trimestre de 2012. Un escenario contingente de deterioro internacional supone que no se genera esta recuperación e inclusive podría acentuarse la desaceleración o caída del producto en diferentes regiones del mundo, dada la creciente incertidumbre en los mercados internacionales. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía nacional a través de canales financieros y comerciales.

En este escenario, el incremento de la incertidumbre global y la caída del precio de *commodities*, podría generar pánico entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales con una depreciación real y un incremento del riesgo país en economías emergentes como Perú.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y diversos mecanismos de inyección de liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, con el propósito de aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. Más aún, de darse el caso, el Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias.

b. Menor crecimiento de la demanda interna.

En este escenario se contempla la posibilidad de aplazamiento y cancelación de proyectos de inversión. Ello generaría un menor dinamismo de la demanda agregada y, en el corto plazo, un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación. En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta en el horizonte de proyección.

Por otro lado, existen dos escenarios de **riesgo al alza** de la inflación relacionados principalmente al incremento en los inlfujos de capitales como de los precios de *commodities*.

c. Mayores inlfujos de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales que produciría la aplicación de las nuevas medidas de expansión cuantitativa de los bancos centrales en países desarrollados, junto con las escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podría promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes. Se trata de un evento similar al presenciado

en la segunda mitad de 2010 a raíz del anuncio e implementación del QE2 por la FED. El tercer programa de expansión monetaria (QE3) recientemente anunciado contempla un monto de compras mensuales de US\$ 40 mil millones, aunque a la fecha se desconoce el monto total del mismo. Un mayor influjo de capitales aceleraría la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación, y ejercería además presiones apreciatorias sobre el nuevo sol, lo que se traduciría en una menor inflación. Se estima un alza en la inflación por el efecto de una mayor entrada de capitales junto con la mayor inflación importada que conlleva este escenario.

En este contexto, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y utilizaría instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes.

d. Choques de oferta internos y externos

A pesar de que en el escenario base se ha considerado la reciente subida de los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles, existe el riesgo de que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes. Por ejemplo, el impacto de la sequía en los Estados Unidos sobre el precio internacional del maíz, es un factor importante de riesgo. Igualmente, un aumento de las tensiones en el Medio Oriente podría llevar a un incremento del precio del petróleo. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar presiones inflacionarias.

En el ámbito interno, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas, lo cual está asociado con el impacto de un eventual Fenómeno del Niño (aunque con menor probabilidad). Ello podría afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (pesqueros y agrícolas, principalmente).

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos choques inflacionarios alimentasen las expectativas de inflación.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

	2010	2011	2012 1/		2013 1/		2014 1/	
			RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
Var. % real								
1. Producto bruto interno	8,8	6,9	5,8	6,0	6,2	5,8 - 6,2	6,3	6,0 - 6,5
2. Demanda interna	13,1	7,2	6,3	7,1	6,4	6,2	6,5	6,3
a. Consumo privado	6,0	6,4	5,8	5,8	5,6	5,5	5,8	5,7
b. Consumo público	10,0	4,8	6,0	8,7	4,9	5,7	6,3	5,8
c. Inversión privada fija	22,1	11,7	10,2	13,5	8,7	8,2	8,7	8,2
d. Inversión pública	27,3	-17,8	31,0	23,7	10,0	14,3	9,3	11,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	1,3	8,8	5,7	3,3	7,7	7,7	8,5	9,4
4. Importaciones de bienes y servicios	24,0	9,8	8,3	9,0	8,3	8,1	8,9	8,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,6	3,6	2,8	2,7	3,2	3,0	3,4	3,3
Nota:								
Brecha de producto 2/ (%)	0,1	0,8	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var. %								
6. Inflación proyectada	2,1	4,7	2,0-3,0	3,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	28,7	19,6	2,8	0,5	-2,5	0,0	0,0	0,0
8. Tipo de cambio nominal 3/	-2,1	-4,3	-2,6	-5,1	0,0	-0,4	0,0	0,0
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-3,0	-5,8	-1,7	-8,9	0,4	-1,1	2,6	1,6
10. Términos de intercambio	17,9	5,4	-3,6	-6,6	-1,1	-2,1	-0,5	0,4
a. Índice de precios de exportación	29,9	20,0	-6,2	-5,2	-1,2	-2,1	1,5	1,5
b. Índice de precios de importación	10,1	13,8	-2,6	1,4	-0,1	0,1	2,0	1,1
Var. % nominal								
11. Circulante	25,4	12,9	17,5	14,0	13,0	13,0	13,2	13,2
12. Crédito al sector privado 4/	21,0	19,6	14,5	14,0	12,5	12,5	12,7	12,7
% PBI								
13. Tasa de inversión bruta fija	25,1	24,1	26,1	26,6	26,8	27,5	27,6	28,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,5	-1,9	-2,7	-3,9	-2,8	-4,1	-2,9	-3,8
15. Balanza comercial	4,4	5,3	3,4	1,8	3,1	1,3	3,0	1,6
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	8,7	6,8	7,2	7,9	5,4	5,8	5,1	5,7
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	21,0	21,1	21,4	21,2	21,7	21,2	21,7
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,2	18,1	19,1	19,1	19,2	19,5	19,2	19,6
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	1,9	1,1	1,5	1,0	1,1	1,0	1,1
20. Saldo de deuda pública total	23,3	21,2	19,4	20,0	18,2	18,6	16,8	17,2

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

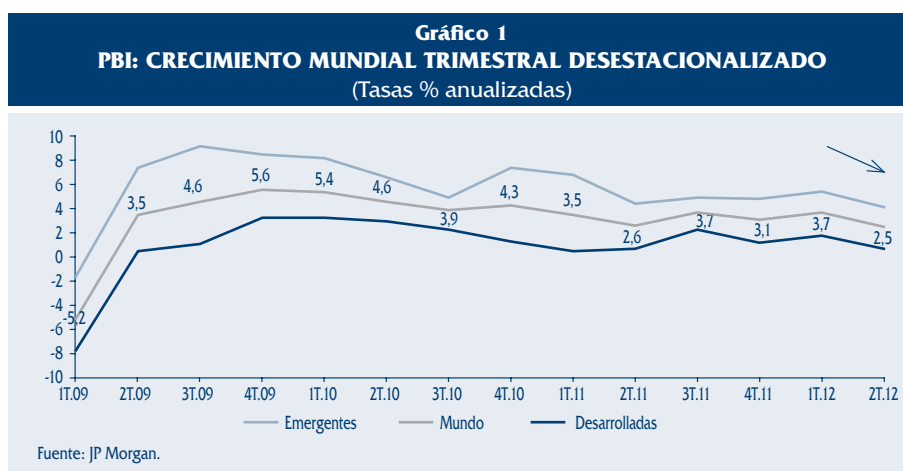
4/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

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

I. Escenario internacional

Actividad económica

1. En los últimos meses la actividad económica mundial ha mostrado una desaceleración mayor a la prevista. El PBI del segundo trimestre tuvo la menor tasa de crecimiento desde el primer trimestre de 2009 y los indicadores de actividad manufacturera continúan cayendo, ubicándose en promedio en la zona de contracción.



Esta evolución obedece principalmente a tres factores. En la **Eurozona**, la incertidumbre en torno a las economías con problemas de deuda viene afectando la confianza de los consumidores e inversionistas. Todo ello ha generado además un deterioro de las condiciones financieras y ha impactado en la desaceleración de las economías más grandes de la región.

En segundo lugar, la economía de **Estados Unidos** ha mostrado una recuperación más moderada que la prevista, a causa, por un lado, de la lenta evolución del empleo y del





mercado inmobiliario; y, por otro, de la incertidumbre en torno al acuerdo fiscal para el presupuesto de 2013. Los altos precios del petróleo, asociados a factores geopolíticos, es otro factor de incertidumbre que viene reduciendo el ingreso disponible y limitando la recuperación del consumo.

El tercer factor es la desaceleración de las economías emergentes, en particular de **China e India** (la segunda y cuarta economía en importancia, respectivamente, en términos del PBI medido en paridad de poder de compra), donde, a pesar de las medidas de estímulo ya adoptadas, se observa un menor impulso externo, choques climáticos desfavorables y desaceleración de la demanda interna. Al igual que en otras economías emergentes, el alza del precio de los alimentos —por el impacto que pueda tener sobre las expectativas de inflación— puede limitar la respuesta de política monetaria frente a la desaceleración económica.

- En este contexto, se estima que el crecimiento de la economía mundial será 3,1 por ciento en 2012, lo cual supone una revisión a la baja respecto a la proyección de junio. Para 2013 la tasa de crecimiento se estima en 3,5 por ciento (frente a 3,7 por ciento del Reporte previo).

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL: 2011 - 2014
(Variaciones porcentuales anuales)

	2010	2011	2012		2013		2014	
			RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
Economías desarrolladas	3,0	1,6	1,3	1,3	1,9	1,6	2,1	2,1
1. Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	2,2	2,4	2,0	2,5	2,4
2. Eurozona	2,0	1,5	-0,5	-0,5	0,5	0,3	1,3	1,3
Alemania	4,2	3,0	0,8	0,8	1,2	1,0	1,5	1,5
Francia	1,7	1,7	0,0	0,0	0,5	0,5	1,4	1,4
Italia	1,8	0,4	-1,8	-2,3	-0,3	-0,4	0,5	0,5
España	-0,3	0,4	-1,8	-1,6	-0,5	-1,3	1,2	0,8
3. Japón	4,4	-0,7	2,1	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5
4. Reino Unido	2,1	0,7	0,2	-0,4	1,1	1,4	1,5	1,5
5. Canadá	3,2	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
6. Otras economías desarrolladas	5,8	3,2	2,5	2,2	3,4	3,2	3,6	3,6
Economías en desarrollo	7,5	6,1	5,3	5,1	5,7	5,6	5,9	5,9
1. África subsahariana	5,3	5,1	4,3	4,3	5,4	5,4	5,4	5,4
2. Europa Central y del Este	4,6	5,2	2,0	2,0	3,0	2,8	3,4	3,4
3. Comunidad de estados independientes	4,6	4,7	4,0	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Rusia	4,0	4,1	3,9	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0
4. Asia en desarrollo	9,7	7,8	7,1	6,8	7,5	7,4	7,8	7,8
China	10,4	9,2	8,0	7,8	8,5	8,3	8,7	8,7
India	10,6	7,2	6,7	6,1	7,3	7,0	7,5	7,5
5. Oriente Medio y Norte de África	4,9	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7
6. América Latina y Caribe	6,1	4,5	3,5	3,1	3,8	3,7	3,9	3,9
Brasil	7,5	2,7	3,0	1,8	3,9	3,9	4,0	4,0
Economía mundial	5,2	3,8	3,2	3,1	3,7	3,5	3,9	3,9
Nota:								
BRICs 1/	9,4	7,4	6,6	6,2	7,2	7,0	7,3	7,3
Socios comerciales 2/	4,6	3,6	2,8	2,7	3,2	3,0	3,4	3,3

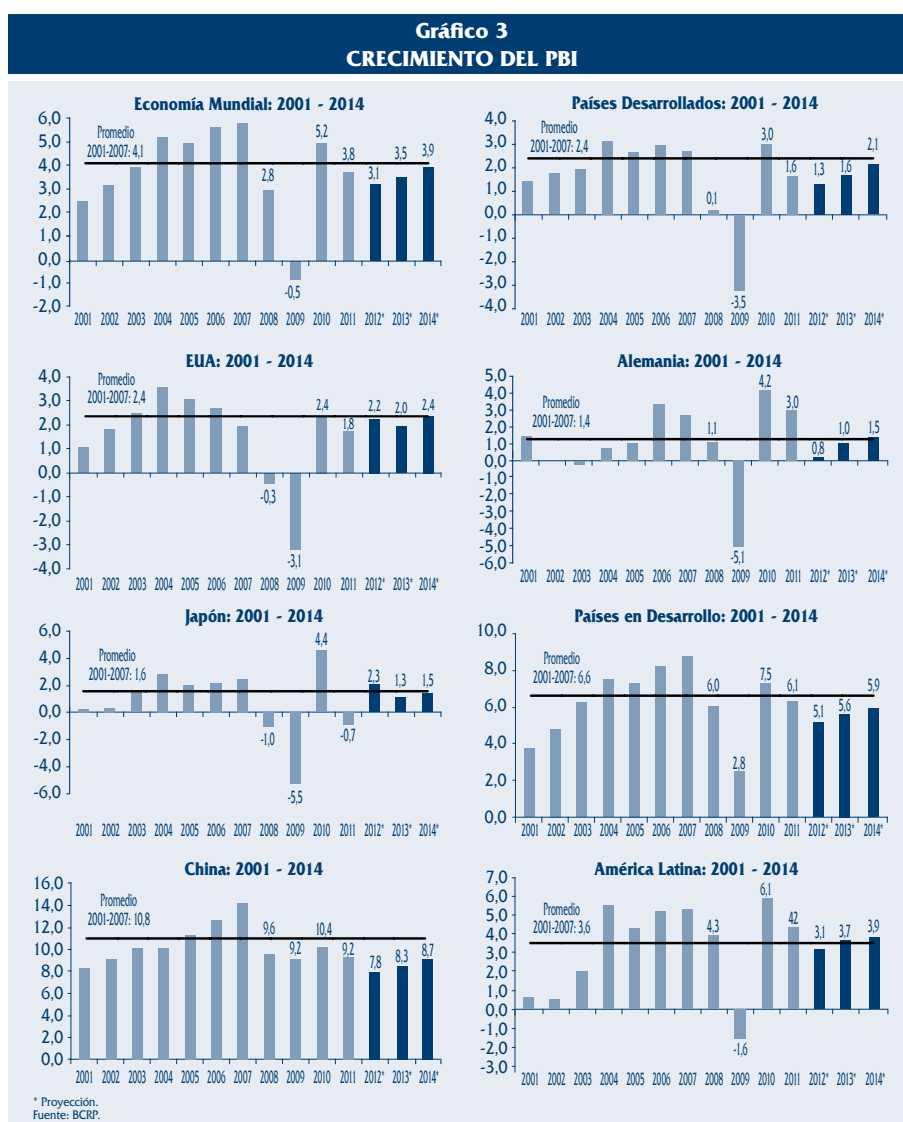
RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

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

Existen factores de riesgo que pueden llevar a un crecimiento mundial por debajo del escenario base. Los riesgos de un aumento adicional en los precios de los alimentos y del petróleo se suman a los riesgos de un agravamiento de la crisis de la **Eurozona**, un ajuste fiscal desordenado para **Estados Unidos** en 2013 y una desaceleración por encima de lo esperado en **China** y en otras economías emergentes. Sin embargo, la aplicación de medidas monetarias no convencionales y de estímulos fiscales, como las recientemente anunciadas por las autoridades de Estados Unidos y de la Eurozona, aminoran este riesgo.



Economías desarrolladas

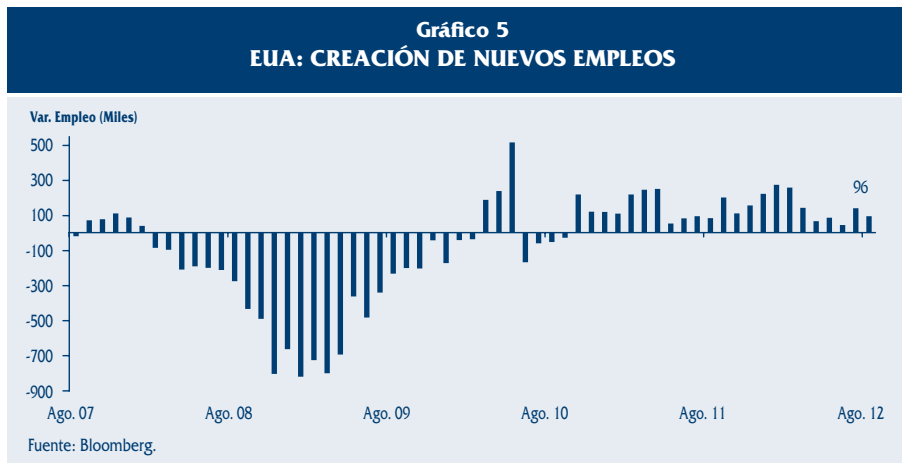
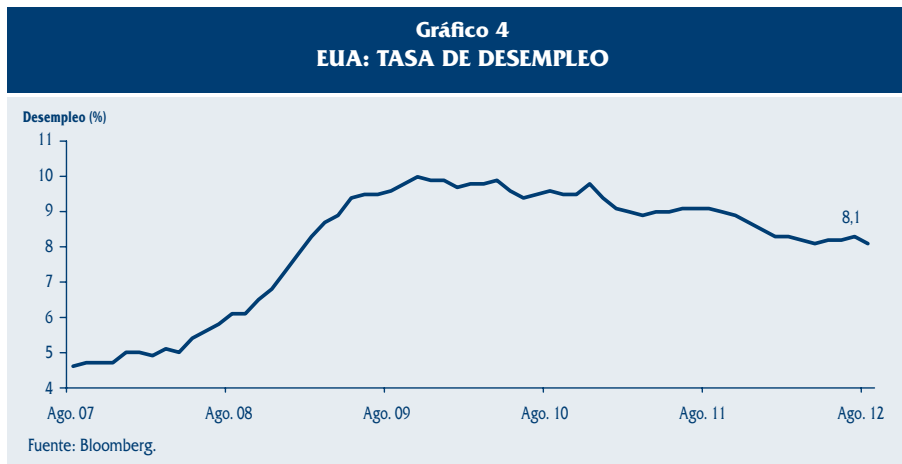
- El crecimiento de las economías desarrolladas continuó desacelerándose en el segundo trimestre. Las economías más grandes —**Estados Unidos, Alemania**

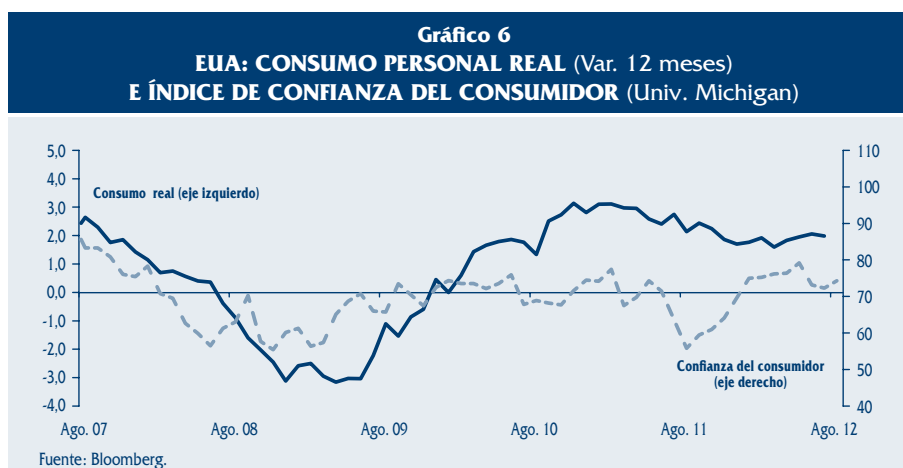




y **Japón**— continuaron creciendo a tasas positivas, aunque con señales de desaceleración, tendencia que se corrobora con los indicadores más recientes. Por otro lado, las economías de la **Eurozona** con problemas de deuda siguen registrando una contracción importante. En línea con ello, las proyecciones de crecimiento para las economías desarrolladas se han revisado a la baja, en particular para 2013.

4. En **Estados Unidos**, el menor crecimiento del producto en el segundo trimestre se explica por la desaceleración del consumo personal. El consumo de bienes durables se vio afectado por la débil situación del mercado de trabajo y por el deterioro en la confianza del consumidor. La tasa de desempleo cayó de 8,5 por ciento en diciembre de 2011 a 8,1 por ciento en agosto de este año; sin embargo, la creación de nuevos puestos de trabajo se ha desacelerado desde abril de 2012.





A diferencia del consumo, la inversión ha mostrado una evolución favorable destacando el crecimiento de la inversión residencial; el mercado inmobiliario muestra un incremento de los permisos de construcción y venta de viviendas. Este mayor dinamismo se reflejó en el incremento de los precios inmobiliarios en los últimos meses.

Cuadro 2
EUA: CRECIMIENTO DEL PBI TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO (I TRIM 2010 - II TRIM 2012)
 Tasas trimestrales anualizadas

	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10	1T.11	2T.11	3T.11	4T.11	1T.12	2T.12
PBI	2,3	2,2	2,6	2,4	0,1	2,5	1,3	4,1	2,0	1,7
Consumo Personal	2,5	2,6	2,5	4,1	3,1	1,0	1,7	2,0	2,4	1,7
Duradero	5,5	10,5	7,2	15,2	7,3	-2,3	5,4	13,9	11,5	0,0
No Duradero	5,1	0,1	2,2	4,5	4,6	-0,3	-0,4	1,8	1,6	0,5
Servicios	1,2	2,3	1,9	2,3	2,0	1,9	1,8	0,3	1,3	2,4
Inversión Bruta	19,8	14,6	16,4	-5,9	-5,3	12,5	5,9	33,9	6,1	3,0
Inversión Fija	-0,9	14,5	-1,0	7,6	-1,3	12,4	15,5	10,0	9,8	5,1
No Residencial	2,1	12,3	7,7	9,2	-1,3	14,5	19,0	9,5	7,5	4,2
Residencial	-11,4	23,1	-28,6	1,5	-1,4	4,1	1,4	12,1	20,5	8,9
Exportaciones	5,9	9,6	9,7	10,0	5,7	4,1	6,1	1,4	4,4	6,0
Importaciones	10,4	20,2	13,9	0,0	4,3	0,1	4,7	4,9	3,1	2,9
Gasto de Gobierno	-3,1	2,8	-0,3	-4,4	-7,0	-0,8	-2,9	-2,2	-3,0	-0,9

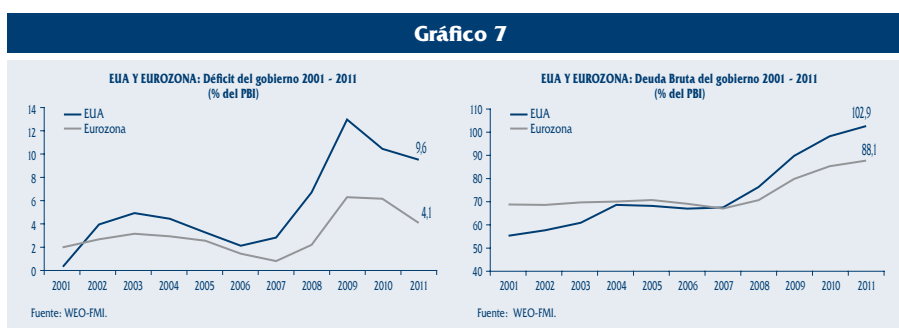
Fuente: US Bureau of Economic Analysis.

En este contexto, la proyección de crecimiento de Estados Unidos se ha corregido a la baja de 2,4 a 2,2 por ciento en 2013. La proyección para el año 2012 se mantiene en línea con la ejecución del segundo trimestre del año y los débiles datos de actividad, empleo y confianza.





El principal factor de riesgo en esta proyección se centra en un posible ajuste desordenado en las cuentas fiscales a partir de 2013, de no llegarse a un acuerdo sobre el presupuesto fiscal hacia diciembre. Se prevé además una nueva negociación sobre el límite de la deuda pública considerando que el saldo actual que es de aproximadamente US\$ 16 billones se encuentra en un nivel cercano al límite establecido a inicios de este año de US\$ 16,4 billones.

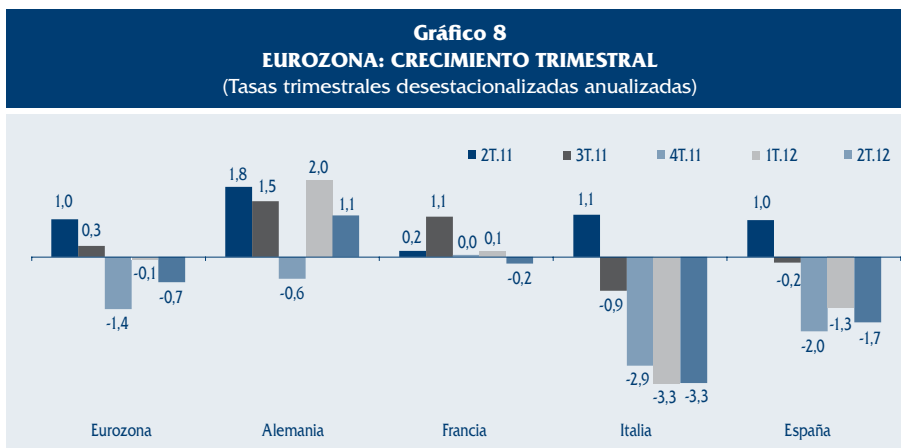


Las presiones inflacionarias en los Estados Unidos se han desacelerado. La inflación total del IPC pasó de 3,0 por ciento anual en diciembre de 2011 a 1,4 por ciento en julio de 2012, mientras que la inflación subyacente cayó ligeramente a 2,1 por ciento. En este contexto, la FED en su comunicado del 13 de setiembre, anunció un tercer programa de expansión monetaria (QE3) consistente en la compra de títulos por un monto mensual de US\$ 40 mil millones, aunque sin una fecha explícita de culminación. Además, anunció que mantendría tasas de interés excepcionalmente bajas hasta por lo menos mediados de 2015 (previamente la fecha era mediados de 2014).

5. En la **Eurozona**, la actividad económica tuvo una contracción de 0,7 por ciento en el segundo trimestre, luego de permanecer estancada en el primero. Se estima que la región registrará una disminución de 0,5 por ciento en 2012, para recuperarse ligeramente en 2013. Las economías con problemas de deuda tendrían una contracción durante el período 2012-2013, mientras que el crecimiento de las economías del norte sería menor al previsto en el Reporte de Inflación de junio.

En **Alemania**, la principal economía de la **Eurozona**, el PBI muestra una expansión de 1,1 por ciento en el segundo trimestre y los indicadores de mayor frecuencia reflejan una desaceleración, que se explica por un menor dinamismo de la inversión y por el deterioro del clima de negocios. Asimismo, las exportaciones dentro de la **Eurozona** han disminuido y podrían verse aún más afectadas por la reciente evolución de **China**. En línea con estos desarrollos, la proyección de crecimiento de Alemania se ha revisado a la baja para 2013, de 1,2 a 1,0 por ciento.

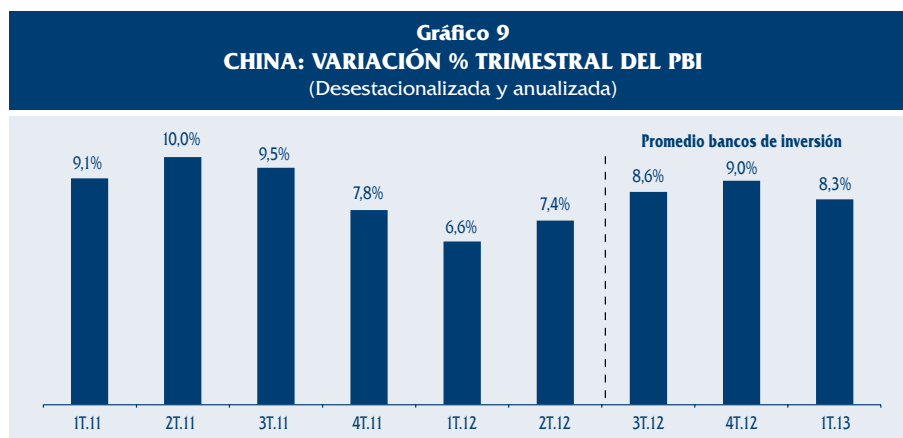
Las economías periféricas continuaron afectadas por los temores respecto a una nueva reestructuración de **Grecia** y por la posición fiscal de **España** e **Italia**, debilitada por perspectivas de bajo crecimiento, alto desempleo y desfavorables condiciones de financiamiento. Se estima que las tasas negativas de crecimiento para estas economías se prolonguen hasta 2013, más allá de lo previsto en el anterior Reporte de Inflación.



6. En **Japón**, la economía ha continuado con una evolución favorable debido al gasto de reconstrucción (tras el sismo del año pasado) y al dinamismo del consumo de bienes durables y de servicios. El crecimiento del consumo se ve impulsado por el incentivo a la compra de autos híbridos y por expectativas en torno al fin del proceso deflacionario (la inflación ha permanecido en niveles positivos durante la mayor parte del año).

Economías emergentes

7. La desaceleración reciente de las economías emergentes ha superado las previsiones iniciales. La situación de la **Eurozona** y el menor crecimiento de **Estados Unidos** han afectado los volúmenes de comercio, particularmente en **Asia**, mientras que la caída en el precio de los *commodities*, específicamente en los metales básicos, ha afectado a las economías de **América Latina**.
8. En el caso de **China**, la inversión ha mostrado un menor dinamismo por la evolución de los gastos en infraestructura, mientras que el sector exportador se ha visto afectado por la menor demanda por parte de la mayoría de economías desarrolladas, particularmente de la **Eurozona**.





A nivel sectorial, continúa la desaceleración de la producción industrial observada desde fines de 2011. Las medidas tomadas por el gobierno para estimular la demanda agregada, en particular la inversión, aún no se reflejan en una recuperación considerable. Sin embargo, los mercados aún esperan un repunte en la segunda mitad del año. Las proyecciones para 2012 y 2013 se han revisado ligeramente a la baja (a 7,8 y 8,3 por ciento, respectivamente).

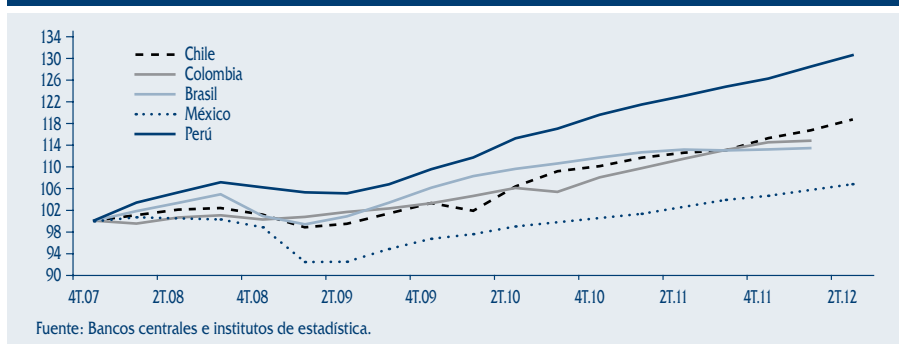
Cuadro 3
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA: 2010 - 2012

	2010	2011				2012		
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	May.	Jun.	Jul.
Índice PMI de manufactura (50 nivel neutral)	53,9	53,4	50,9	51,2	50,3	50,4	50,2	50,1
Producción Industrial (var. % 12 meses)	13,5%	14,8%	15,1%	13,8%	12,8%	9,6%	9,5%	9,2%
Inversión en activos fijos (var. % 12 meses)	24,5%	25,0%	25,6%	24,9%	23,8%	20,1%	20,4%	20,4%
Ventas minoristas (var. % 12 meses)	19,1%	17,4%	17,7%	17,7%	18,1%	13,8%	13,7%	13,1%
Exportaciones (var. % 12 meses)	17,9%	35,8%	17,9%	17,1%	13,4%	15,3%	11,3%	1,0%
Importaciones (var. % 12 meses)	25,6%	27,3%	19,3%	20,9%	11,8%	12,7%	6,3%	4,7%
Nuevos préstamos (miles millones de yuanes)	481	679	634	470	641	793	920	540
Inflación (var. % 12 meses)	4,6%	5,4%	6,4%	6,1%	4,1%	3,0%	2,2%	1,8%
Inflación alimentos (var. % 12 meses)	9,6%	11,7%	14,4%	13,4%	9,1%	6,4%	3,8%	2,4%

Fuente: Bloomberg.

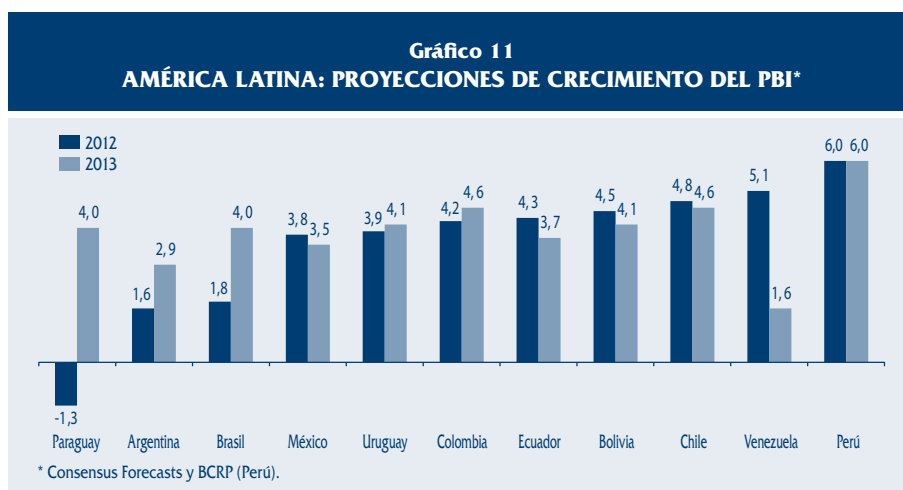
9. En **América Latina**, la mayoría de economías continuaron mostraron tasas positivas de crecimiento. Sin embargo en muchas de ellas —con excepción de Chile y Perú— se observó una desaceleración en línea con los desarrollos de la economía global y, en menor medida, con la evolución de la demanda interna.

Gráfico 10
EVOLUCIÓN DEL PBI DE AMÉRICA LATINA
(Datos desestacionalizados, 4T.07=100)



La mayor desaceleración se ha observado en **Brasil**, donde la actividad industrial ha acumulado (en términos anuales) diez meses consecutivos de caídas y el crédito muestra tasas de crecimiento cada vez menores. En este contexto, el gobierno ha implementado un conjunto de medidas destinado a construir más infraestructura y el banco central ha continuado reduciendo su tasa de interés. Por el contrario, el mayor crecimiento de Chile se explica por el repunte de la demanda interna,

en particular el consumo, lo que fue contrarrestado parcialmente por las menores exportaciones.



Respecto a la inflación, durante los dos últimos meses las tasas de inflación presentaron comportamientos diferentes entre los países de la región, en un contexto en el que las cotizaciones internacionales de los alimentos aumentaron por choques de oferta en importantes zonas productoras y exportadoras, y los precios del crudo se recuperaron. Dentro del conjunto de los países con metas explícitas, la inflación aumentó en **Brasil** y **México**, mientras que en **Chile**, **Colombia** y **Uruguay** las tasas de inflación siguieron corrigiendo a la baja.

10. Dentro del resto de economías emergentes, destaca la desaceleración de **India**, afectada por la débil demanda externa, problemas de oferta agrícola causados por perturbaciones en el ciclo de lluvias y un clima de inversión desfavorable por los altos niveles de inflación y tasas de interés. Por su parte, las principales economías de **Europa del Este** y **Rusia** continuaron mostrando signos de desaceleración en el segundo trimestre influidos principalmente por la evolución de la Eurozona y sus proyecciones han sido revisadas ligeramente a la baja.

Mercados financieros

11. La evolución de los mercados financieros internacionales estuvo marcada por las tensiones en la Eurozona que afectaron principalmente a los mercados bursátiles y de deuda europeos, y por las mayores evidencias respecto a una desaceleración económica global.

Respecto a lo primero, la acentuación de la crisis de la Eurozona se explica principalmente por la incertidumbre sobre la renegociación del programa de Grecia (y su posible retiro de la Eurozona) y por la situación de España. Estos eventos han elevado los riesgos financieros, particularmente en España e Italia, generando incertidumbre sobre





la posibilidad de que estos países requieran en un futuro cercano un rescate soberano similar al de Grecia, Portugal e Irlanda. Asimismo, los mercados financieros se vieron afectados por las señales de desaceleración del crecimiento mundial.

Ante este escenario, los líderes europeos tomaron medidas a fines de junio; asimismo, se incrementaron las expectativas de nuevos estímulos por parte de la mayoría de economías desarrolladas y de nuevas compras de bonos por parte del BCE, que se anunció finalmente en setiembre. Del mismo modo la FED anunció un nuevo estímulo monetario (programa de expansión monetaria cuantitativa, o *Quantitative Easing*). Ambos factores han revertido temporalmente la aversión al riesgo y contrarrestaron parcialmente las tensiones en los mercados financieros.

12. En los **mercados de deuda soberana**, las tensiones en torno a Grecia y España mantuvieron los *spreads* elevados durante los últimos meses. Los rendimientos de España estuvieron por encima de los de Italia y en varias oportunidades superaron el 7 por ciento y alcanzaron nuevos records. En las últimas semanas de agosto, sin embargo, la tendencia se corrigió ante las expectativas de intervención del BCE en los mercados de bonos.

La crisis de deuda de la Eurozona: eventos recientes

Cumbre europea

1. El 28 y 29 de junio tuvo lugar una cumbre de líderes europeos para discutir opciones de política contra la crisis. Entre las medidas acordadas, las más significativas fueron:
 - Nombrar al BCE como regulador único de la banca de la Eurozona, lo que implicaría el establecimiento de un esquema de regulación.
 - Posibilitar que los fondos de rescate intervengan en los mercados secundarios de deuda soberana para estabilizar los mercados en el corto plazo.
 - Posibilitar que los fondos de rescate, una vez operativo el esquema de regulación bancaria, participen directamente en la recapitalización bancaria, sin requerir un programa total con el FMI/UE.

Intervención del BCE en el mercado de bonos

2. En su reunión de política del 2 de agosto, donde mantuvo su tasa en 0,75 por ciento, el BCE anunció que está trabajando en un plan para reiniciar sus compras de bonos soberanos en el mercado secundario, las que se darían en los tramos de corto plazo (para evitar violar el tratado que impide financiar los déficit de los gobiernos). Cabe señalar que el BCE no compra bonos soberanos desde marzo de este año y su saldo bordea los 200 mil millones. Posteriormente ha señalado que las intervenciones no se darían antes de setiembre. Asimismo señaló que cualquier intervención debe ser precedida por compras de los fondos de estabilización existentes. Asimismo, recientemente la intervención del BCE ha encontrado oposición en Finlandia y en el Bundesbank.

En setiembre, el BCE anunció la compra de bonos en el mercado secundario. Señaló que comprenderán títulos de corto plazo (entre 1 y 3 años), no tendrán límites cuantitativos a priori (serán discretionales y potencialmente ilimitadas), serán totalmente esterilizadas. Señaló además que se requieren de la existencia previa de un programa total (de Ajuste Macroeconómico) o preventivo (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada) con los fondos de rescate (EFSF/ESM). Asimismo, anunció el relajamiento en su política de colaterales.

Grecia

3. Con los resultados de las nuevas elecciones del 17 de junio se logró conformar un gobierno de coalición a favor del programa FMI/UE, disipándose el riesgo de salida del país de la Eurozona.

En julio, la “troika” (la Comisión Europea, el BCE y el FMI) inició la revisión del programa. El incumplimiento de metas y la solicitud de mayor financiamiento generaron nuevos temores de retiro del país de la región ante la renuencia de los líderes europeos de otorgar mayores concesiones al país. En los primeros días de agosto, el gobierno de coalición logró acordar medidas de ahorro fiscal por € 11,5 mil millones para 2013-14, requeridas por el programa (aunque existen desacuerdos en la coalición gobernante sobre la composición de las políticas para llegar a dicha cifra). La Troika señaló avances en las conversaciones con el gobierno sobre el programa: la misión de evaluación informó que las negociaciones con el nuevo gobierno fueron productivas y que habrá otra reunión a inicios de setiembre. Sin embargo, existe incertidumbre sobre la posibilidad de que el gobierno solicite prorrogar el programa de ajuste fiscal de 2014 a 2016, con un financiamiento adicional de € 20 mil millones, y por lo tanto sobre la posición de Grecia en la Unión Europea, lo que ha generado nuevamente incertidumbre en los mercados

España

4. En España, las fuertes pérdidas de Bankia (el cuarto banco del sistema), asociadas con su exposición en el mercado inmobiliario, y su posterior nacionalización, generaron incertidumbre respecto a la posición financiera del resto de la banca española y a la capacidad del gobierno de lograr una adecuada recapitalización.

Esta situación llevó al gobierno a solicitar el rescate de la UE/FMI (el cuarto país en hacerlo) para la recapitalización bancaria. Los líderes ya han acordado un préstamo de hasta € 100 mil millones. A cambio de ello, el gobierno anunció mayores medidas de ajuste fiscal (por € 65 mil millones) con el fin de asegurar el cumplimiento de las nuevas metas de déficit. El plan presupuestal entregado a la Comisión Europea propone medidas por € 102 mil millones para cumplir con las metas de déficit fiscal para 2012, 2013 y 2014 (6,3%, 4,5% y 2,8% del PBI, respectivamente). Asimismo, el gobierno introdujo límites a las deudas de las 17 regiones semiautónomas para poder cumplir con sus metas presupuestales. Todas las regiones, excepto cuatro, han votado a favor de los límites de endeudamiento. En conjunto, las regiones registraron, en 2011, ratios de deuda y déficit de 13,1% y 3,3% del PBI, respectivamente.





Sin embargo, no se ha disipado la posibilidad de que el país solicite en el futuro un rescate total, que implique una condicionalidad para la política fiscal y la implementación de reformas estructurales, como en el caso de Grecia, Irlanda y Portugal.

Italia

5. El Primer Ministro solicitó apoyo al Parlamento para acelerar la aprobación de recortes por más de € 4 mil millones este año (ya respaldados por un voto de confianza del Senado la semana pasada), los cuales permitirán postergar una elevación del IVA.

Sin embargo, los mercados consideran la posibilidad de incumplimiento de la meta de déficit fiscal de este año, dada la débil perspectiva de crecimiento.

Cuadro 4
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Fin de periodo				Variaciones en puntos básicos		
	Dic.11 (4)	Mar.12 (3)	Jun.12 (2)	Ago.12 (1)	Jun.12 (1)-(2)	Mar.12 (1)-(3)	Dic.11 (1)-(4)
CDS (pbs)							
EUA	49	30	48	40	-8	10	-9
Reino Unido	98	63	69	54	-15	-10	-44
Alemania	102	74	102	63	-39	-12	-40
Francia	220	168	189	139	-50	-29	-81
España	380	436	526	519	-7	83	139
Italia	484	395	484	468	-16	72	-17
Grecia 1/	8 786	25 423	10 667	14 543	3 876	-10 880	5 757
Portugal	1 082	1 070	786	656	-130	-414	-426
Irlanda	724	573	553	435	-118	-138	-289
Rendimiento del Tesoro de 10 años (%)							
EUA	1,87	2,21	1,64	1,55	-10	-66	-32
Reino Unido	1,98	2,20	1,73	1,53	-21	-68	-45
Alemania	1,83	1,79	1,58	1,36	-23	-44	-47

Fuente: Bloomberg.

1/ Producto de la reestructuración de deuda griega el *spread* griego se redujo hasta un nivel de 5 730 puntos básicos.

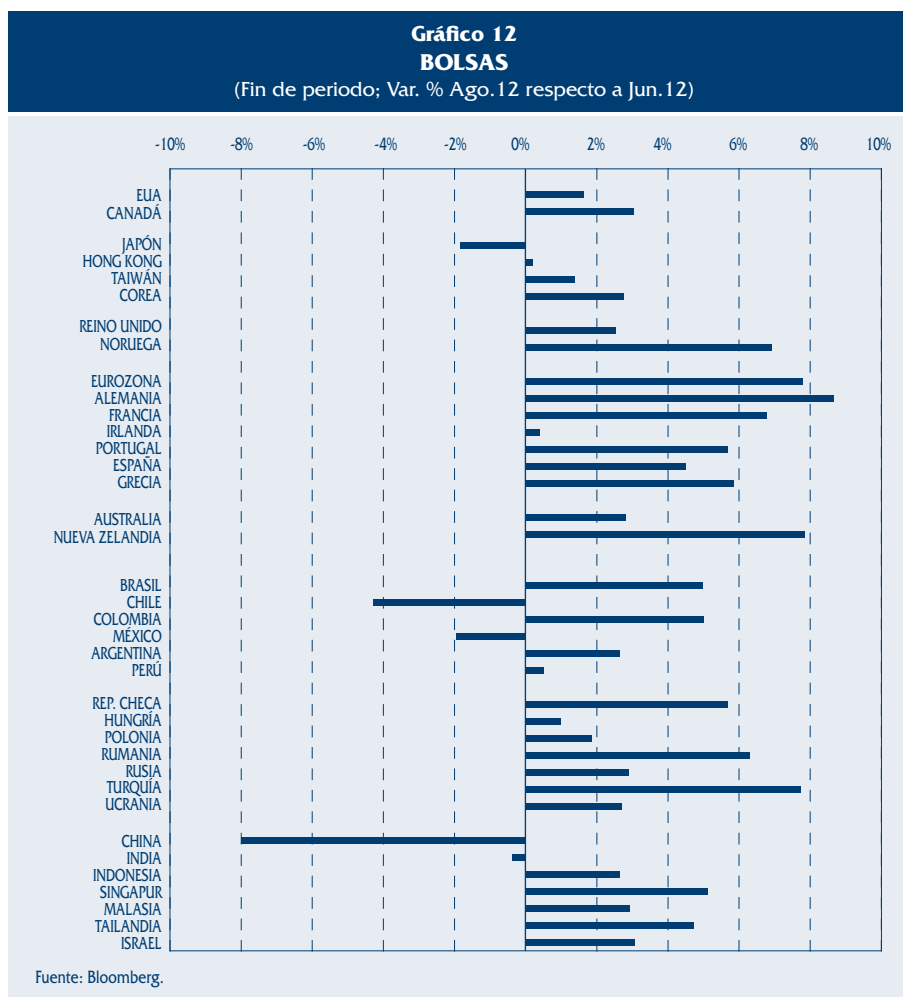
Por el contrario los rendimientos de los activos considerados seguros continuaron observando una tendencia a la baja. El rendimiento del bono alemán a 10 años alcanzó su rendimiento más bajo en dos años y el bono del Tesoro norteamericano se mantuvo por debajo de 2 por ciento desde el 12 de abril. Asimismo, las letras de plazos más cortos (a un año o menos) emitidas por Francia y Alemania llegaron incluso a registrar rendimientos negativos.

En el mismo sentido, los mercados de deuda de los países de América Latina mostraron una evolución favorable, corrigiendo el comportamiento mostrado durante el segundo trimestre de 2012. Esta evolución se da además en un contexto en el que

algunas economías de la región —como Uruguay y Perú— registraron una mejora en su calificación de riesgo soberano.

- En los mercados bursátiles se registró una leve recuperación en los últimos meses, aunque sin revertir las caídas del primer semestre. En la mayoría de los casos, las expectativas de estímulos adicionales por parte de las principales economías desarrolladas y China, y los resultados corporativos favorables en EUA contrarrestaron los efectos de la desaceleración económica mundial y la incertidumbre en torno a la Eurozona.

Los mayores incrementos se registraron en algunas economías de la Eurozona que, como Alemania y Francia, presentan un comportamiento diferenciado respecto a otros países de la región y que, por ello, han recibido importantes flujos de capital. Las bolsas de EUA también tuvieron un comportamiento alcista, por los resultados corporativos del segundo trimestre y por las expectativas de estímulo por parte de la FED. En el otro extremo destacan las caídas de China y Chile, afectados, en el primer caso, por la marcada desaceleración y, en el segundo, por la caída del precio del cobre.





Mercados de dinero

14. Los mercados de dinero se estabilizaron a raíz de las inyecciones de liquidez realizadas por el BCE a fines de febrero. Esta tendencia ha proseguido en los últimos meses, favorecida por los altos niveles de liquidez y las bajas tasas de interés de política (la tasa de interés de política monetaria del BCE se redujo en 25 pbs. y alcanzó un mínimo histórico). Así, el diferencial entre la Euribor y la tasa OIS, que mide las tensiones en los mercados de dinero, se mantuvo estable luego de la fuerte reducción observada en junio.



Tipo de cambio

15. La situación de la Eurozona y las débiles perspectivas de crecimiento llevaron a un incremento en la demanda por dólares y otras monedas de refugio como el yen. Así, entre junio y agosto el dólar se fortaleció 0,7 por ciento frente al euro, llegando incluso a alcanzar el 24 de julio su mayor nivel en dos años. Sin embargo, ante la expectativa y posterior anuncio de las medidas de la FED del 13 de setiembre, en US dólar ha retomado su tendencia depreciatoria. El yen, por su parte, registró una apreciación de 1,8 por ciento respecto al dólar en el mismo período, aunque mostró una marcada volatilidad en los últimos meses, afectado en parte por el deterioro de la balanza comercial.



En los dos últimos meses, las monedas de la región han presentado un comportamiento volátil respecto al dólar, acumulando variaciones mixtas, en un contexto de incertidumbre asociado a la crisis de deuda europea. Por un lado, el peso argentino y el peso colombiano continuaron depreciándose, mientras que el peso chileno, el peso mexicano y el real brasileño se apreciaron.

En Chile, el peso se apreció por el mayor ingreso de capitales y las expectativas de menor inflación; en tanto que en Brasil el real se apreció sólo 0,3 por ciento.

Respecto al cierre de 2011, las monedas de la región muestran apreciaciones acumuladas respecto al dólar, con excepción del real brasileño y el peso argentino. En Brasil, la depreciación (9,0 por ciento) obedecería en parte a los nuevos recortes de tasas de política por parte de la autoridad monetaria y los menores flujos de capital. Según estadísticas del banco central brasileño, entre enero y agosto se registró una entrada neta de capital por US\$ 22 mil millones (se registraron salidas netas en mayo y agosto), monto menor al registrado durante similar periodo del año previo (US\$ 60 mil millones).

Cuadro 5
TIPOS DE CAMBIO
(Fin de período)

	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Ago.12	Var. porcentual con respecto a:		
								Jun.12	Dic.11	Dic.10
Canadá	1,217	1,052	0,997	1,019	0,998	1,017	0,986	-3,0	-3,2	-1,0
Japón	90,60	92,90	81,15	76,94	82,79	79,79	78,39	-1,8	1,9	-3,4
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,463	1,616	1,560	1,554	1,601	1,571	1,587	1,0	2,1	1,7
Eurozona (US\$/u.m.)	1,398	1,432	1,338	1,295	1,334	1,267	1,258	-0,7	-2,9	-6,0
Suiza	1,067	1,036	0,934	0,938	0,902	0,949	0,955	0,7	1,8	2,3
Brasil	2,313	1,743	1,659	1,863	1,826	2,037	2,031	-0,3	9,0	22,4
Chile	635,5	507,2	467,8	519,3	488,1	501,1	480,6	-4,1	-7,4	2,7
Colombia	2 246	2 040	1 915	1 936	1 787	1 784	1 825	2,3	-5,7	-4,7
México	13,65	13,06	12,36	13,95	12,80	13,36	13,19	-1,3	-5,4	6,8
Argentina	3,454	3,799	3,979	4,302	4,377	4,572	4,639	1,5	7,8	16,6
Perú	3,136	2,890	2,808	2,697	2,669	2,653	2,612	-1,5	-3,2	-7,0
Hungría	188,30	187,96	208,15	243,28	220,49	225,84	225,92	0,0	-7,1	8,5
Polonia	2,96	2,86	2,96	3,44	3,10	3,35	3,31	-1,0	-3,7	12,1
Rusia	30,53	30,31	30,57	32,19	29,32	32,42	32,31	-0,4	0,4	5,7
Turquía	1,54	1,50	1,54	1,88	1,78	1,81	1,82	0,5	-3,5	18,3
China	6,82	6,83	6,59	6,29	6,30	6,35	6,35	-0,1	0,9	-3,7
India	48,58	46,40	44,70	53,01	50,87	55,64	55,53	-0,2	4,7	24,2
Israel	3,78	3,79	3,52	3,81	3,70	3,91	4,01	2,7	5,4	14,0

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Cabe señalar que las presiones apreciatorias observadas en las economías emergentes, en particular en aquellas con mejores fundamentos y menor percepción de riesgo, se explican en parte por el retorno de los flujos de capitales ante la expectativa de mantenimiento del estímulo monetario por un período prolongado en las economías desarrolladas. Los precios de los *commodities* también han dado soporte a las monedas.



**Decisiones de política monetaria**

16. En los últimos meses la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política, en un contexto de alta incertidumbre en el entorno internacional. En muchas economías, las presiones inflacionarias —influidas por los altos precios de los alimentos y del petróleo— limitaron la respuesta de política monetaria.

Así, de los 33 países sujetos a seguimiento, desde el mes de junio 23 países mantuvieron tasas, nueve la redujeron y sólo uno (Serbia) la elevó. Las mayores disminuciones de tasas se dieron en Pakistán, Brasil y Sudáfrica, países que enfrentan, simultáneamente, una desaceleración económica más marcada y una reducción importante en las presiones inflacionarias. También destaca la reducción de 25 pbs. del BCE en un contexto de recesión en varias de sus economías y de presiones inflacionarias contenidas.

Cuadro 6
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Set.08	Dic.08	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Ago.12	Variaciones respecto a:	
							Jun.12	Dic.11
Pakistán	13,0	15,0	12,0	12,00	12,00	10,50	-150	-150
Brasil	13,8	13,8	11,0	9,75	8,50	7,50	-100	-350
Sudáfrica	12,0	11,5	5,5	5,50	5,50	5,00	-50	-50
China	7,2	5,3	6,6	6,56	6,31	6,00	-31	-56
BCE	4,3	2,5	1,0	1,00	1,00	0,75	-25	-25
Corea del Sur	5,3	3,0	3,3	3,25	3,25	3,00	-25	-25
Colombia	10,0	9,5	4,8	5,25	5,25	4,75	-50	0
Filipinas	6,0	5,5	4,5	4,00	4,00	3,75	-25	-75
Hungría	8,5	10,0	7,0	7,00	7,00	6,75	-25	-25
Australia	7,0	4,3	4,3	4,25	3,50	3,50	0	-75
Chile	8,3	8,3	5,3	5,00	5,00	5,00	0	-25
Estados Unidos	2,0	0,3	0,3	0,25	0,25	0,25	0	0
Indonesia	9,3	9,3	6,0	5,75	5,75	5,75	0	-25
Islandia	15,5	18,0	4,8	5,00	5,75	5,75	0	100
Japón	0,5	0,1	0,1	0,10	0,10	0,10	0	0
Perú	6,5	6,5	4,3	4,25	4,25	4,25	0	0
Reino Unido	5,0	2,0	0,5	0,50	0,50	0,50	0	0
Turquía	16,8	15,0	5,8	5,75	5,75	5,75	0	0
Eslovaquia	4,3	2,5	2,5	2,50	2,50	2,50	0	0
Canadá	3,0	1,5	1,0	1,00	1,00	1,00	0	0
India	9,0	6,5	8,5	8,50	8,00	8,00	0	-50
Israel	4,3	2,5	2,8	2,50	2,25	2,25	0	-50
Malasia	3,5	3,3	3,0	3,00	3,00	3,00	0	0
México	8,3	8,3	4,5	4,50	4,50	4,50	0	0
Noruega	5,8	3,0	1,8	1,50	1,50	1,50	0	-25
Nueva Zelanda	7,5	5,0	2,5	2,50	2,50	2,50	0	0
Polonia	6,0	5,0	4,5	4,50	4,75	4,75	0	25
Suecia	4,8	2,0	1,8	1,50	1,50	1,50	0	-25
Suiza	2,8	0,5	0,3	0,25	0,25	0,25	0	0
Tailandia	3,8	2,8	3,5	3,00	3,00	3,00	0	-50
Taiwán	3,5	2,0	1,9	1,88	1,88	1,88	0	0
Uruguay	7,3	7,8	8,8	8,75	8,75	8,75	0	0
Serbia	15,8	17,8	9,8	9,50	10,00	10,50	50	75

Fuente: Reuters y Bloomberg.

Términos de intercambio y precios de *commodities*

17. En lo que va de 2012, las cotizaciones muestran variaciones mixtas respecto al cierre del año pasado. Las cotizaciones de metales básicos y petróleo registran caídas acumuladas ante la incertidumbre en torno a la crisis de deuda europea y las expectativas de menor crecimiento mundial, tanto en las economías desarrolladas como emergentes. Por el contrario, los precios internacionales de los alimentos presentaron alzas importantes desde julio, debido a factores de oferta negativos en las principales zonas productoras de EUA y de la región del Mar Negro, mientras que la cotización del petróleo se vio impulsada por las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente.

En el horizonte de proyección se espera que, en promedio, los términos de intercambio bajen 6,6 por ciento en 2012. Esta caída es mayor a la prevista en el Reporte de Inflación anterior, debido a la recuperación esperada de los precios de importación, que aumentarían 1,4 por ciento en promedio por los mayores precios estimados de los alimentos. Por su lado, los precios de las exportaciones caerían 5,2 por ciento, corrección ligeramente menor a la estimada en el Reporte previo.

Cuadro 7
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2010 - 2014
(Datos promedios anuales)

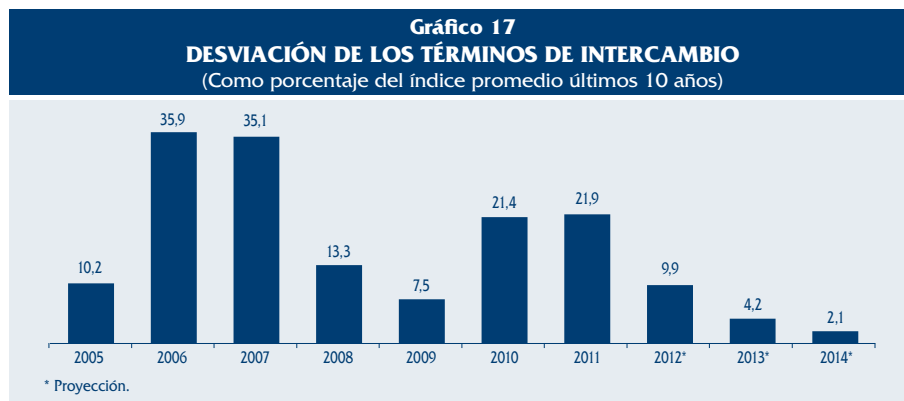
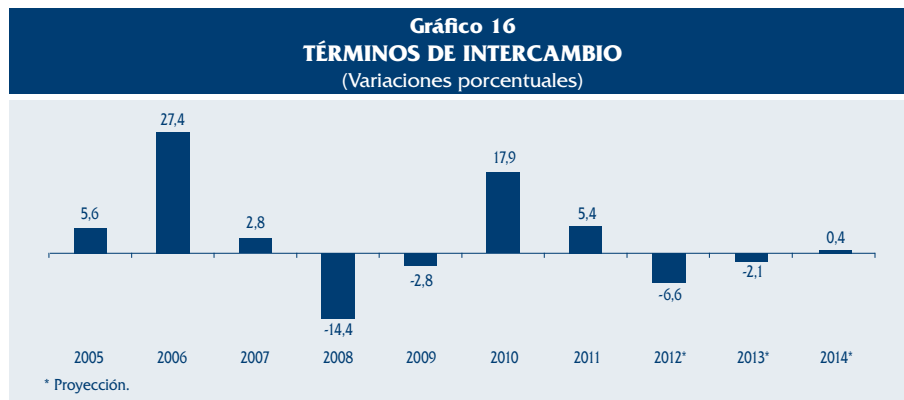
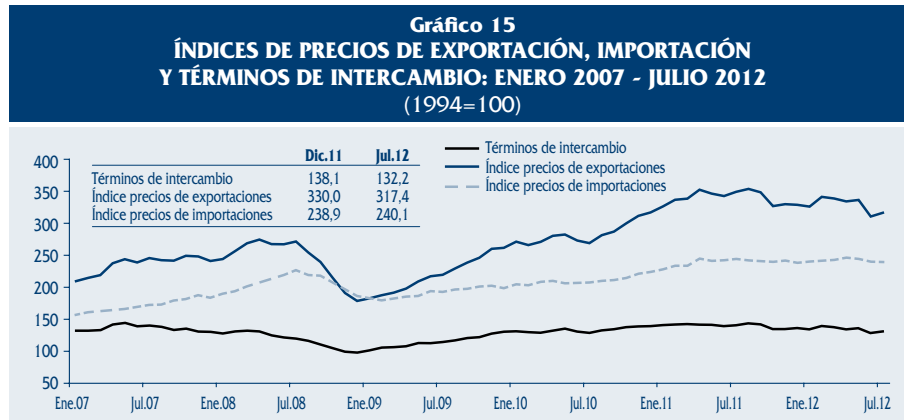
	Ejecución		2012		2013		2014	
	2010	2011	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
Términos de intercambio 1/	17,9	5,4	-3,6	-6,6	-1,1	-2,1	-0,5	0,4
Precios de Exportaciones 1/	29,9	20,0	-6,2	-5,2	-1,2	-2,1	1,5	1,5
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	342	400	357	359	348	358,3	347	357,5
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	98	100	88	87	88	88,0	88	89
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	98	109	91	91	89	93	89	95
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 225	1 570	1 624	1 661	1 600	1 700	1 600	1 700
Precios de Importaciones 1/	10,1	13,8	-2,6	1,4	-0,1	0,1	2,0	1,1
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	79	95	98	96	95	95	95	95
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	195	280	251	280	277	330	282	324
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	157	262	234	281	214	295	209	259
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	859	1 191	1 140	1 182	1 143	1 254	1 132	1 209

RI: Reporte de Inflación.

1/ Promedio var. % anual.

Cabe señalar, sin embargo, que en el actual contexto de elevada incertidumbre respecto a un mayor deterioro de la economía mundial, las posibles medidas de estímulo monetario adicionales por parte de los principales bancos centrales del mundo, pueden aumentar la liquidez global, induciendo, de esta manera, mayores alzas en los precios de los *commodities*, tal como se ha registrado en las últimas semanas, tras la difusión de las minutas de la FED y las expectativas de nuevas medidas no convencionales por parte de los bancos centrales chino y japonés.

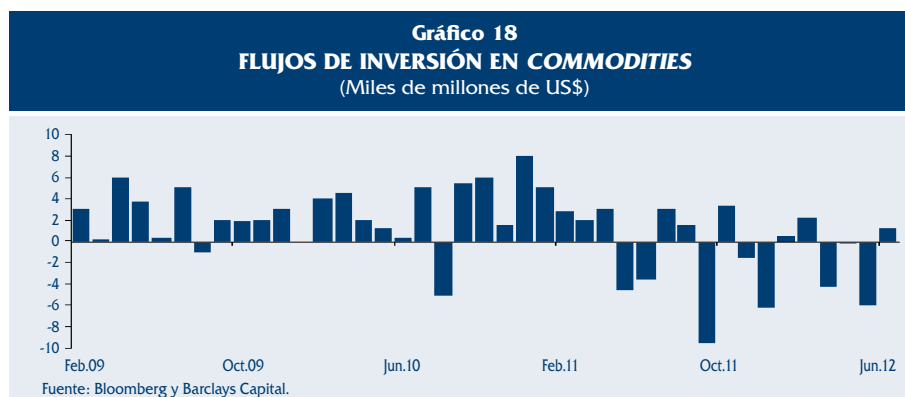




Posiciones no comerciales

18. En el segundo trimestre se registró una salida neta récord de los fondos de inversión en *commodities* de US\$ 5,3 mil millones debido a la continua incertidumbre sobre la crisis de deuda europea y a la evidencia de desaceleración en las economías emergentes más grandes como China, importante demandante de alimentos. Sin embargo, en junio, se presentó una ligera recuperación de la inversión en estos fondos, debido a las

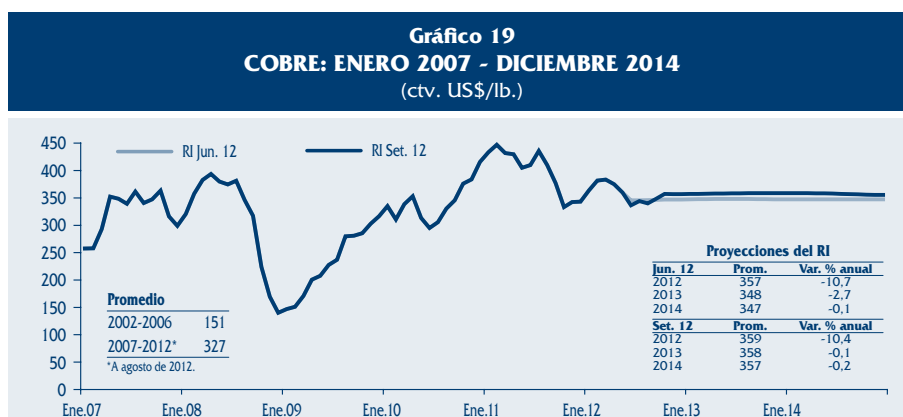
expectativas de menor oferta global de alimentos, que aumentó el atractivo de estos activos como alternativa de inversión.



Cobre

19. Durante los dos últimos meses, el precio del **cobre** ha mostrado un comportamiento volátil influenciado por la continua incertidumbre sobre la crisis de deuda europea, la recuperación de la economía estadounidense y sobre todo, la evolución de la actividad en China, principal importador. En promedio, en julio, el precio internacional aumentó 2 por ciento, mientras que en agosto, registró una corrección de 1 por ciento, cerrando ese mes en un nivel promedio de US\$/lb. 3,40.

A pesar de la desaceleración económica, el mercado de cobre se encuentra ajustado: el mercado de cobre refinado registró un déficit global de 405 mil TM entre enero y mayo —cifra mayor al déficit de 98 mil TM del mismo periodo de 2011¹— y el nivel de inventarios se encuentra en niveles menores a los registrados el año pasado. Sin embargo, la desaceleración de las importaciones chinas y la menor actividad prevista en Europa darían alivio al mercado. En línea con estos desarrollos, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios alcancen un nivel superior al considerado en el Reporte de Inflación pasado.



1 Datos provenientes del Grupo de Estudios Internacional del Cobre (IGSG, por sus cifras en inglés).

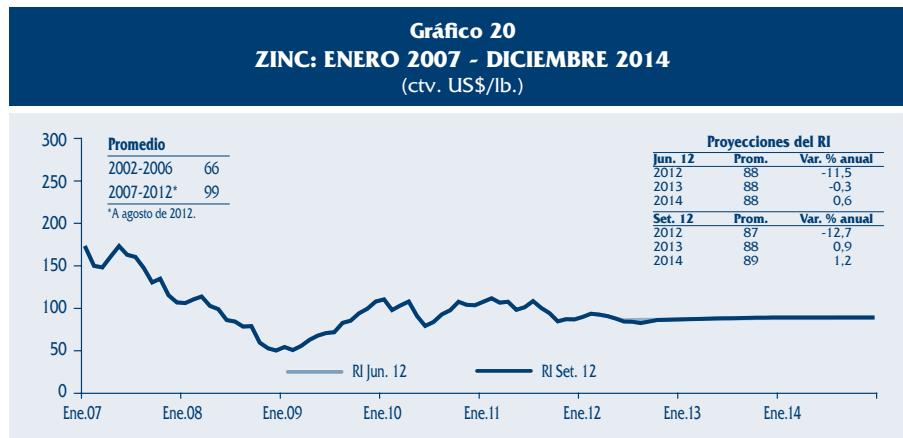




Zinc

20. En lo que va del año, el precio promedio del **zinc** ha disminuido 5 por ciento, cerrando el mes de agosto en un nivel promedio de US\$/lb. 0,82. Esta disminución refleja las condiciones más holgadas del mercado mundial. Los últimos datos disponibles² muestran que el mercado mundial registró un superávit de 152 mil TM y que los inventarios mundiales aumentaron en 130 mil TM. Estos resultados son consistentes con el incremento de 11 por ciento en la producción minera respecto a similar periodo de 2011, a diferencia de lo observado en la producción de metal refinado (que disminuyó 1,1 por ciento).

Se espera que para este y el próximo año, el mercado global mantenga estas condiciones. Se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se sitúe ligeramente por debajo de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de junio.



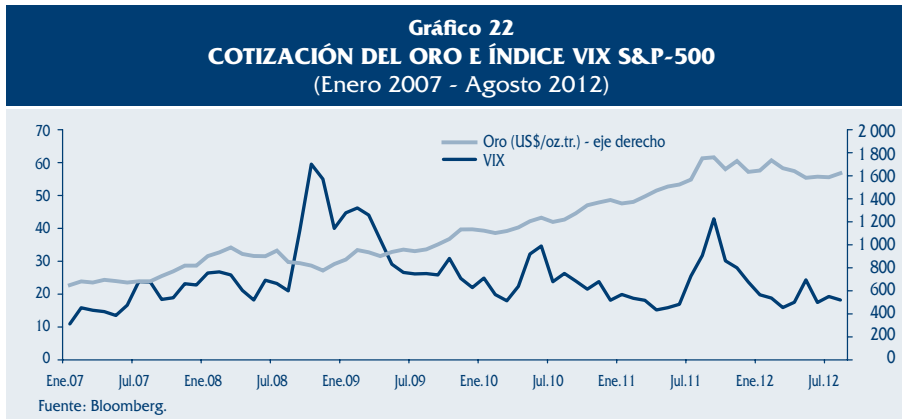
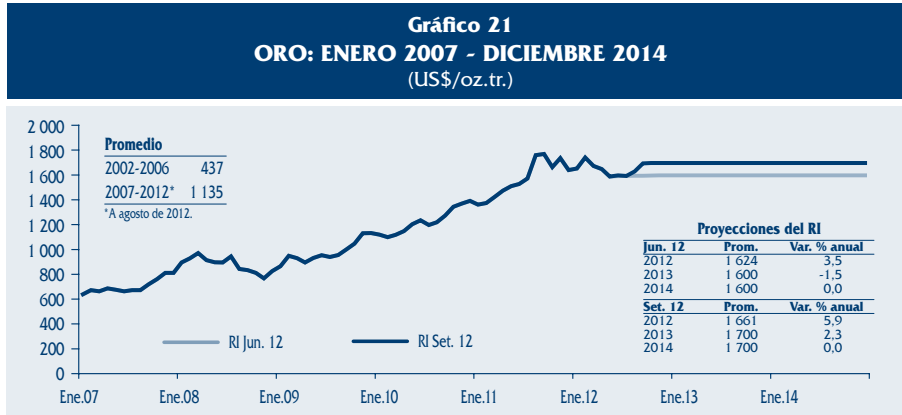
Oro

21. El precio del **oro** registró una reducción de 1 por ciento en lo que va de 2012, cerrando con una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 631 en agosto. Luego de disminuir tres meses consecutivos desde marzo, el precio del oro mostró una ligera tendencia ascendente a partir de junio, mes en el que aumentó 1 por ciento, al igual que en agosto.

El comportamiento volátil del oro en los dos últimos meses siguió de cerca a la evolución del dólar. Además, estuvo asociado a la continua aversión al riesgo global, el mantenimiento de los estímulos monetarios de los principales bancos centrales del mundo, en un contexto de menor demanda global tanto física, como para inversión. Así, luego de una caída en la demanda global durante el segundo trimestre, desde

2 Datos del Grupo de Estudios Internacional de Plomo y Zinc (ILZG por sus siglas en inglés) para la primera mitad del año.

la segunda quincena de agosto la depreciación del dólar, junto con las mayores expectativas de nuevos estímulos monetarios por parte de la FED, impulsó la cotización del oro. Se espera que los precios se ubiquen en un nivel ligeramente mayor que los estimados en el Reporte previo.



Petróleo

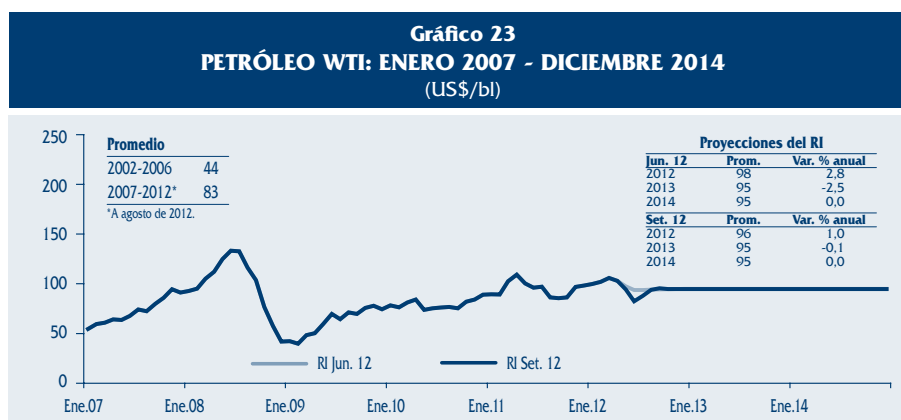
22. La cotización promedio del **petróleo** WTI se viene recuperando en los dos últimos meses, luego de la caída de los meses previos. Con ello, el petróleo WTI cierra el mes de agosto con un nivel promedio de US\$/bl. 94, menor en 4 por ciento al cierre de diciembre de 2011.

Durante julio la cotización aumentó 7 por ciento. Esta recuperación se sustentó en la reducción de las exportaciones de Irán, afectadas por el embargo impuesto por la Unión Europea y las sanciones de EUA y por la huelga en Noruega. En agosto, el crudo aumentó nuevamente 7 por ciento, en línea con los crecientes temores geopolíticos en el Medio Oriente y con la caída de los inventarios de crudo y gasolina en EUA. En este mes, el Departamento de Energía de EUA aumentó su proyección del precio por primera vez desde abril luego de proyectar un mayor consumo.





Debido a esta reciente recuperación, se prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles similares a los estimados en el Reporte de Inflación de junio. Sin embargo, los factores de riesgos, tanto al alza, como a la baja, han aumentado. La probabilidad de mayores incrementos de los precios ha aumentado debido a las tensiones políticas presentes en el Medio Oriente. Al mismo tiempo, la mayor desaceleración mundial prevista podría limitar las alzas.



Alimentos

23. Luego de disminuir tres meses consecutivos, en julio el índice de precios reales de la FAO aumentó 6,2 por ciento respecto a junio. A pesar de este incremento, se registró una caída anual de 8,9 por ciento.



La evolución al alza observada a partir de mediados de junio, distinta a los demás *commodities*, se debe a las expectativas de menor oferta global ante las condiciones

climáticas desfavorables presentadas en EUA y en la región del Mar Negro. En EUA se desarrolló la sequía más severa en más de 50 años, disminuyendo los rendimientos esperados para esta temporada de los cultivos de soya y principalmente de los de maíz, pues éstos se encontraban en una fase clave para la determinación de rendimientos. Asimismo, las posiciones no comerciales netas aumentaron; las del trigo y granos de soya alcanzaron niveles máximos históricos; en el caso del maíz, las posiciones alcanzaron niveles similares a las registradas en 2008, pero menores que las de 2010 y 2011.

En términos generales, la situación de los mercados mundiales de alimentos para la temporada 2012/13 muestra condiciones más ajustadas, previéndose una disminución de los inventarios finales los cuales, en muchos casos, alcanzarían niveles mínimos históricos. Esta situación hace a las cotizaciones altamente sensibles a cualquier choque no previsto en la oferta o demanda mundial.

Cuadro 8
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
 (Millones de toneladas)

	2010/11	2011/12	2012/13	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios Iniciales	145,8	127,5	136,0	-12,6	6,7
Producción	830,8	876,8	849,0	5,5	-3,2
Oferta Global	976,6	1 004,3	985,0	2,8	-1,9
Consumo Total	849,1	868,4	861,6	2,3	-0,8
Inventarios Finales	127,5	136,0	123,3	6,7	-9,3
TRIGO					
Inventarios Iniciales	200,6	198,0	197,6	-1,3	-0,2
Producción	651,9	695,2	662,8	6,6	-4,7
Oferta Global	852,5	893,2	860,4	4,8	-3,7
Consumo Total	654,5	695,6	683,3	6,3	-1,8
Inventarios Finales	198,0	197,6	177,2	-0,2	-10,3
ACEITE DE SOYA					
Inventarios Iniciales	3,3	3,5	3,1	4,5	-9,9
Producción	41,3	42,1	42,4	2,0	0,7
Oferta Global	44,6	45,5	45,5	2,2	-0,1
Consumo Total	40,8	41,9	43,0	2,7	2,6
Inventarios Finales	3,5	3,1	2,0	-9,9	-36,3

Fuente: Departamento de Agricultura de EUA. Agosto de 2012.





RECUADRO 1

TENDENCIAS RECIENTES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS

Desde mediados de junio se han presentado una serie de condiciones desfavorables en los mercados internacionales de alimentos, condiciones que no habían sido contempladas en el Reporte de Inflación anterior. Ello ha originado un incremento en el precio de los alimentos: el índice *Commodity Research Bureau* (CRB) de alimentos —compuesto por diez alimentos— registró un incremento de 10 por ciento entre mayo y agosto de este año y, en el caso del maíz y el grano de soya, las cotizaciones han alcanzado máximos históricos.

La evolución al alza se explica principalmente por condiciones climáticas desfavorables y, en menor medida, por la recuperación reciente del precio del petróleo. En EUA, las persistentes temperaturas extremas y la falta de lluvias derivaron en la peor sequía en 56 años y ha dañado los cultivos de maíz y soya, principalmente, creando expectativas de menores rendimientos. El trigo, al ser sustituto del maíz por el lado del consumo, también se ha visto presionado al alza. Además, también se espera una menor producción global de trigo por la menor cosecha proveniente de las zonas productoras del Mar Negro.

Los mercados a futuro prevén que los precios se mantengan presionados debido a los bajos niveles de inventarios, y las restricciones de oferta que podrían extenderse hasta la próxima temporada (la menor producción de la actual temporada disminuirá los inventarios iniciales de la próxima). Sin embargo, en el actual contexto de desaceleración de la actividad económica mundial y apreciación del dólar, las probabilidades de una elevación adicional significativa en los precios son relativamente bajas.

Impacto sobre la inflación en economías emergentes

Las alzas en los alimentos tienen un mayor impacto en la inflación de los países emergentes, donde la participación de los alimentos en el índice de precios al consumidor es mayor. En la región, los principales países con metas de inflación incumplieron sus metas en 2008, donde se presentaron, en casi todos los casos, inflación de alimentos de dos dígitos. Asimismo, en 2011, la inflación de alimentos se aceleró respecto a 2010.

INFLACIÓN ANUAL TOTAL Y DE ALIMENTOS

	Dic.08		Dic.09		Dic.10		Dic.11		Jul.12	
	Total	Alimentos	Total	Alimentos	Total	Alimentos	Total	Alimentos	Total	Alimentos
Brasil	5,9	11,1	4,3	3,2	5,9	10,4	6,5	7,2	5,2	8,7
Chile	7,1	15,7	-1,4	-1,3	3,0	7,0	4,4	8,6	2,5	6,5
Colombia	7,7	13,2	2,0	-0,3	3,2	4,1	3,7	5,3	3,0	3,8
México	6,5	10,2	3,6	4,3	4,4	5,3	3,8	6,0	4,4	8,2
Perú	6,7	9,7	0,2	0,6	2,1	2,4	4,7	8,0	3,3	4,6
China	1,2	4,2	1,9	5,3	4,6	9,6	4,1	9,1	1,8	2,4
Corea	4,1	8,7	2,8	2,8	3,5	10,6	4,2	7,5	1,5	2,4
Malasia	4,5	10,4	1,0	1,1	2,1	2,6	3,0	5,1	1,4	2,6
Tailandia	0,4	13,8	3,5	2,2	3,0	5,6	3,5	9,1	2,7	5,4
EUA	0,1	5,8	2,7	-0,4	1,5	1,5	3,0	4,4	1,4	2,3
Eurozona	1,6	3,2	0,9	-1,3	2,2	1,8	2,7	3,0	2,4	2,5
Japón*	0,4	3,6	-1,7	-2,5	0,0	0,7	-0,2	-0,1	-0,1	0,2

* El dato de Japón corresponde a junio 2012.

Fuente: Bloomberg, bancos centrales.

Como se muestra, esta reciente evolución de los precios internacionales puede influir en la inflación total de manera importante. En el caso de América Latina, donde los alimentos pesan alrededor de 30 por ciento de la canasta, el aumento de los precios tiene una mayor importancia relativa en el IPC total. De acuerdo con estimados de JP Morgan, un incremento permanente en los precios de alimentos puede generar un aumento acumulado de entre 30 y 60 puntos básicos en la inflación total anual en los 3 y/o 6 trimestres posteriores al choque.

Sin embargo, para evaluar el impacto sobre la inflación es necesario considerar las variaciones en los precios de los alimentos, más que los niveles. Así, a pesar de los altos niveles de precios que se observan en la actualidad, la variación porcentual de estos precios es significativamente más baja que lo observado en el primer semestre de 2008 en todos los alimentos.



RECUADRO 2 EXPOSICIÓN DEL PERÚ A CHINA

La desaceleración económica en China, iniciada en el cuarto trimestre de 2011, ha continuado en los últimos meses. Aunque el deterioro de la demanda externa sigue teniendo un efecto negativo importante sobre la economía (en agosto las exportaciones registraron un crecimiento anual de solo 2,7%), los analistas destacan el insuficiente impulso doméstico. La producción industrial de agosto tuvo un crecimiento anual de 8,9%, el más bajo desde mayo de 2009, y las importaciones mostraron una contracción anual de 2,6 por ciento. Ello refleja que las medidas de estímulo aprobadas recientemente (principalmente obras de infraestructura) aún no tienen el efecto esperado.

En este contexto, los mercados ahora esperan que el *bottoming out* de la desaceleración china se prolongue hasta el tercer trimestre de 2012, por lo cual actualmente las proyecciones de crecimiento anual del PBI apuntan a un nivel cercano o incluso por debajo de 8%.





El FMI estima que China es el socio comercial más “central” del mundo³; es decir, es la economía que tiene las mayores conexiones con otros socios importantes y, por lo tanto, ha potenciado considerablemente su capacidad de transmitir choques (originados ya sea externa o internamente) a un amplio rango de economías. Tal como se aprecia en el cuadro, en 2008 China ya ocupaba el primer lugar en importancia en exportaciones totales de bienes de capital y de bienes de consumo. Como resultado de su agresiva integración a la economía mundial a lo largo de los últimos años, China es actualmente el primer o segundo socio comercial de 78 países que representan el 55% del PBI global (contra 13 países con el 15% del PBI global en 2000).

IMPORTANCIA DE CHINA EN LAS EXPORTACIONES GLOBALES (Puesto en el Ranking de Centralidad)

	Exportaciones Totales		Bienes de Capital		Bienes de Consumo	
	2000	2008	2000	2008	2000	2008
China	4	1	5	1	1	1
Eurozona	1	2	3	3	2	2
Japón	3	4	1	2	3	4
Reino Unido	5	5	7	9	5	3
EUA	2	3	2	4	4	5
Brasil	15	12	14	15	15	17
Rusia	10	8	18	19	13	7
India	19	15	17	16	14	9
Corea	7	6	8	5	7	6
México	6	10	6	7	6	8

Fuente: FMI.

Dado el bajo grado de apertura del mercado de capitales, el impacto de China sobre la economía global es predominantemente a través del canal comercial. El rol de la economía china, vista principalmente como un exportador de insumos importados reprocesados que reacciona pasivamente ante la demanda final de los países del G-7, ha venido cambiando de manera importante. El FMI enfatiza que la capacidad de la economía china de generar choques ha aumentado considerablemente, por la duplicación de la contribución de la demanda final china en el PBI de sus socios comerciales entre 2000 y 2008. Si bien dicha contribución es la mitad de la que corresponde a EUA y la Eurozona, se prevé que la tendencia se acentúe por el reciente énfasis en el “rebalanceo” de la economía china hacia la demanda doméstica.

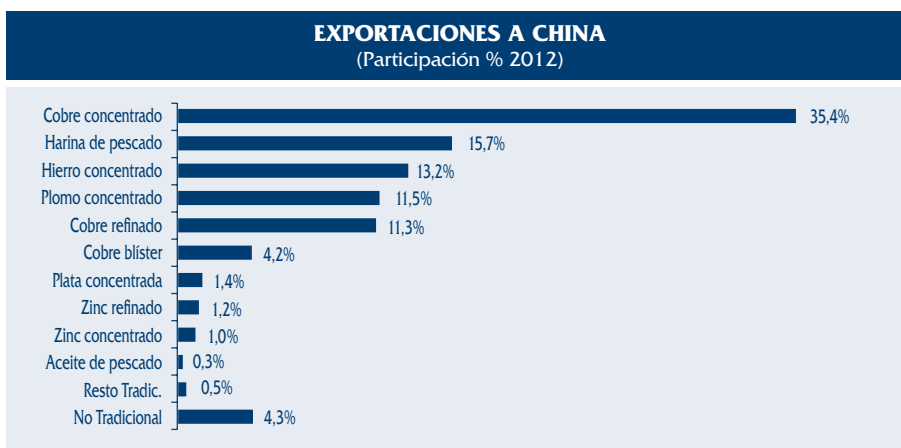
Así, China se ha convertido en un importante importador de un amplio rango de *commodities*. Esto refleja tanto la orientación de la economía china hacia las exportaciones de bienes industriales, como el sesgo favorable a la acumulación de capital inducido por distorsiones de los precios de los factores (tasa de interés). Como resultado, el impacto de la economía china sobre los precios mundiales de los *commodities* es ahora más importante. El Perú no ha sido ajeno a este cambio en el rol de China dentro del comercio mundial. En 2011 China pasó a ser el principal destino de las exportaciones peruanas. En

3 *People's Republic of China. Spillover Report*. FMI, 27 de junio de 2012. La centralidad es un indicador que mide la importancia de un país en el comercio, tomando en consideración la cantidad de países con los cuales realiza intercambios comerciales, así como la importancia relativa dentro del comercio mundial.

términos porcentuales, actualmente China representa el 16,5% del total de exportaciones peruanas, comparado con el 6,4% en 2000.



Adicionalmente, la participación de los *commodities* en las exportaciones a China se ha mantenido por encima del 95% en los últimos años. Los principales productos de exportación son cobre concentrado, harina de pescado, hierro concentrado, plomo concentrado, cobre refinado y cobre blíster. Esto pone de relieve la exposición de la economía peruana a las fluctuaciones de la demanda china y su impacto sobre las cotizaciones internacionales.



Finalmente, en el mediano plazo se identifica como principal riesgo que, si la demanda externa continúa débil y el exceso de capacidad instalada persiste en la economía china, puede ocurrir una fuerte desaceleración (*hard landing*) con efectos reales más allá de las fronteras de China y un impacto negativo sobre nuestros términos de intercambio.

Por el lado financiero existen también algunos potenciales efectos. Si bien la economía china tiene una baja apertura financiera, posee en la actualidad un saldo de reservas internacionales equivalente a

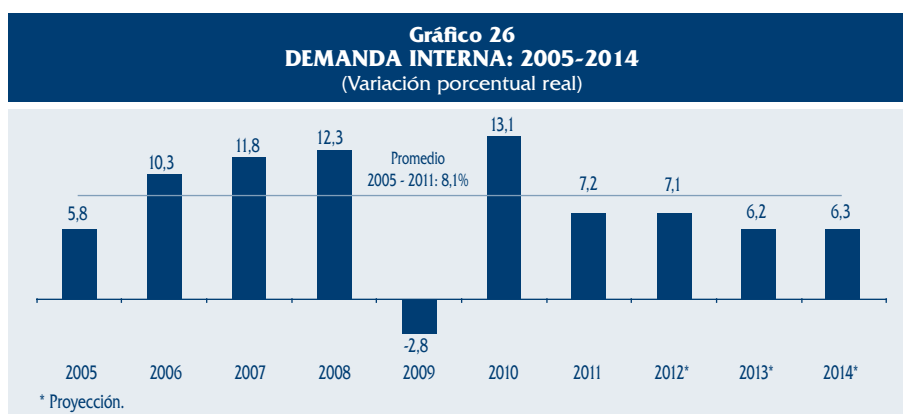
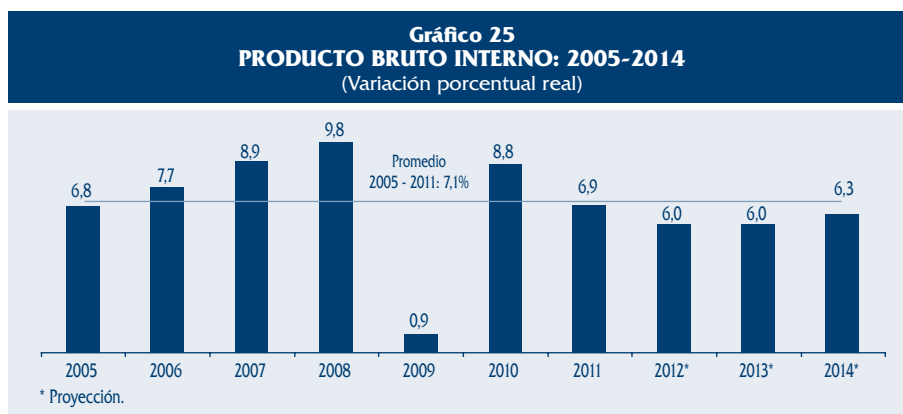




US\$ 3,2 billones de dólares, equivalentes a alrededor del 50 por ciento de las reservas de las economías emergentes. China es además el mayor tenedor extranjero de bonos del tesoro americano (posee US\$ 1,2 billones) y de otros títulos emitidos por el sector privado. Este elevado saldo se explica en gran parte por las fuertes entradas de divisas provenientes del superávit comercial que mantuvo durante un período prolongado, las cuales eran esterilizadas a través de la intervención del banco central. Por ello, un menor dinamismo del sector exportador podría tener un impacto indirecto pero significativo sobre la cotización del dólar y el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano, entre otras variables de los mercados financieros internacionales.

II. Actividad económica

24. El crecimiento acumulado del PBI en el primer semestre del año fue de 6,1 por ciento, en línea con la evolución de la demanda interna, que creció a un ritmo de 6,4 por ciento. Respecto al año anterior, la moderación observada en el crecimiento tanto del PBI como de la demanda interna es consistente con un escenario en el cual la actividad económica converge a un ritmo similar al crecimiento potencial de la economía. En este periodo se ha registrado un menor dinamismo de las exportaciones debido al contexto internacional negativo. El crecimiento del consumo privado se ha moderado, en tanto que la inversión privada ha continuado mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos.

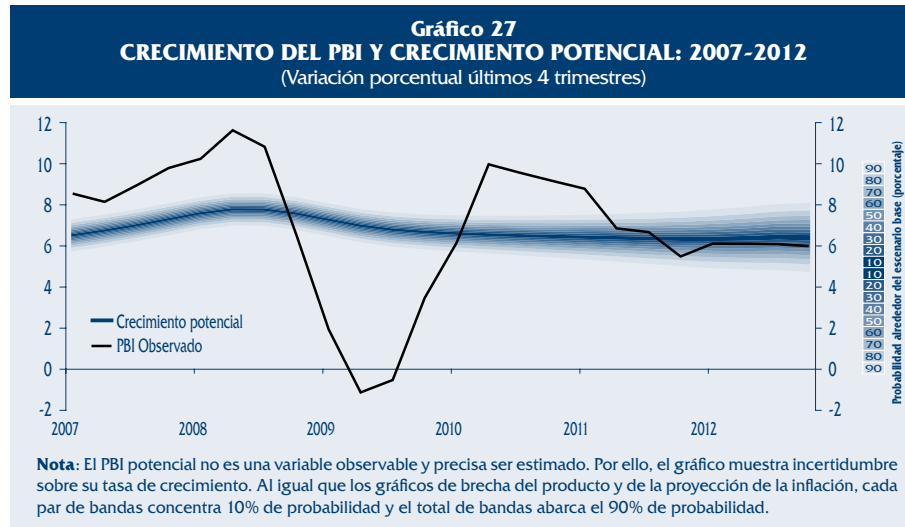


Para el año 2012 el escenario central de proyección contempla un crecimiento del PBI de 6,0 por ciento, mayor al proyectado en el Reporte de junio (5,8 por ciento). Esta revisión se explica por una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento de la inversión privada de 10,2 a 13,5 por ciento. Considerando la revisión a la baja del crecimiento mundial y de los términos de intercambio, la proyección de crecimiento del PBI para 2013 se ubicaría en un rango entre 5,8 y 6,2 por ciento; en tanto que para 2014 se ubicaría entre 6,0 y 6,5 por ciento.





El crecimiento potencial se ubica en 6,0 por ciento anual en el horizonte de proyección y se proyecta que en los próximos dos años el crecimiento del PBI se ubicaría cerca de su tasa de crecimiento potencial, por lo que se estima que la brecha producto estará cercana al equilibrio, de manera que el dinamismo de la economía no estará limitado por cuellos de botella.



Proyección de los componentes del gasto

25. Considerando la información correspondiente al primer semestre y los indicadores de actividad recientes, se ha revisado al alza el crecimiento de la **demanda interna** para el año 2012, esencialmente debido a la evolución favorable de la inversión privada. La revisión asume que durante el segundo semestre del año la economía peruana enfrentaría un menor impulso externo.

Cuadro 9
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variación porcentual real)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
1. Demanda interna	9,1	7,2	6,4	6,3	7,1	6,4	6,2	6,5	6,3
a. Consumo privado	6,4	6,4	5,9	5,8	5,8	5,6	5,5	5,8	5,7
b. Consumo público	2,9	4,8	5,0	6,0	8,7	4,9	5,7	6,3	5,8
c. Inversión privada	15,7	11,7	13,6	10,2	13,5	8,7	8,2	8,7	8,2
d. Inversión pública	-24,7	-17,8	33,5	31,0	23,7	10,0	14,3	9,3	11,0
2. Exportaciones	9,1	8,8	7,2	5,7	3,3	7,7	7,7	8,5	9,4
3. Importaciones	15,9	9,8	8,4	8,3	9,0	8,3	8,1	8,9	8,9
4. Producto bruto interno	7,8	6,9	6,1	5,8	6,0	6,2	6,0	6,3	6,3
Nota:									
Gasto público	-6,5	-4,2	12,9	14,5	13,8	6,9	8,9	7,5	7,8

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Cuadro 10
PBI Y DEMANDA INTERNA
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
1. Demanda interna	9,4	7,5	6,7	6,6	7,4	6,7	6,5	6,8	6,7
a. Consumo privado	4,4	4,2	4,0	3,9	3,9	3,7	3,6	3,8	3,7
b. Consumo público	0,3	0,5	0,4	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,6
c. Inversión privada	3,3	2,5	3,0	2,3	3,0	2,0	2,0	2,1	2,0
d. Inversión pública	-1,1	-1,1	1,1	1,5	1,1	0,6	0,8	0,6	0,7
e. Variación de existencias 1/	2,7	1,4	-1,8	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6
2. Exportaciones	1,5	1,6	1,2	1,0	0,6	1,4	1,4	1,6	1,7
3. Importaciones	3,2	2,1	1,8	1,8	2,0	1,9	1,8	2,1	2,1
4. Producto bruto interno	7,8	6,9	6,1	5,8	6,0	6,2	6,0	6,3	6,3
Nota:									
Gasto público	-0,9	-0,7	1,5	2,0	1,9	1,1	1,3	1,2	1,2

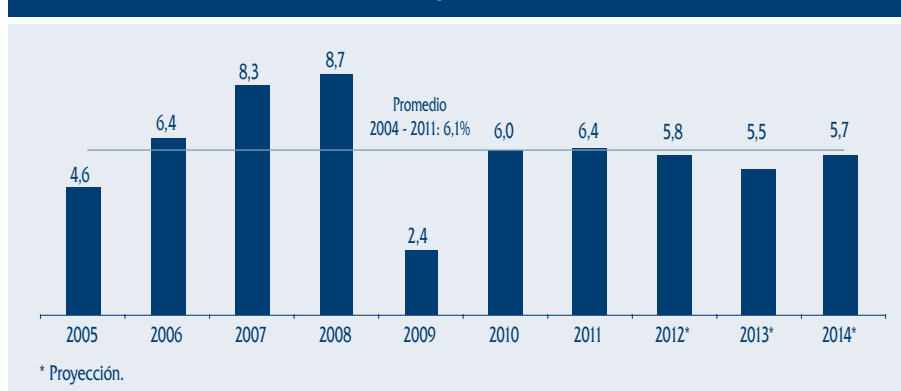
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ Porcentaje del PBI.

26. Luego de crecer 6,0 por ciento en el primer trimestre, el **consumo privado** se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre, a 5,8 por ciento, en un contexto de ligero deterioro de la confianza del consumidor (aunque se mantiene en el tramo optimista), así como de un menor ritmo de crecimiento del empleo. Otros indicadores del consumo privado, tales como la venta de vehículos familiares nuevos (47,4 por ciento en el segundo trimestre) y los créditos de consumo (con tasas de expansión cercanas al 20 por ciento) continuaron mostrando un panorama favorable.

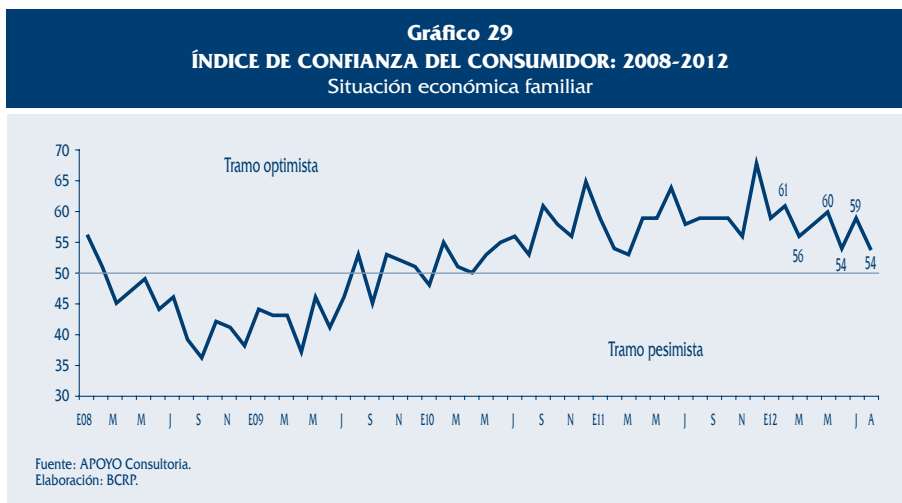
Gráfico 28
CONSUMO PRIVADO: 2005-2014
(Variación porcentual real)



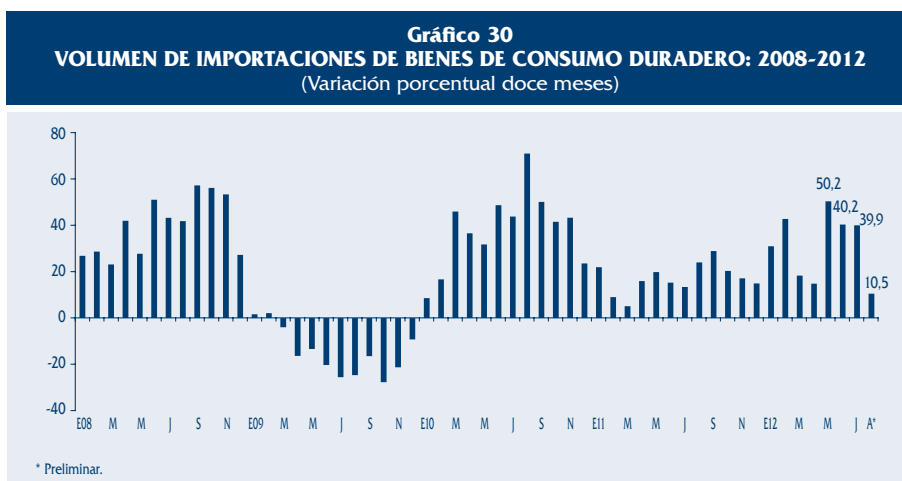


Diversos indicadores reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor, si bien sigue ubicándose en el tramo optimista, mostró un deterioro durante el segundo trimestre, con un promedio de 57 puntos, frente al valor promedio de 59 puntos que alcanzó en el primer trimestre. Si bien este indicador mostró una recuperación transitoria en julio, volvió a deteriorarse en agosto.



- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero continuó creciendo a tasas altas, aunque con información preliminar se aprecia una desaceleración en agosto.



- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores fue de 3,8 por ciento en el primer semestre de 2012, menor a la tasa de expansión del año pasado (5,4 por ciento).



27. La proyección de crecimiento del consumo privado para el año 2012 se mantendría con respecto al Reporte de Inflación de junio (5,8 por ciento). En cambio, se han revisado ligeramente a la baja los estimados para 2013 y 2014 a 5,5 y 5,7 por ciento, respectivamente (menores en 0,1 puntos porcentuales), de modo consistente con el nuevo escenario de menor crecimiento y términos de intercambio más bajos del presente Reporte de Inflación.

28. La **inversión privada** mantuvo un alto ritmo de crecimiento durante los dos primeros trimestres del año, lo que llevó a que en el primer semestre creciera 13,6 por ciento. Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses se mantienen en el tramo optimista y se recuperan en agosto.



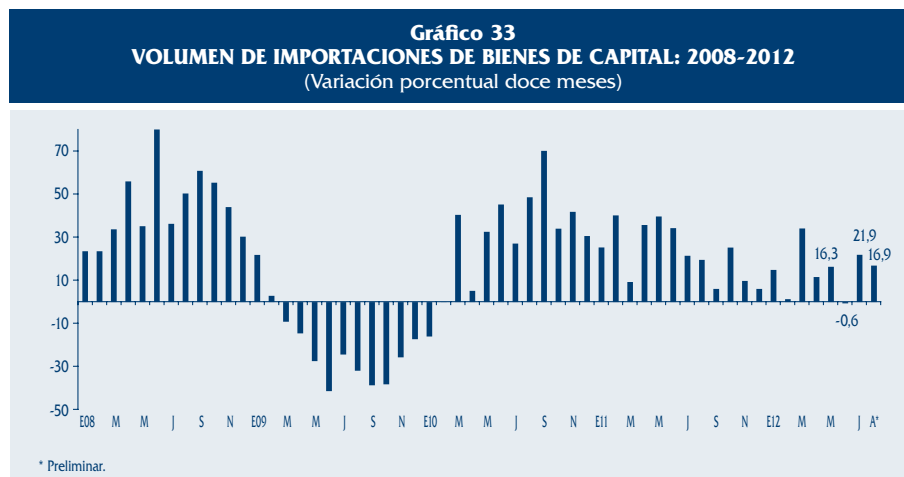


- b. Los agentes económicos mantienen estables sus expectativas de crecimiento del PBI en 6,0 por ciento anual durante el horizonte de proyección.

Cuadro 11 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS CRECIMIENTO DEL PBI (En porcentaje)			
	RI Mar.12	RI Jun.12	RI Set.12*
Sistema Financiero			
2012	5,3	6,0	6,0
2013	5,6	6,0	6,0
2014	--	6,0	6,0
Analistas Económicos			
2012	5,0	6,0	5,8
2013	5,6	6,0	5,9
2014	--	6,2	6,0
Empresas No Financieras			
2012	5,5	6,0	6,0
2013	6,0	6,0	6,0
2014	--	6,0	6,0

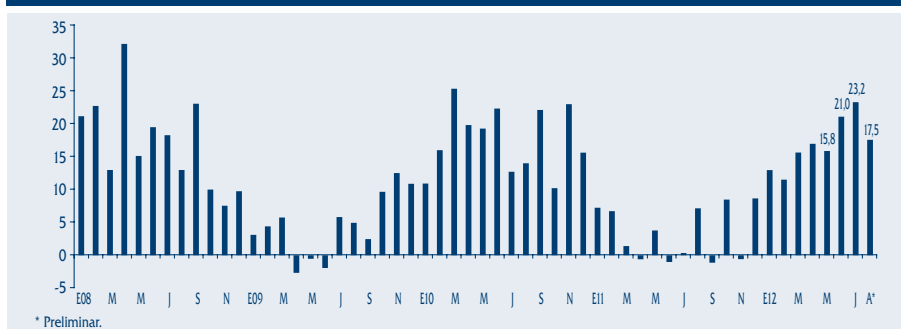
RI: Reporte de Inflación.
* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2012.

- c. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, ha seguido creciendo a tasas de dos dígitos durante gran parte del semestre e incluso con tasas mayores en julio y agosto.



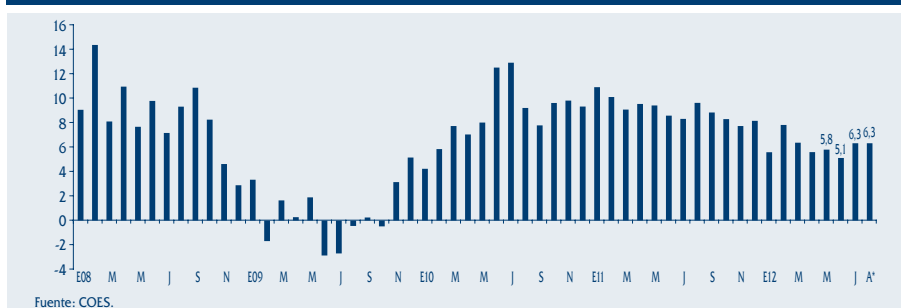
- d. El consumo interno de cemento se aceleró entre junio y julio, aunque ha vuelto a registrar en agosto una tasa de crecimiento más cercana a la de abril de este año.

Gráfico 34
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO: 2008-2012
(Variación porcentual doce meses)



- e. La producción de electricidad se mantuvo creciendo entre 5 y 6 por ciento durante el segundo trimestre. La información de julio y agosto muestra un crecimiento de 6,3 por ciento, un poco mayor a las tasas del segundo trimestre y con niveles similares a los del primer trimestre.

Gráfico 35
PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD: 2008-2012
(Variación porcentual doce meses)



29. Otro factor relevante para analizar la evolución de la inversión privada son los anuncios de inversión. Este escenario contempla un aumento en los anuncios de inversión para 2012 – 2014, a US\$ 51,7 mil millones, mayor en US\$ 0,6 mil millones con respecto al total previsto en el Reporte de Inflación de junio.

Cuadro 12
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

	2012	2013	2014	2012 - 2014
Minería	7 455	8 323	9 546	25 324
Hidrocarburos	2 250	2 756	1 710	6 716
Electricidad	2 611	2 355	1 379	6 345
Industrial	1 122	816	632	2 570
Infraestructura	1 472	1 092	572	3 136
Otros Sectores	3 601	2 751	1 212	7 564
Total	18 511	18 093	15 051	51 655

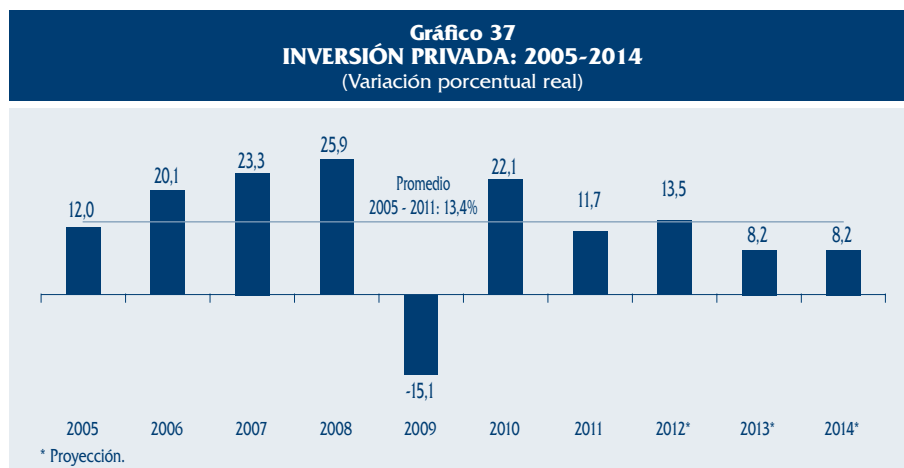
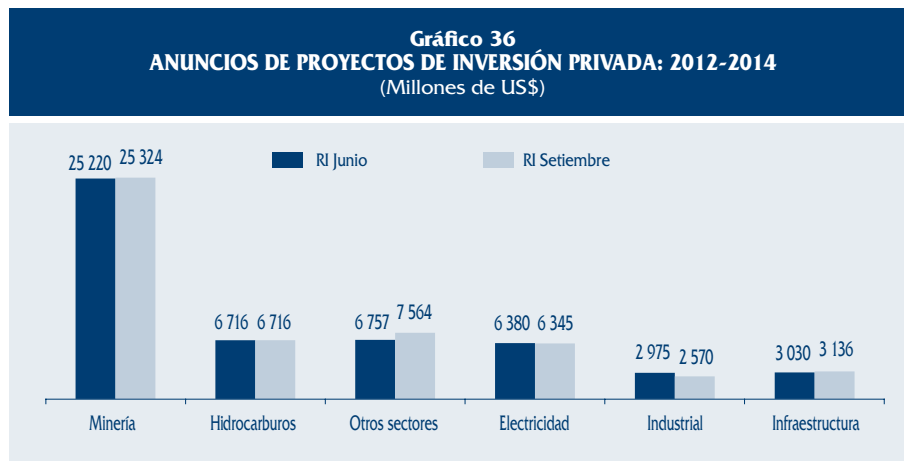
Fuente: Medios de prensa e información de empresas.





En el **sector minero** destacan importantes proyectos de inversión, tales como Las Bambas, Galeno, Quellaveco y las ampliaciones de Antamina y Cerro Verde. Cabe señalar que empresas como la canadiense HudBay y la australiana Xstrata anunciaron un aumento en su inversión estimada para los proyectos Constancia y Las Bambas, asociado a requerimientos de tecnología de punta así como a nuevas exigencias ambientales y sociales. Las proyecciones no contemplan inversiones en el proyecto minero Minas Conga, el mismo que se encuentra suspendido. Es importante anotar que, pese a los conflictos sociales, las inversiones mineras sumaron US\$ 2,9 mil millones durante el período enero - mayo de 2012, lo cual representa un monto 20,5 por ciento superior respecto al registrado en el mismo periodo de 2011.

En **otros sectores** destaca el aumento de anuncios de inversión en el sector inmobiliario, (construcción de nuevos complejos habitacionales y oficinas); *retail* (ampliación, remodelación y construcción de centros comerciales), así como proyectos asociados a la salud (clínicas y centros especializados). Estos proyectos se ejecutarían en las principales ciudades del país.



Cuadro 13
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2012-2014

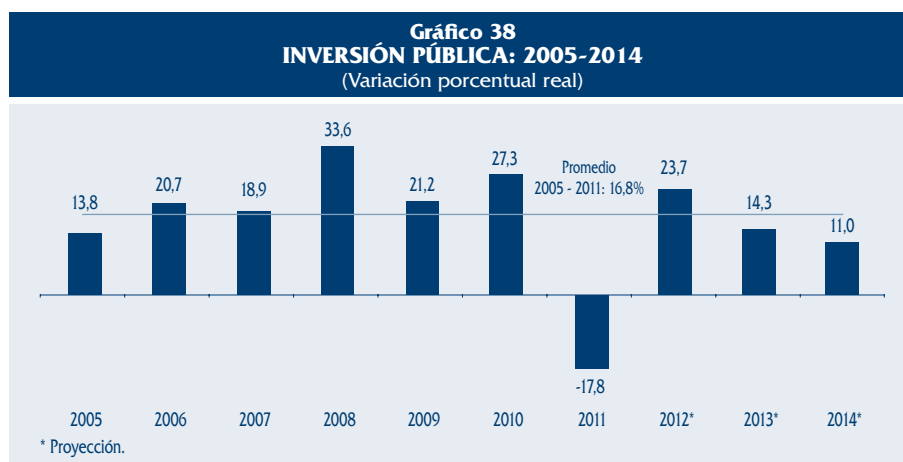
SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DEL PROYECTO
Minería	Xstrata Copper	Las Bambas
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.	Cerro Verde: Ampliación
	Jinzhao Mining Perú S.A.	Pampa del Pongo
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company	El Galeno
	HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Los Chancas
	Antares Minerals Inc.	Haquira
	Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)	Toromocho
	Candente Copper Corp.	Cañariaco Norte
	Gold Fields Ltd.	Chucapaca
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Toquepala: Ampliación
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
Apurimac Ferrum	Hierro Apurimac	
Compañía Minera Milpo S.A.	Cerro Lindo y El Porvenir: Ampliaciones	
Shougang Corporation	Marcona: Ampliación	
Compañía Minera Antamina S.A.	Antamina: Ampliación	
Anglo American Plc.	Michiquillay	
Río Tinto Plc.	La Granja	
Hidrocarburos	Conduit Capital Partners - Odebrecht	Gasoducto Andino del Sur
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación Planta Pisco y Malvinas
	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otros
	Petrobras	Lote 58 y Lote X
	Transportadora de Gas del Perú S.A. (TgP)	Ampliación Capacidad de transporte de Gas
	Cáldida Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Perenco	Exploración Lote 67 / Oleoducto
Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56	
SK Energy	Exploración Lote Z 46	
Repsol YPF	Lote 39	
Electricidad	Odebrecht S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
	Norwind	Parque Eólico Cerro Chocan
	SN Power Perú S.A.	Central Hidroeléctrica Cheves
	Fénix Power Perú S.A.	Planta Termoeléctrica
	Energía Azul S.R.L.	Central Hidroeléctrica Santa María
	Inkia Energy	Kallpa IV
	GDF Suez	Central Hidroeléctrica Quitaracsá I
Inevarante	Centrales Hidroeléctricas Aco Pucará	
GDF Suez	Reserva Fría de Generación - Ilo	
Industrial	Grupo Celepsa	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
	SAB Miller	Plan de Inversión 2012-2014
	Cementos Pacasmayo	Proyecto de Fosfatos
	Repsol YPF	Ampliación de planta La Pampilla
	Corporación JR Lindley	Ampliación y Nuevas plantas
	Cementos Interoceánicos	Planta cementera Puno
	Grupo de Pilkington Limited	Planta para la fabricación de vidrio flotado
Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada	
Infraestructura	OAS S.R.L.	Vía Parque Rimac
	Consortio APM Terminals Callao	Modernización del Muelle Norte
	Covisol	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Grupo Romero	Ampliación Puerto Matarani
	Consortio Transportadora Callao	Muelle de Minerales
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry
	Terminales Portuarios Euroandinos	Ampliación Puerto Paita
Covi Peru	Red Vial N° 6: Pucusana - Cerro Azul - Ica	
El Consorcio Aeropuertos Andinos del Perú	Aeropuertos Regionales (segundo tramo)	
Otros sectores	Telefónica del Perú S.A.	Fibra óptica de los Andes y expansión
	América Móvil Perú S.A.C.	Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica
	Graña y Montero Vivienda (GMV)	Proyectos de vivienda
	Grupo Falabella	Mall Aventura Plaza: nuevos centros comerciales
	Holding Banmédica	Complejo Hospitalario
	Maestro Perú	Plan de Inversión y Expansión 2012-2014
	Inmobiliari S.A	Proyectos Inmobiliarios
	Besalco S.A.	Proyectos Inmobiliarios
	Grupo Fierro	Proyectos Inmobiliarios
	Cencosud	Apertura nuevos supermercados y centros comerciales
Grupo Interbank	Aperturas, modernizaciones y ampliaciones de cadena de tiendas	



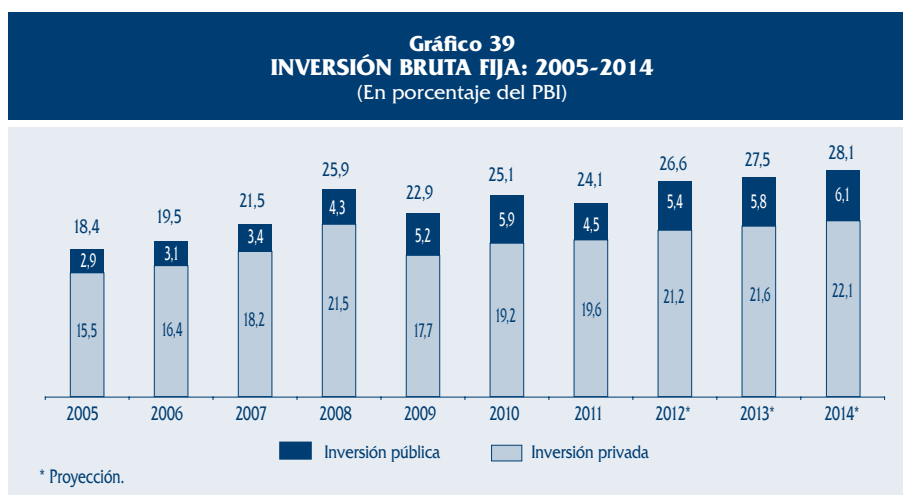


Teniendo en cuenta el resultado que mostró la **inversión privada** durante el primer semestre, así como la evolución de los indicadores de inversión y los anuncios de inversión privada, se ha revisado al alza la proyección para el año 2012, de 10,2 a 13,5 por ciento. Para los siguientes años se ha considerado una tasa de crecimiento de la inversión privada de 8,2 por ciento en 2013 y 2014, por encima del crecimiento del producto.

30. La **inversión pública** creció 30,3 por ciento en el segundo trimestre, por un mayor gasto de inversión de los gobiernos locales y regionales, lo cual contrasta con el bajo ritmo de ejecución del gobierno nacional. Se prevé que en el segundo semestre se mantenga este ritmo de gasto en el caso del gobierno central, por lo que se ha revisado a la baja el crecimiento de la inversión pública para 2012, lo que supondría un crecimiento de 23,7 por ciento para el año. Las proyecciones para los siguientes años contemplan los aumentos ya anunciados por el gobierno en materia de inversión pública.



31. El ratio de inversión bruta fija a PBI se ubica desde 2007 por encima del 20 por ciento del producto y muestra una tendencia creciente, salvo durante el año 2009 en el contexto de la crisis internacional. Desde entonces, el ratio de inversión a PBI se ha recuperado y superaría el 26 por ciento del PBI en el año 2012. Tomando en cuenta las previsiones de crecimiento de la inversión privada y de la inversión pública para 2013 y 2014, se proyecta que este ratio continuaría aumentando hasta alcanzar niveles elevados de alrededor de 28 por ciento del producto en 2014.



32. En el primer semestre las **exportaciones** reales de bienes y servicios aumentaron 7,2 por ciento, principalmente por la evolución de algunos productos de exportación tradicional, como harina de pescado, café, hierro, cobre y plomo. Sin embargo, en el segundo trimestre, a la par con un menor ritmo de crecimiento de socios comerciales como China, se observó un menor dinamismo de las exportaciones de productos tradicionales. Por su parte, el volumen de exportaciones no tradicionales mostró un crecimiento durante todo el semestre, con tasas de 12,1 por ciento en el primer trimestre, y una menor tasa, 6,2 por ciento, en el segundo.

La trayectoria de crecimiento de las exportaciones es creciente en el horizonte de proyección. Esta proyección se sustenta en la entrada en operación de algunos proyectos mineros de cobre, como las ampliaciones de Southern y Antamina.

Por su parte, las **importaciones** reales crecieron 5,7 por ciento en el segundo trimestre, desacelerando su tasa frente a la del primer trimestre, por menores importaciones de insumos y en menor medida por un crecimiento más lento de las importaciones de bienes de capital. Esta evolución ha llevado a una revisión al alza del crecimiento de las importaciones para 2012.

Se prevé que durante los años 2013 y 2014 las importaciones registrarían tasas de crecimiento de entre 8 y 9 por ciento, por debajo de las observadas durante el período 2005 - 2011.





Gráfico 40
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS: 2005-2014
(Variación porcentual real)

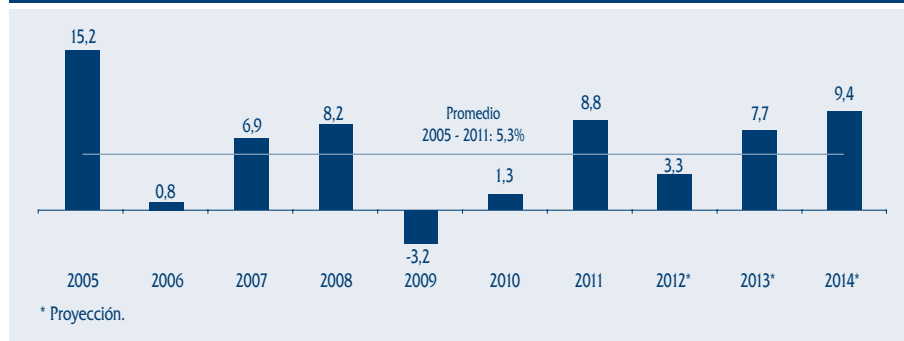
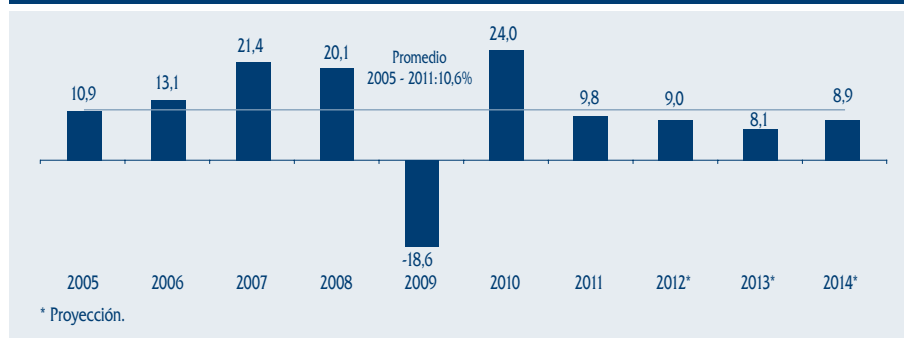


Gráfico 41
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS: 2005-2014
(Variación porcentual real)



PBI por sectores productivos

33. En el primer semestre el PBI creció 6,1 por ciento impulsado por sectores no primarios como construcción, comercio y servicios, reflejando la evolución de la demanda interna. En los sectores primarios el crecimiento de la producción agrícola fue atenuado por el inicio tardío de la primera temporada de pesca de anchoveta.

El crecimiento reciente del sector agropecuario refleja la fuerte expansión del subsector agrícola. Ésta a su vez se explica por la mayor producción de arroz, tras la normalización de las cosechas en el norte del país, así como por las mayores cosechas de papa, aceituna y maíz amarillo duro. Algunos cultivos, sin embargo, han sido afectados por anomalías climáticas, como es el caso de limón, ante temperaturas por encima de lo normal, y cebolla, cuyas siembras, cosechas y rendimientos tuvieron una disminución. Con respecto al Reporte de Inflación anterior, se mantienen las tasas de crecimiento previstas para 2013 y 2014, asumiendo condiciones climáticas

normales. Esta proyección considera el incremento de 3,6 por ciento en el área sembrada durante la campaña agrícola actual, alcanzando 2 075 mil hectáreas, destacando el incremento de las siembras de arroz, maíz amarillo duro y papa, lo cual favorecería la producción destinada al mercado interno. Adicionalmente, el crecimiento del sector continuaría siendo impulsado por la demanda externa y la agroindustria.

La evolución del sector pesca en el primer semestre refleja la menor cuota de anchoveta y la presencia de anomalías positivas en la temperatura del mar. Se proyecta que durante el horizonte de proyección los niveles de extracción de anchoveta se recuperarían, acercándose a su promedio histórico de 6 millones de toneladas anuales, con lo que el crecimiento del sector hacia el final del horizonte de proyección provendría principalmente de la recuperación y mayor presencia de especies destinadas a consumo humano. La probabilidad de ocurrencia de un Fenómeno El Niño se ha ido disipando como lo demuestra la reversión en la desviación de la temperatura frente a las costas del norte del Perú, en particular en el mes de agosto, cuando se presentaron temperaturas más frías.

Cuadro 14
ANOMALÍAS DE LA TEMPERATURA DEL MAR - PUERTO DE PAITA: 1970 - 2012
(En grados centígrados)

	Fenómeno "El Niño"								2012-2013
	Extraordinario		Fuerte	Moderado			Débil		
	1982-1983	1997-1998	1972-1973	1991-92	2006-2007	1986-87	2002-2003	2008-2009	
Ene.	1,0	-1,6	-1,2	-1,7	0,5	1,4	-1,6	1,3	0,5
Feb.	-2,4	-0,2	-1,6	0,4	2,1	-0,1	1,5	2,6	1,1
Mar.	-2,1	1,8	1,5	-0,6	-0,5	-1,6	3,4	3,1	0,6
Abr.	-1,4	1,9	2,5	-1,3	-2,2	-1,8	2,5	2,1	1,2
May.	0,1	4,6	3,5	-0,1	-0,1	-0,9	0,6	0,2	0,7
Jun.	1,7	5,3	4,2	0,5	0,0	-1,1	-0,3	1,9	1,3
Jul.	3,6	6,5	4,1	-0,2	1,2	0,7	-0,1	2,0	1,2
Ago.	0,7	5,3	3,0	1,2	1,7	0,9	0,1	1,7	-0,3
Set.	1,3	4,4	0,6	-0,2	0,6	-0,6	0,9	0,6	0,18*
Oct.	4,1	4,6	2,1	0,9	2,2	1,5	1,9	-0,5	
Nov.	5,5	7,0	1,5	0,0	1,5	2,1	2,4	-0,2	
Dic.	5,9	7,9	4,4	2,0	-0,2	1,4	2,0	-0,6	
Ene.	6,5	8,0	3,3	1,7	2,0	1,8	0,6	0,6	
Feb.	0,0	6,9	0,9	1,7	-0,3	3,5	-1,2	0,5	
Mar.	5,9	7,0	-0,4	3,9	-1,5	3,2	-1,2	-0,7	
Abr.	9,4	6,1	-2,4	4,8	-2,0	2,2	-2,3	0,3	
May.	10,5	6,3	-3,1	3,0	-2,3	1,6	-1,6	1,0	
Jun.	10,7	1,2	-2,7	0,4	-0,5	0,6	-1,5	0,6	
Jul.	6,2	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	1,1	-0,7	0,9	
Ago.	2,4	-0,2	-1,8	-0,7	-0,6	0,7	1,3	1,1	
Set.	1,8	-0,5	-1,8	-0,8	-1,3	0,7	0,8	0,5	
Oct.	0,8	-0,6	-1,7	-0,7	-0,3	2,0	1,7	-0,1	
Nov.	0,2	-0,8	-1,3	0,1	-1,0	0,7	1,8	0,8	
Dic.	-0,6	-1,0	-1,8	-0,6	-2,4	-0,2	-0,3	2,6	

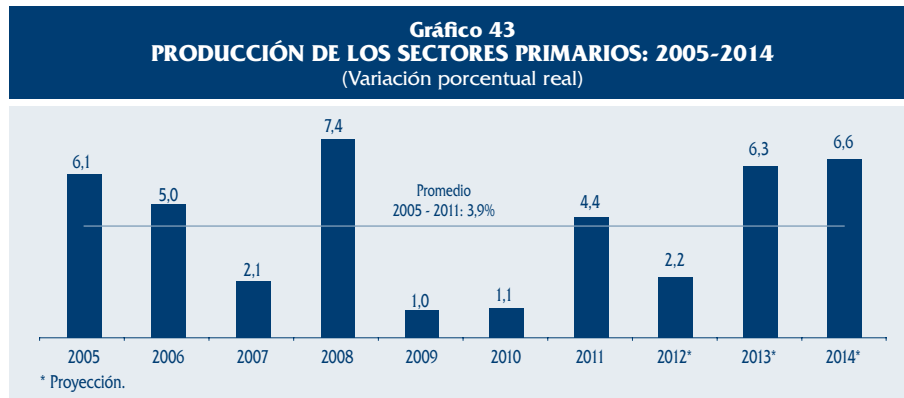
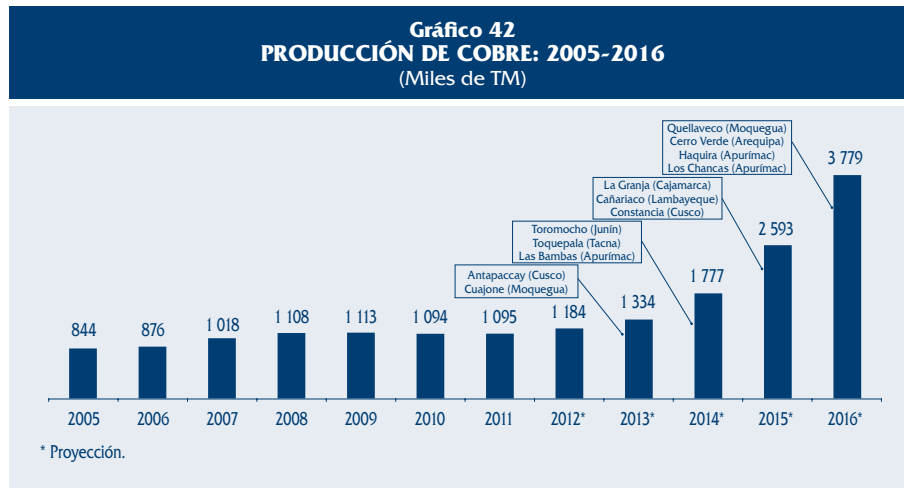
Fuente: IMARPE.

*Al 11 de setiembre de 2012.



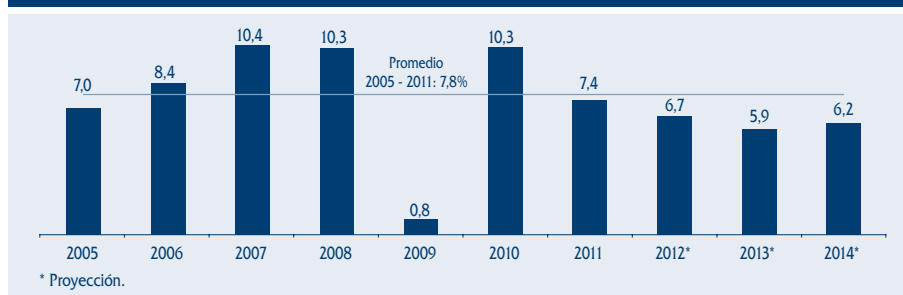


Las altas tasas de crecimiento esperada para los sectores primarios en 2013 y 2014, traducidas en mayor crecimiento de las exportaciones, se explican por la evolución del sector minería e hidrocarburos. En particular, se espera el ingreso a fase operativa de los proyectos de cobre Toromocho, y Las Bambas, así como las ampliaciones de la unidad Cuajone y Toquepala de Southern. Estos proyectos se suman al proyecto de cobre Antapaccay que inicia operaciones en 2012.



34. Los **sectores no primarios** crecieron 7,0 por ciento en el primer semestre, principalmente por la evolución de construcción, comercio y servicios, atenuadas por un débil crecimiento de la manufactura no primaria, afectada por la menor demanda de textiles en el exterior. En el horizonte de proyección se prevé una moderación en el ritmo de crecimiento de casi todos los sectores no primarios, en línea con la evolución de la demanda interna. Sin embargo, las tasas crecientes de la economía mundial se reflejarían en un ritmo de crecimiento de la manufactura no primaria que se aceleraría durante el horizonte de proyección.

Gráfico 44
PRODUCCIÓN DE LOS SECTORES NO PRIMARIOS: 2005-2014
(Variación porcentual real)



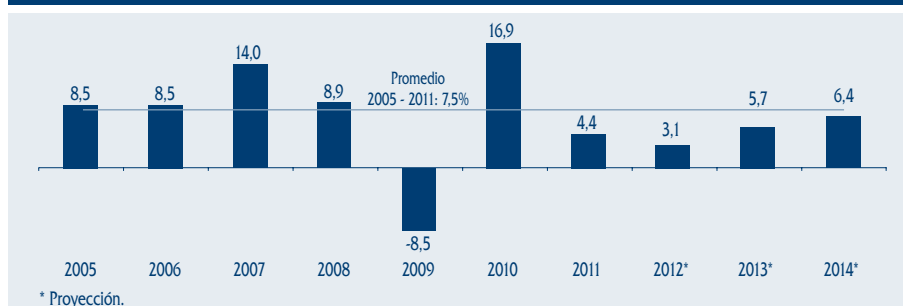
Cuadro 15
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

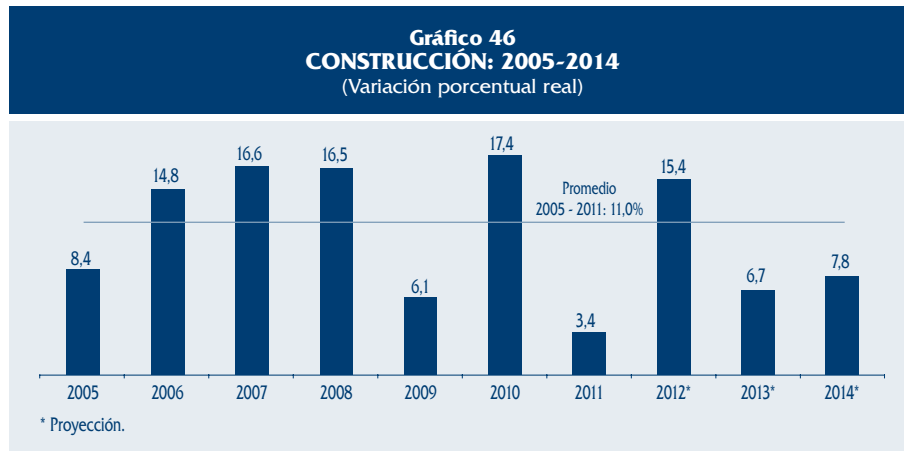
	2011		2012*		2013*		2014*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
Agropecuario	2,9	3,8	4,5	4,0	4,0	4,3	4,3	4,2	4,2
Agrícola	0,8	2,8	4,2	3,8	3,5	3,7	3,8	4,1	3,9
Pecuario	6,7	5,2	4,4	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Pesca	17,4	29,7	-12,5	-8,9	-7,7	2,8	4,9	2,5	1,1
Minería e hidrocarburos	-1,3	-0,2	3,8	3,1	3,3	11,2	9,2	12,1	11,8
Minería metálica	-6,7	-3,6	4,1	3,7	3,9	9,5	6,7	12,1	11,7
Hidrocarburos	33,0	18,1	2,4	0,6	0,8	18,9	18,6	12,4	12,4
Manufactura	9,0	5,6	-0,4	2,1	2,1	6,2	5,9	6,2	6,0
Recursos primarios	11,8	12,3	-7,7	-1,5	-3,4	6,0	6,7	4,2	3,9
Manufactura no primaria	8,5	4,4	1,1	2,8	3,1	6,2	5,7	6,5	6,4
Electricidad y agua	7,3	7,4	5,6	5,7	5,3	5,9	5,9	7,0	7,0
Construcción	4,1	3,4	14,7	12,0	15,4	7,6	6,7	8,0	7,8
Comercio	9,5	8,8	7,1	6,6	6,4	5,4	5,4	5,9	5,9
Otros servicios	9,1	8,3	7,4	6,5	6,6	6,1	6,1	5,9	5,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	7,8	6,9	6,1	5,8	6,0	6,2	6,0	6,3	6,3
Nota:									
PBI primario	3,4	4,4	1,7	2,5	2,2	6,8	6,3	6,8	6,6
PBI no primario	8,7	7,4	7,0	6,4	6,7	6,1	5,9	6,2	6,2

RI: Reporte de Inflación.

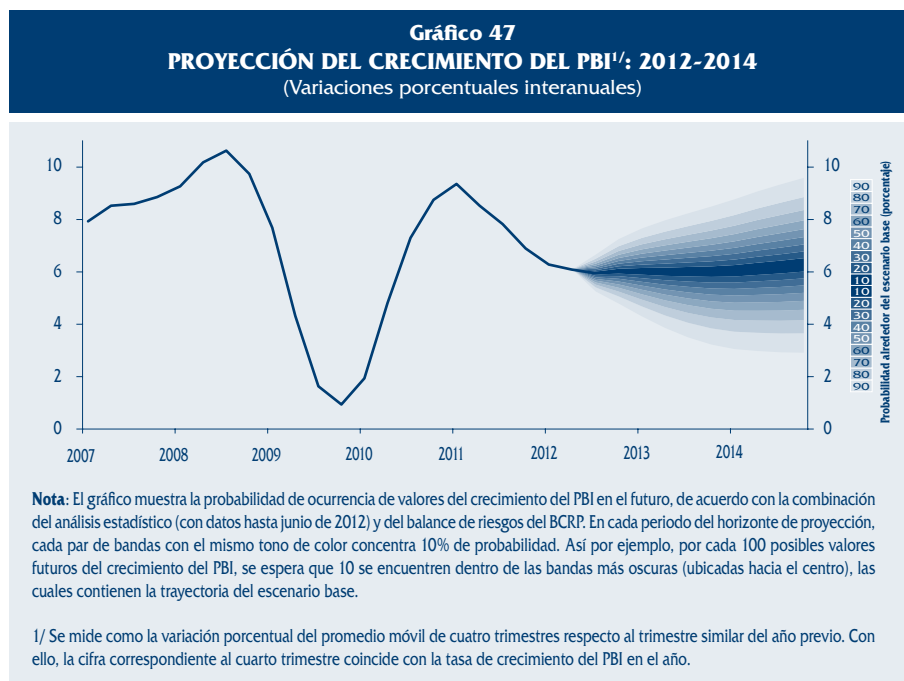
* Proyección.

Gráfico 45
MANUFACTURA NO PRIMARIA: 2005-2014
(Variación porcentual real)





35. Toda proyección está sujeta a posibles eventos que la desvíen de su escenario central, y en este contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente. En un escenario de riesgo de origen interno se podrían presentar choques adversos de demanda vinculados al impacto de los conflictos sociales sobre la inversión privada. Por su parte, la creciente incertidumbre de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas; situación que contrastaría con una eventual entrada masiva de capitales motivada por la búsqueda de alternativas de inversión a favor de las economías emergentes. La descripción de los escenarios de riesgo contemplados en el presente Reporte se encuentra en el capítulo Balance de Riesgos.



**RECUADRO 3
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA**

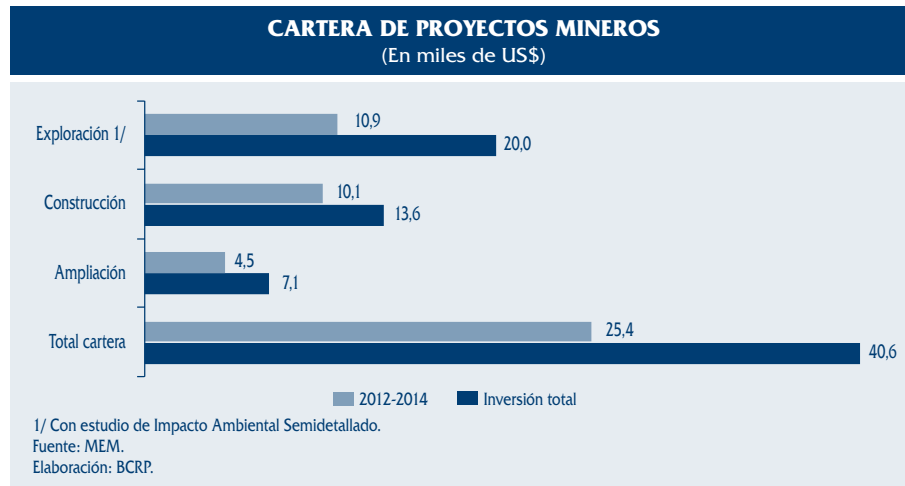
Para los próximos años se espera que la economía peruana crezca a una tasa promedio compatible con su potencial de crecimiento de largo plazo. Este crecimiento potencial depende, entre otros factores, de un clima favorable para la inversión privada en la medida que la dinámica de esta variable permite la expansión del acervo de capital de la economía. Asimismo, en la medida que las nuevas inversiones incorporen cambios tecnológicos se tendrán también mejoras en la productividad en los distintos sectores económicos.

Los anuncios de inversión privada para el periodo 2012 - 2014 ascienden a US\$ 52 mil millones, destacando con mayor participación los sectores de minería e hidrocarburos, seguidos por sectores asociados a actividades inmobiliarias, comerciales y de salud; estos últimos sectores con gran capacidad de expansión, teniendo en cuenta su baja penetración actual. Es decir, a partir de los anuncios se observa que la inversión privada en los próximos años tendrá un carácter diversificado tanto en sectores como a nivel geográfico.



Los anuncios de inversión han mantenido una tendencia creciente, como consecuencia de las favorables perspectivas para la economía y de la mayor confianza de los agentes económicos, que se reflejan en la ejecución de importantes proyectos de inversión. En el caso específico de los proyectos mineros, el incremento en costos asociados a un contexto de requerimiento de tecnología de punta y afrontar nuevas condiciones y exigencias en términos de protección ambiental y compromisos sociales hicieron que algunas empresas incrementaran los montos de inversión estimada, tales como Las Bambas (de US\$ 4 200 a US\$ 5 200 millones) y Constancia (de US\$ 1 000 a US\$ 1 500 millones).





La cartera anunciada de proyectos del sector minero totaliza US\$ 41 mil millones, de los cuales US\$ 25 mil millones se ejecutarían entre los años 2012 y 2014. Aproximadamente la mitad de los proyectos anunciados cuentan con el estudio de impacto ambiental definitivo aprobado y se encuentran a la fecha en fase de construcción o ampliación.

III. Balanza de Pagos

36. Durante el primer semestre del presente año la balanza en cuenta corriente registró un déficit equivalente a 3,1 por ciento del PBI, mayor en 0,1 puntos al de igual período de 2011. En este período el flujo de la cuenta financiera fue de US\$ 11 745 millones, mayor en US\$ 6 755 millones al del año anterior, lo cual se tradujo en un resultado positivo global en la balanza de pagos de US\$ 8 722 millones. Los flujos financieros del exterior están constituidos principalmente por reinversión de utilidades de no residentes, desembolsos de largo plazo del sector financiero y emisión de bonos privados en el exterior.

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

	2011		2012*		2013*		2014*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 596	-3 341	-3 024	-5 341	-7 709	-5 970	-8 664	-6 905	-8 783
<i>Porcentaje del PBI</i>	-3,0	-1,9	-3,1	-2,7	-3,9	-2,8	-4,1	-2,9	-3,8
1. Balanza comercial	4 088	9 302	2 547	6 740	3 541	6 676	2 809	6 971	3 817
a. Exportaciones	21 858	46 268	22 111	45 750	44 330	49 255	47 162	54 879	53 067
b. Importaciones	-17 770	-36 967	-19 563	-39 010	-40 789	-42 578	-44 353	-47 908	-49 250
2. Servicios	-1 095	-2 132	-985	-2 373	-2 179	-2 744	-2 389	-3 025	-2 792
3. Renta de factores	-7 153	-13 710	-6 219	-13 069	-12 418	-13 446	-12 596	-14 458	-13 451
4. Transferencias corrientes	1 563	3 200	1 634	3 362	3 347	3 544	3 511	3 607	3 643
Del cual: Remesas del exterior	1 309	2 697	1 378	2 842	2 830	2 997	2 969	3 033	3 073
II. CUENTA FINANCIERA	4 990	8 065	11 745	16 040	19 508	9 970	11 664	9 905	11 783
Del cual:									
1. Sector privado (largo y corto plazo)	5 166	8 313	8 402	13 091	15 840	9 817	11 602	9 750	11 972
2. Sector público	101	848	1 870	2 046	2 186	148	58	147	-193
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	2 394	4 724	8 722	10 700	11 800	4 000	3 000	3 000	3 000

RI: Reporte de Inflación.

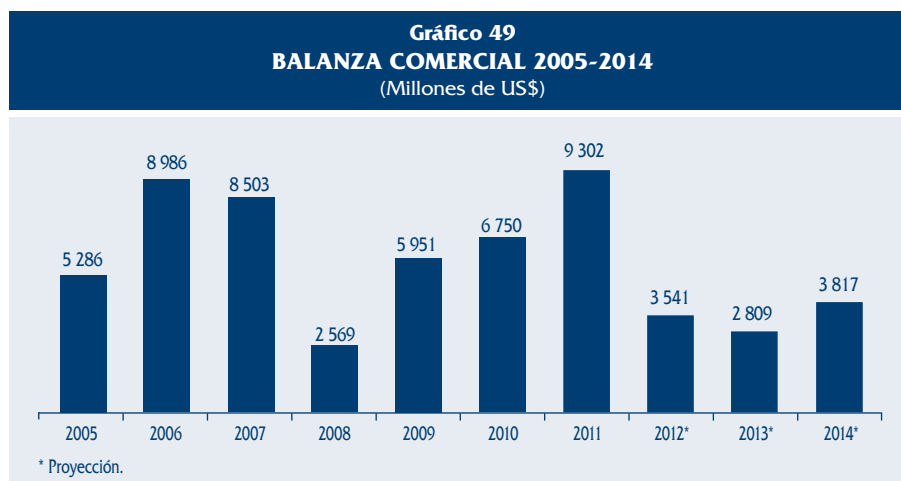
* Proyección.

Gráfico 48
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS: 2005-2014
(Porcentaje del PBI)





37. El déficit anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos se proyecta llegue a 3,9 por ciento en 2012, mayor en 1,2 puntos al proyectado en junio (US\$ 2 368 millones) por menores exportaciones en US\$ 1 421 millones y mayores importaciones en US\$ 1 778 millones, lo cual sería compensado por una reducción de los pagos netos de renta en factores en US\$ 651 millones. Estos flujos se explican por el efecto de la menor demanda externa en los volúmenes y precios de exportación, así como por el efecto de la mayor demanda interna en las compras al exterior.
38. Para 2013 se proyecta un incremento del déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de junio, de 2,8 a 4,1 por ciento del producto, asociado a los menores términos de intercambio, al menor crecimiento previsto de las exportaciones no tradicionales por la desaceleración contemplada en el crecimiento de los principales socios comerciales y los mayores niveles de importaciones que se vienen observando tanto en bienes de consumo como en bienes de capital. Para 2014 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 3,8 por ciento del PBI, mayor al previsto en el Reporte previo (2,9 por ciento del PBI).



39. La **balanza comercial** para el año 2012 se ha revisado a la baja de US\$ 6,7 mil millones en el Reporte de junio a US\$ 3,5 mil millones en el presente Reporte; lo que toma en consideración el menor superávit observado en el primer semestre del año y menores términos de intercambio proyectados para el año respecto al Reporte anterior.

Para 2013 se proyecta un superávit comercial de US\$ 2,8 mil millones frente a los US\$ 6,7 mil millones previsto en el Reporte anterior, explicado fundamentalmente por menores exportaciones en un contexto de menor crecimiento mundial al previsto en el Reporte de junio, los mayores precios de alimentos previstos para 2013 y, porque desde el primer semestre de 2012 se han venido observando mayores niveles de importaciones de bienes de consumo y bienes de capital. Para el año 2014 el superávit comercial aumentaría a US\$ 3,8 mil millones debido al mayor volumen de exportaciones, principalmente mineras ante la entrada en operación de algunos proyectos de extracción de cobre.

Cuadro 17
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
EXPORTACIONES	21 858	46 268	22 111	45 750	44 330	49 255	47 162	54 879	53 067
De las cuales:									
Productos tradicionales	17 074	35 837	16 732	34 658	33 333	36 759	35 064	41 049	39 787
Productos no tradicionales	4 625	10 130	5 198	10 748	10 617	12 124	11 727	13 442	12 892
IMPORTACIONES	17 770	36 967	19 563	39 010	40 789	42 578	44 353	47 908	49 250
De las cuales:									
Bienes de consumo	2 982	6 692	3 777	7 569	7 999	8 461	8 864	9 676	10 184
Insumos	8 871	18 255	9 143	18 586	19 020	19 405	19 809	21 350	21 404
Bienes de capital	5 731	11 665	6 519	12 522	13 136	14 358	15 059	16 505	17 039
BALANZA COMERCIAL	4 088	9 302	2 547	6 740	3 541	6 676	2 809	6 971	3 817

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

40. La proyección de las **exportaciones** de 2012 se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 44 mil millones, lo que presenta una reducción de 4,2 por ciento respecto a 2011. La revisión respecto al Reporte anterior refleja fundamentalmente el menor crecimiento en el volumen de exportaciones proyectado, respecto al 5,4 por ciento en junio, ante los menores envíos al exterior de productos tradicionales, principalmente de harina de pescado, oro y petróleo. Este menor volumen de exportaciones sería parcialmente compensado por el incremento en las exportaciones de cobre ante la mayor producción prevista para el año ante la entrada en operaciones de dos proyectos: ampliación de Antamina y Antapaccay.

Cuadro 18
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
1. Valor:									
Exportaciones	35,9	30,1	1,2	-1,1	-4,2	7,7	6,4	11,4	12,5
Productos tradicionales	36,1	29,5	-2,0	-3,3	-7,0	6,1	5,2	11,7	13,5
Productos no tradicionales	35,5	32,6	12,4	6,1	4,8	12,8	10,5	10,9	9,9
Importaciones	37,3	28,3	10,1	5,5	10,3	9,1	8,7	12,5	11,0
2. Volumen:									
Exportaciones	8,7	8,5	3,7	5,4	1,1	8,9	8,6	9,8	10,9
Productos tradicionales	5,2	5,2	2,4	5,5	0,3	8,6	8,5	10,5	12,1
Productos no tradicionales	21,5	20,2	9,1	4,7	4,1	9,9	8,9	7,7	7,1
Importaciones	19,1	12,8	7,8	8,4	8,8	9,2	8,7	10,3	9,8
3. Precio:									
Exportaciones	24,8	20,0	-2,8	-6,2	-5,2	-1,2	-2,1	1,5	1,5
Productos tradicionales	28,6	22,9	-4,5	-9,4	-5,9	-2,9	-3,3	0,5	0,8
Productos no tradicionales	11,5	10,4	3,1	1,4	0,9	2,6	1,4	2,9	2,7
Importaciones	15,2	13,8	2,2	-2,6	1,4	-0,1	0,1	2,0	1,1

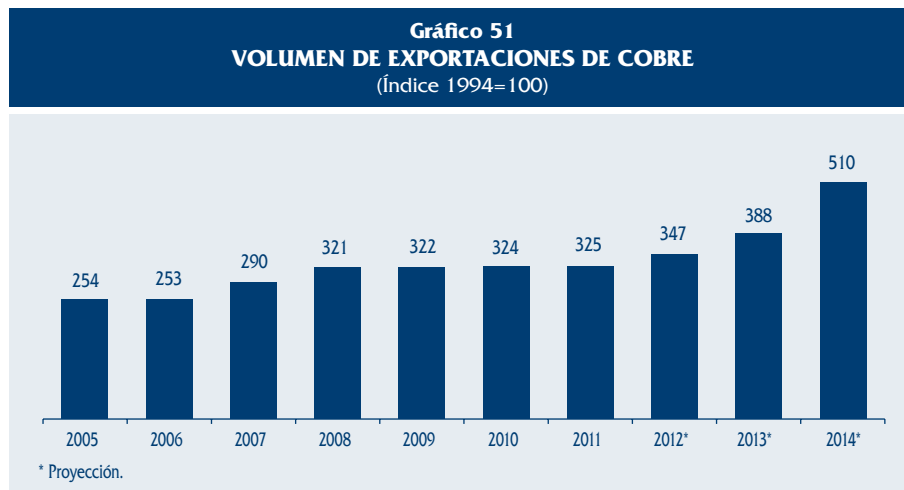
RI: Reporte de Inflación.

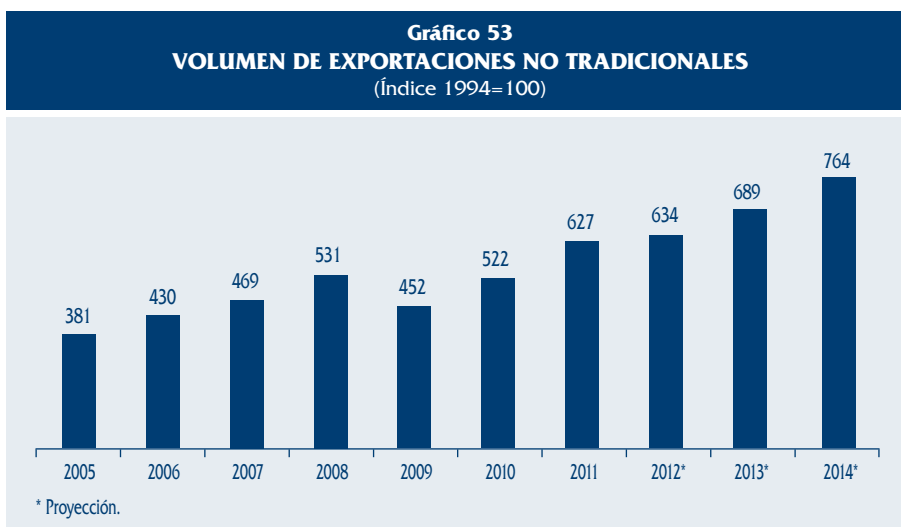
* Proyección.





Para 2013 las exportaciones ascenderían a US\$ 47 mil millones, menor a lo previsto en el Reporte de junio, por los menores precios de exportación, el menor crecimiento del volumen de exportaciones de productos mineros y el menor crecimiento de exportaciones no tradicionales debido a la revisión a la baja del crecimiento mundial previsto en este Reporte. Para 2014 las exportaciones bordearían los US\$ 53 mil millones, lo que representa un crecimiento nominal de 12,5 por ciento respecto a 2013. Esto se asociaría a las mayores exportaciones de productos mineros, principalmente cobre y molibdeno por la contribución de la entrada en operación de Toromocho, Las Bambas y las ampliaciones de Southern; y de hierro por la ampliación de Shougang en Marcona.





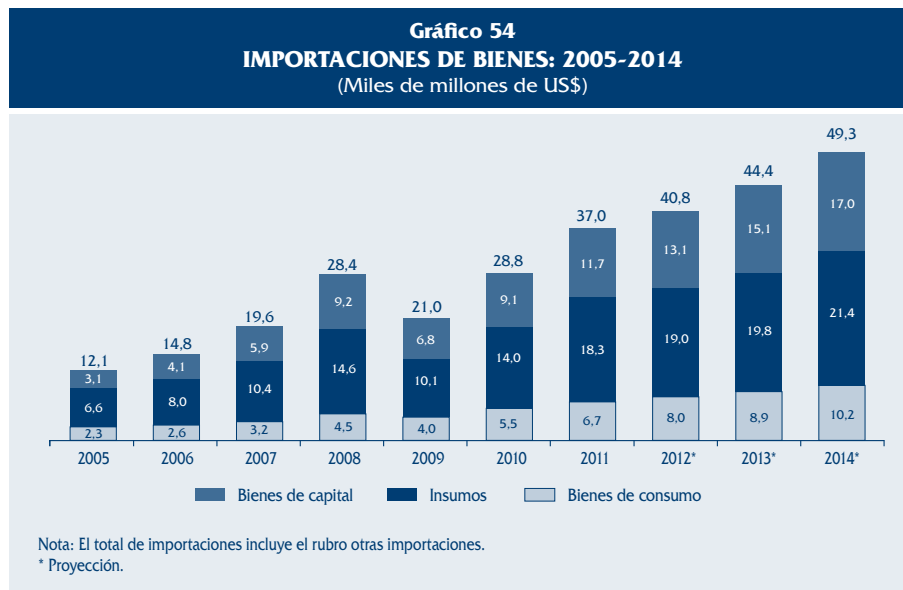
41. Por su parte, la proyección de las **importaciones** de 2012 se ha revisado al alza con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 41 mil millones, lo que presenta un incremento de 10,3 por ciento respecto al 2011. El mayor valor de las importaciones contemplado para este año respecto al Reporte de junio refleja, en gran medida, la mayor ejecución del primer semestre del año ante los mayores precios de importación, principalmente de bienes de consumo, bienes de capital y petróleo.





En términos de volumen, las importaciones de bienes crecerían 8,8 por ciento en 2012, tasa mayor a la del Reporte previo (8,4 por ciento) por el mayor crecimiento del volumen previsto de importaciones de bienes de consumo y capital, lo que sería parcialmente compensado por el menor volumen de importaciones de petróleo observado en los primeros seis meses del año.

Para 2013 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 44 mil millones, en tanto que para 2014 este agregado alcanzaría los US\$ 49 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando altas tasas de crecimiento (8,7 por ciento en 2013 y 9,8 por ciento en 2014), consistentes con la evolución de la demanda interna.



Cuenta financiera

42. En el segundo trimestre de 2012 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 2 568 millones, lo que representó un aumento de US\$ 828 millones respecto al segundo trimestre de 2011. Este incremento obedece tanto a los mayores desembolsos de largo plazo del sector financiero como a las menores adquisiciones de activos en el exterior por parte de las compañías aseguradoras, lo que fue parcialmente compensado por la menor reinversión de utilidades. Con ello, en el primer semestre se acumula un flujo de capitales de largo plazo del sector privado por US\$ 7 797 millones.

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

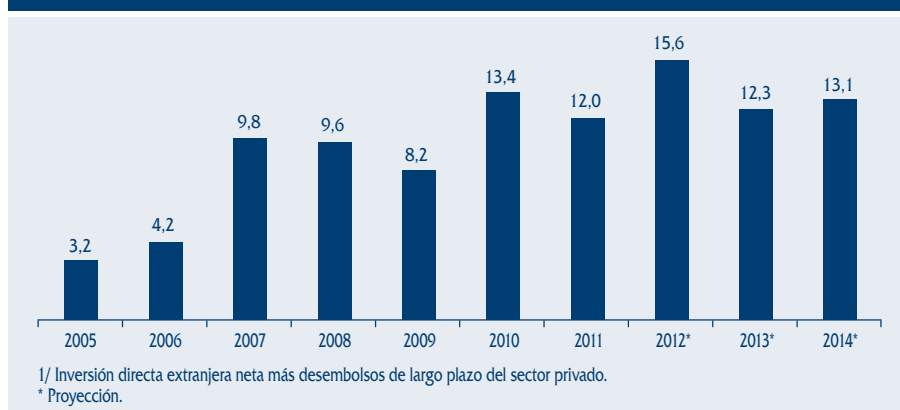
	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
Flujos de activos (1)	-526	-1 298	-714	-2 925	-1 956	-2 809	-2 183	-2 677	-2 350
Inversión directa en el extranjero	30	-113	-68	-300	-68	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-557	-1 185	-646	-2 626	-1 887	-2 809	-2 183	-2 677	-2 350
Flujos de pasivos (2)	5 536	10 918	8 511	15 481	16 303	12 131	12 851	12 002	13 518
Inversión extranjera en el país	4 157	8 233	5 440	10 006	9 868	8 242	8 264	8 739	9 063
Inversión extranjera de cartera en el país	11	-102	846	2 016	1 701	1 895	1 862	1 426	1 946
Participaciones de capital	5	147	12	154	62	170	170	165	165
Otros pasivos	5	-249	835	1 863	1 639	1 725	1 692	1 261	1 781
Préstamos de largo plazo	1 368	2 787	2 225	3 459	4 734	1 995	2 725	1 837	2 509
Desembolsos	1 646	3 886	2 730	4 541	5 845	3 323	4 043	3 316	4 041
Amortización	-278	-1 099	-505	-1 082	-1 112	-1 328	-1 318	-1 479	-1 533
Total (-1+2)	5 010	9 620	7 797	12 555	14 347	9 322	10 668	9 325	11 168
Nota:									
Porcentaje del PBI	5,9	5,4	8,1	6,3	7,3	4,3	5,0	4,0	4,8

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Durante 2012 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendería a US\$ 14,3 mil millones, monto mayor al del Reporte de junio (US\$ 12,6 mil millones). Esta revisión al alza se explica por mayores préstamos de largo plazo del sector no financiero respecto a lo previsto y menor flujo de capitales al exterior por parte de inversionistas institucionales locales, teniendo en cuenta los flujos observados en el primer semestre del año.

Gráfico 55
FINANCIAMIENTO EXTERNO DEL SECTOR PRIVADO 1/
(Miles de millones de US\$)





Para 2013 y 2014 se proyecta un flujo positivo de US\$ 10,7 y US\$ 11,2 mil millones, respectivamente; lo que se sustenta en el mayor requerimiento de financiamiento externo para la ejecución de proyectos de inversión privada, parte del cual es reinversión; en tanto que sería atenuado por las compras de activos en el exterior por parte de inversionistas institucionales locales.

43. Durante el segundo trimestre del año, la **cuenta financiera del sector público** mostró un flujo neto positivo de US\$ 289 millones, debido a la compra de bonos soberanos en el mercado doméstico por parte de no residentes (US\$ 436 millones). En lo que resta del año se espera un aumento en las colocaciones de bonos en el exterior, con lo que el año terminaría con un flujo positivo de US\$ 2,2 mil millones. Para los años 2013 y 2014 no se tiene considerada en la proyección nueva emisión de bonos globales.
44. Respecto a la cuenta de **capitales de corto plazo**, en el segundo trimestre de 2012 mostró un flujo neto positivo de US\$ 908 millones. Ello estuvo relacionado con la disminución de depósitos de moneda extranjera en el exterior por parte del sector no financiero y el aumento de los pasivos externos netos por parte de las empresas bancarias. Para el año se proyecta un flujo positivo de US\$ 1,5 mil millones, lo que reflejaría mayores adeudados de las empresas bancarias con el exterior.
45. Frente a los inlujos de capitales del exterior, y con el fin de evitar excesiva volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central intervino en el mercado cambiario adquiriendo US\$ 1 843 millones en el segundo trimestre, con lo que se acumula US\$ 7 403 millones de compras netas en el primer semestre. Con ello, a agosto 2012 las reservas internacionales ascendieron a US\$ 59 771 millones, nivel que otorga una alta capacidad de respuesta de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 31,8 por ciento del PBI, respalda el 95,4 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 6,1 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo. Estos niveles de cobertura de reservas internacionales se ubican entre los más altos de la región.

Cuadro 20
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	Ago.02	Ago.07	Ago.12
Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$)	9 886	24 069	59 771
Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$)	3 202	15 277	41 494
RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) 1/	17,7	24,2	31,8
RIN / Deuda externa de corto plazo (número de veces) 2/	2,0	2,3	6,1
RIN / Liquidez total (porcentaje)	81,3	99,4	95,4

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

2/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo y la amortización de los próximos cuatro trimestres.

IV. Finanzas públicas

46. Tomando en cuenta los resultados del primer semestre, se ha revisado al alza la proyección del año 2012, elevando el superávit fiscal a 1,5 por ciento del producto, de 1,1 por ciento del PBI previsto en el Reporte de junio. Para 2013 y 2014 la proyección del resultado económico es de un superávit de 1,1 por ciento del PBI en ambos años, cifra similar a la contemplada en el Reporte de junio (1,0 por ciento en ambos años), principalmente por el mayor crecimiento esperado para los ingresos corrientes como consecuencia de medidas orientadas a ampliar la base tributaria. En ambos años se ha mantenido el nivel de gasto nominal previsto en el Reporte de junio.

Cuadro 21
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	22,1	21,0	22,5	21,1	21,4	21,2	21,7	21,2	21,7
<i>Variación % real</i>	16,2	13,6	6,4	4,7	5,2	6,0	6,6	6,6	6,7
2. Gastos no financieros del gobierno general	15,3	18,1	15,0	19,1	19,1	19,2	19,5	19,3	19,6
<i>Variación % real</i>	-0,8	1,7	2,1	9,6	8,8	6,8	7,8	6,8	7,3
<i>Del cual:</i>									
Gasto corriente	11,9	13,0	11,3	13,0	13,2	12,9	13,4	12,8	13,3
<i>Variación % real</i>	5,6	7,1	-0,9	3,6	4,9	4,9	6,2	5,7	6,2
Formación bruta de capital	3,1	4,7	3,5	5,7	5,6	6,0	5,7	6,1	5,9
<i>Variación % real</i>	-17,3	-8,1	16,0	25,5	22,3	10,9	8,6	9,3	10,6
3. Otros	0,2	0,1	0,6	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	6,9	3,0	8,1	2,1	2,6	2,0	2,2	1,9	2,1
5. Intereses	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0
6. Resultado económico	5,7	1,9	7,0	1,1	1,5	1,0	1,1	1,0	1,1
Nota (miles de millones de S/.):									
1. Ingresos corrientes del gobierno general	52,5	102,1	58,2	111,0	111,4	120,3	121,6	131,0	132,0
2. Gastos no financieros del gobierno general	36,5	87,8	38,8	100,0	99,1	109,3	109,3	119,2	119,2

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.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





Gráfico 56
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2005-2014
(Porcentaje del PBI)

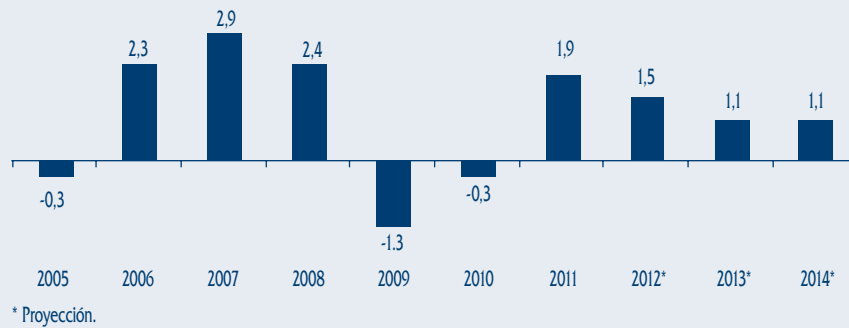


Gráfico 57
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: IT.09 - IIT.12
(Porcentaje del PBI - acumulado últimos 4 trimestres)

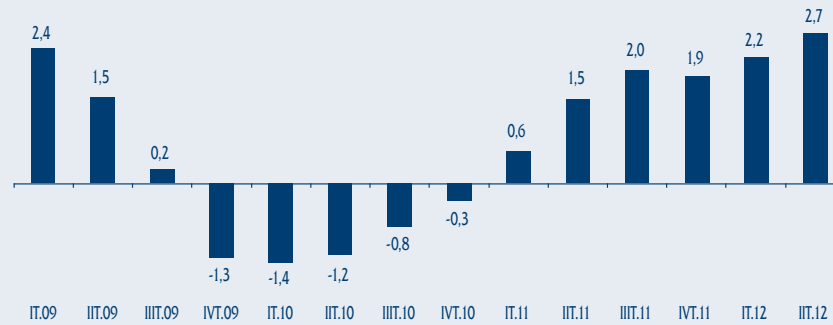
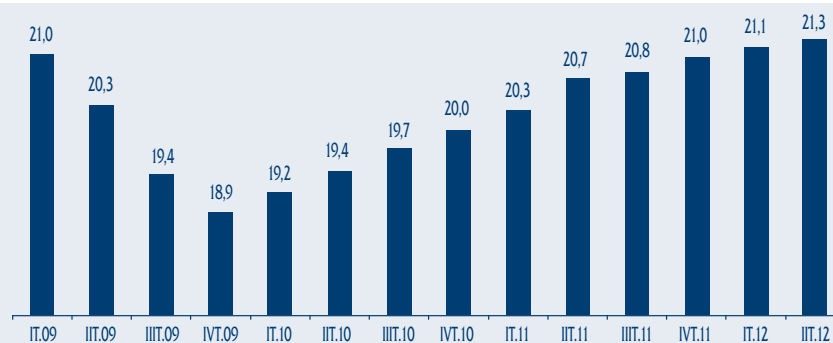
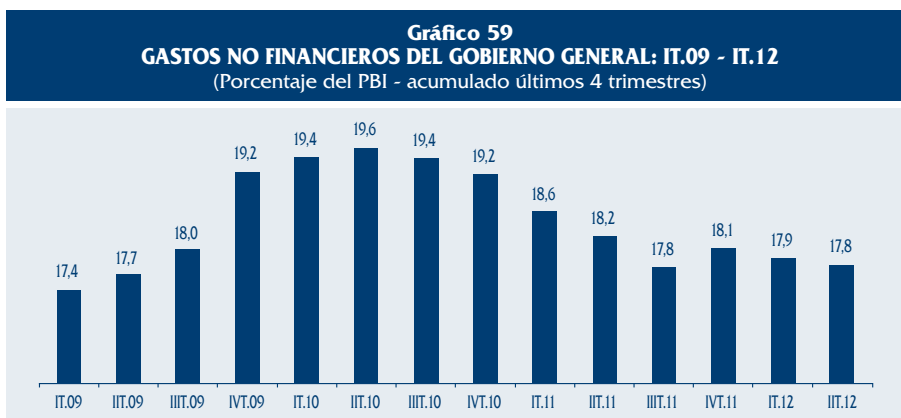


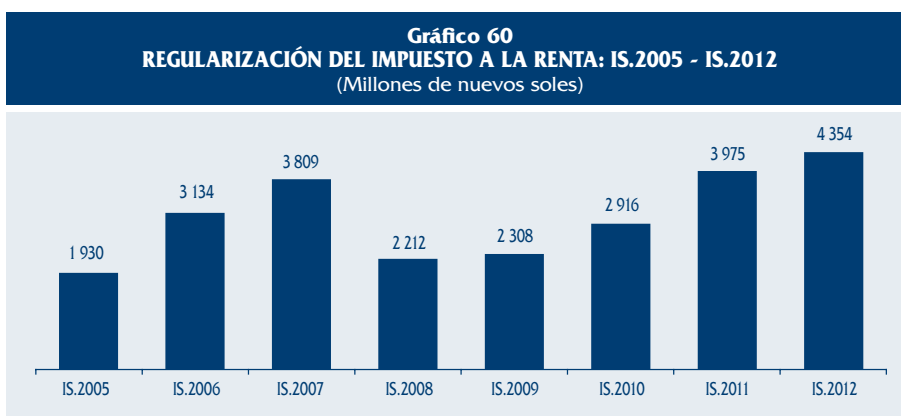
Gráfico 58
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: IT.09 - IIT.12
(Porcentaje del PBI - acumulado últimos 4 trimestres)





Evolución de los ingresos fiscales

47. En el segundo trimestre de 2012 los **ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 22,5 por ciento del producto, mayor en 0,4 puntos porcentuales a lo obtenido en similar periodo de 2011, lo que representó un crecimiento de 5,0 por ciento en términos reales. Los ingresos tributarios mostraron un crecimiento de 4,1 por ciento en tanto que los ingresos no tributarios crecieron 7,1 por ciento, ambas tasas en términos reales.
48. La recaudación por impuesto a la renta aumentó 3,9 por ciento en términos reales, destacando el crecimiento del impuesto a la renta de personas naturales (19,6 por ciento), que en parte refleja la dinámica del empleo y los pagos por distribución de utilidades. Por su parte, el impuesto a la renta de personas jurídicas se contrajo 0,5 por ciento, reflejando la caída en los ingresos provenientes del sector minero debido a las menores cotizaciones de los principales productos mineros de exportación. Cabe indicar que la regularización del impuesto a la renta en el primer semestre del año ascendió a S/. 4 354 millones, lo que marca un récord de recaudación por este concepto, superando en S/. 379 millones a lo registrado en similar periodo de 2011. Cabe mencionar la mayor participación del sector de servicios en dicha regularización.





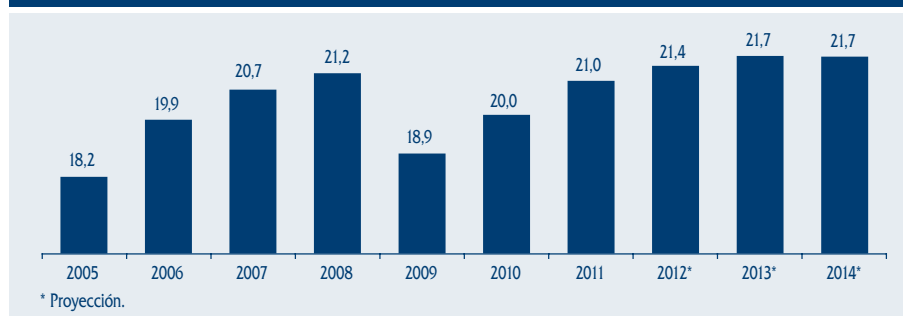
49. El Impuesto General a las Ventas (IGV) interno tuvo un incremento de 7,4 por ciento en el segundo trimestre impulsado por la dinámica de la demanda interna, lo cual permitió compensar la menor recaudación obtenida por el IGV externo (-3,5 por ciento) producto de la desaceleración en el crecimiento de las importaciones. En términos reales, el IGV creció 2,2 por ciento en el mismo periodo.
50. Cabe indicar que, como producto de la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías⁴, en el segundo trimestre de 2012 se captaron ingresos por S/. 523 millones correspondientes a la Nueva Regalía Minera, al Gravamen Especial a la Minería y al Impuesto Especial a la Minería. Con ello en los primeros seis meses del año se ha recaudado por estos conceptos S/. 981 millones, en tanto que desde su creación acumula un ingreso de S/. 1 246 millones.

Cuadro 22
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
INGRESOS TRIBUTARIOS	16,8	15,9	17,1	16,0	16,2	16,0	16,5	16,1	16,4
Impuesto a la renta	7,8	6,9	8,1	7,0	7,0	6,9	7,2	6,9	7,2
Impuesto General a las Ventas	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4	8,5	8,6	8,5	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,4	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
Devoluciones de impuestos	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	3,4	3,3	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
CONTRIBUCIONES	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
TOTAL	22,1	21,0	22,5	21,1	21,4	21,2	21,7	21,2	21,7

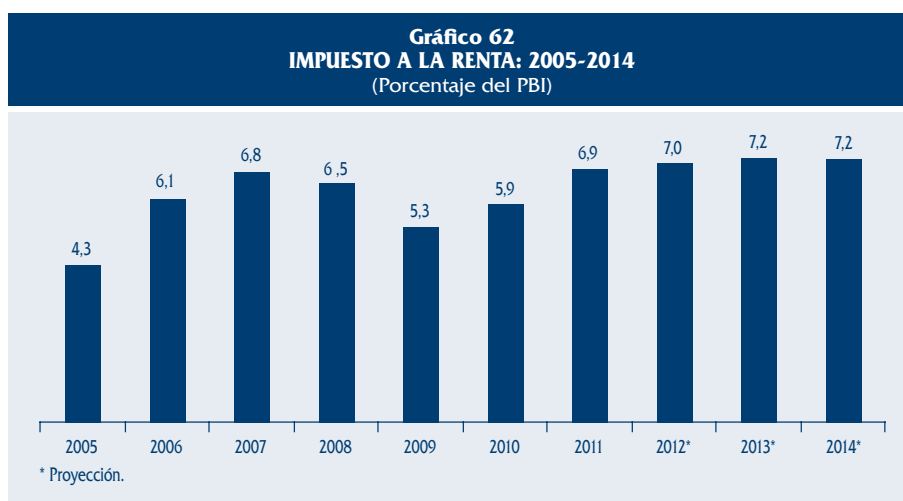
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 61
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2005-2014
(Porcentaje del PBI)



4 El 28 de setiembre de 2011 se publicaron la Ley que modifica la Ley de Regalía Minera (Ley N° 29788), la Ley que crea el Impuesto Especial a la Minería (Ley N° 29789) y la Ley que establece el marco legal del Gravamen Especial a la Minería (Ley N° 29790).

51. Para el año 2012 se estima un crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 5,2 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 21,4 por ciento, mayor al ratio del año 2011 (21,0 por ciento) y al proyectado para 2012 en el Reporte de junio (21,1 por ciento). Para los años 2013 y 2014 se esperan tasas de crecimiento de 6,6 y 6,7 por ciento, respectivamente, variaciones que se aproximan al crecimiento del nivel potencial de la economía, lo que permitiría mantener un ratio respecto al PBI de 21,7 por ciento para ambos años. Las estimaciones presentadas para estos años corresponden a un escenario base que considera la estructura tributaria vigente.
52. La recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendería a 7,0 puntos porcentuales del PBI en 2012, lo que significaría un ligero crecimiento respecto a lo recaudado en 2011 (6,9 por ciento del PBI). Este aumento sería explicado principalmente por la mayor recaudación por rentas del trabajo, dado el crecimiento que se viene observando en el empleo formal, así como los mayores recursos, que ya se han captado en parte, por distribución de utilidades. Por el lado de las personas jurídicas, su participación en términos del producto se mantendría en el año. Para el año 2013 y 2014 se estima un ligero aumento a 7,2 por ciento del PBI debido al crecimiento de las actividades extractivas para dicho periodo.



53. La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, ascendería en 2012 a 8,4 por ciento en términos del producto, ratio ligeramente superior al de 2011. Se prevé una mejora gradual en la recaudación de este impuesto para los próximos años como resultado del mayor crecimiento de la actividad económica, así como las medidas administrativas que buscan la ampliación de la base tributaria, en particular, por la incorporación de nuevos bienes en el sistema de deducciones.





54. La rebaja decretada a mediados de 2011 en la tasa del **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)** de combustibles hizo que la recaudación por este impuesto se reduzca en 0,1 punto porcentual en el año, ubicándose en 0,9 por ciento del PBI. Para los años 2013 y 2014 se proyecta que la recaudación por este concepto se mantendría en 0,9 por ciento del producto, por cuanto no se asumen cambios en la estructura de este impuesto.



Evolución del gasto público

55. En el **segundo trimestre de 2012** el gasto no financiero del gobierno general creció 1,2 por ciento en términos reales, con lo que el ratio respecto al producto alcanzó los 15,8 puntos porcentuales. Durante este trimestre, el gobierno nacional continuó mostrando niveles bajos de ejecución de gasto, por lo que al igual que sucedió en el primer trimestre del año, tuvo una caída en términos reales equivalente a 12,6 por ciento respecto a similar período del año anterior. En cambio, los gobiernos regionales y locales, aumentaron su gasto en 19,1 y 39,2 por ciento, respectivamente, superando los problemas de gestión que enfrentaron el año 2011 por el cambio de autoridades.

Cuadro 23
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Variación porcentual real)

	2011					2012	
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.
GASTO CORRIENTE	3,3	7,8	8,1	8,5	7,1	-3,2	1,3
Gobierno Nacional	6,8	9,6	11,3	3,5	7,6	-11,8	-4,2
Gobiernos Regionales	-0,2	2,2	1,3	21,3	6,7	10,8	11,7
Gobiernos Locales	-11,9	6,9	2,4	17,7	5,0	34,6	15,7
GASTO DE CAPITAL	-22,5	-15,9	-21,5	5,4	-10,1	34,1	1,1
Gobierno Nacional	7,2	3,6	-6,5	-11,8	-3,9	-31,7	-39,5
Gobiernos Regionales	-10,6	-26,4	-28,2	15,0	-9,4	44,0	41,9
Gobiernos Locales	-59,8	-38,7	-30,5	19,4	-17,0	213,1	74,3
GASTO TOTAL	-2,1	0,3	-1,2	7,3	1,7	3,1	1,2
Gobierno Nacional	6,8	8,1	7,8	-0,6	5,0	-14,6	-12,6
Gobiernos Regionales	-2,3	-6,7	-8,5	18,9	1,6	17,0	19,1
Gobiernos Locales	-34,8	-17,7	-17,3	18,8	-7,8	87,1	39,2

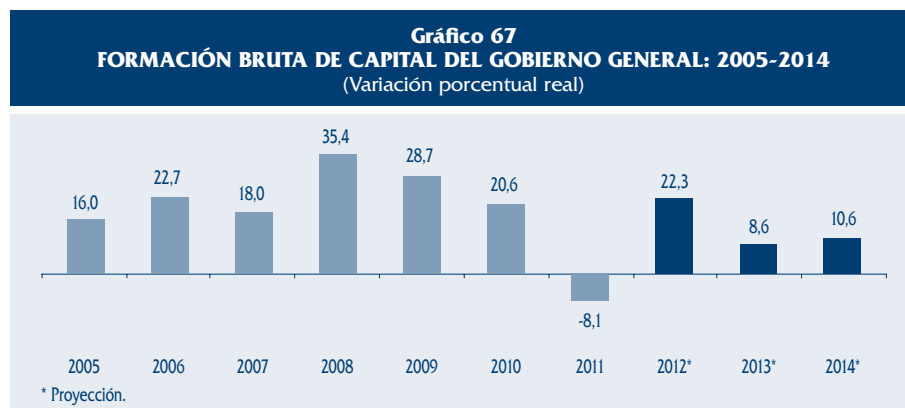
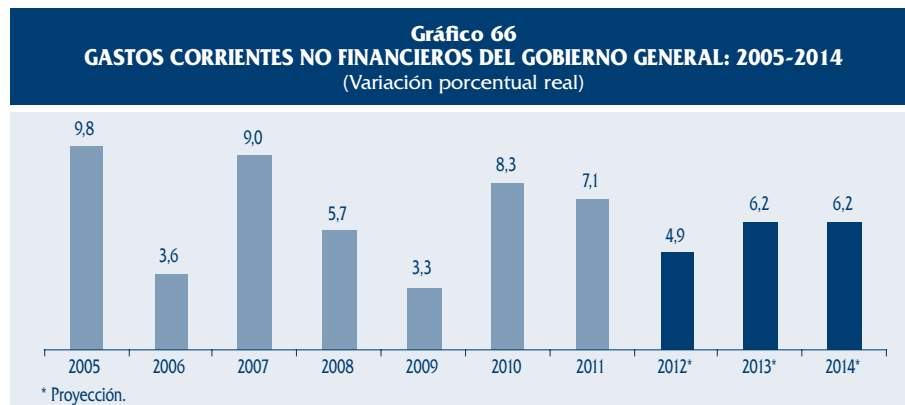
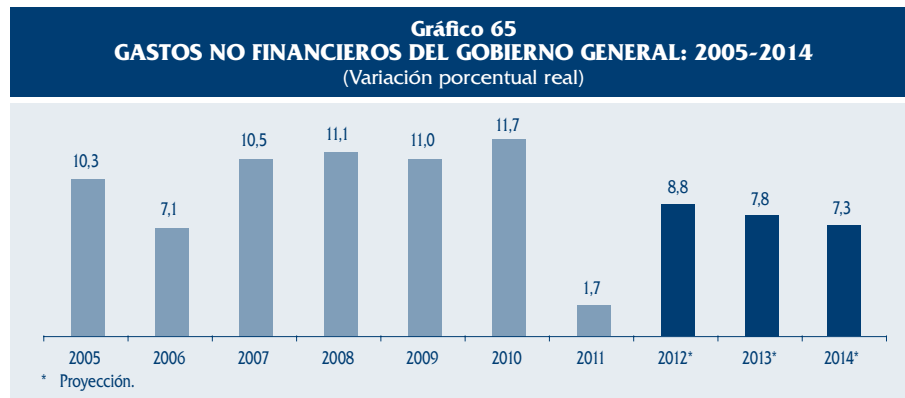
Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Contribución a la variación porcentual real)

	2011					2012*	
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.
GASTO CORRIENTE	2,6	5,3	5,6	5,3	4,9	-2,6	0,9
Gobierno Nacional	3,7	4,4	5,2	1,5	3,5	-7,1	-2,1
Gobiernos Regionales	0,0	0,3	0,2	2,4	0,9	1,6	1,5
Gobiernos Locales	-1,1	0,6	0,2	1,4	0,4	2,8	1,5
GASTO DE CAPITAL	-4,7	-5,1	-6,8	2,0	-3,2	5,7	0,3
Gobierno Nacional	0,6	0,6	-0,7	-1,9	-0,5	-3,1	-6,3
Gobiernos Regionales	-0,4	-1,5	-1,9	1,1	-0,6	1,5	1,8
Gobiernos Locales	-5,0	-4,1	-4,2	2,8	-2,1	7,3	4,8
GASTO TOTAL	-2,1	0,3	-1,2	7,3	1,7	3,1	1,2
Gobierno Nacional	4,4	5,0	4,5	-0,4	3,0	-10,2	-8,4
Gobiernos Regionales	-0,4	-1,3	-1,7	3,5	0,3	3,2	3,3
Gobiernos Locales	-6,1	-3,5	-3,9	4,3	-1,6	10,1	6,3

56. Para el año 2012 se estima un crecimiento real de 8,8 por ciento del gasto no financiero del gobierno general, en vista de la menor ejecución en el primer semestre del año respecto a la prevista en el Reporte anterior (9,6 por ciento). Esta proyección prevé mayores niveles de gasto en todas las instancias de gobierno en los meses que restan del año, incluyendo el gobierno nacional, lo cual llevaría a que el ratio de gasto a producto se ubique en 19,1 por ciento al final del año.

Para el año 2013 y 2014 se mantienen los mismos niveles de gasto nominal del Reporte de junio. En el año 2013 esto llevaría a que el gasto crezca 7,8 por ciento; en tanto que para 2014 el crecimiento pasaría de 6,8 por ciento a 7,3 por ciento.





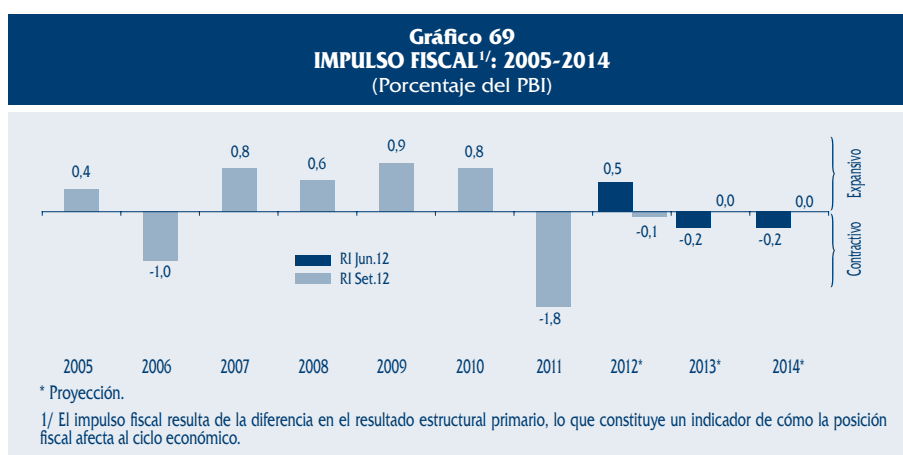
Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

57. El **resultado económico estructural** es un 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, sería de -0,3 por ciento del PBI en el año 2012. Para el año 2013 se proyecta un resultado estructural negativo de 0,4 por ciento del PBI,

en tanto que para 2014 se proyecta una reducción del déficit estructural a 0,2 por ciento del PBI.



58. El cambio en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En el año 2012 el impulso fiscal sería negativo (posición contractiva) como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento del gasto público, especialmente de capital; en tanto que para 2013 y 2014 se registraría un impulso fiscal nulo.



Requerimiento financiero

59. En el año 2012 el requerimiento de financiamiento del sector público sería negativo en S/. 3 677 millones, es decir el superávit fiscal excedería el pago de amortizaciones del año. En los años siguientes se registran también montos negativos, S/. 1 958 millones para 2013 y S/. 2 432 millones para 2014, niveles consistentes con la generación de resultados positivos del sector público no financiero en estos años.





Cuadro 25
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones de S./)

	2011		2012*		2013*		2014*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12	RI Jun.12	RI Set.12
I. USOS	-11 808	-5 316	-15 470	-946	-3 710	-543	-2 147	-1 397	-2 648
1. Amortización	1 830	3 762	2 673	4 572	4 373	4 887	4 240	4 582	4 557
a. Externa	1 206	2 291	1 917	3 257	3 082	3 121	2 485	3 232	3 233
<i>Millones US\$</i>	433	831	717	1 164	1 164	1 184	943	1 226	1 226
b. Interna	624	1 471	756	1 315	1 291	1 766	1 755	1 350	1 325
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	283	530	234	582	503	451	451	448	448
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-13 638	-9 077	-18 143	-5 518	-8 083	-5 430	-6 387	-5 979	-7 205
II. FUENTES	-11 808	-5 316	-15 470	-946	-3 710	-543	-2 147	-1 397	-2 648
1. Externas	1 166	2 807	393	2 250	1 444	3 029	2 457	2 365	2 133
<i>Millones US\$</i>	419	1 023	147	804	551	1 149	932	897	809
2. Bonos 2/	120	436	3 171	3 934	4 095	999	1 422	999	1 484
3. Internas 3/	-13 095	-8 559	-19 034	-7 130	-9 249	-4 571	-6 025	-4 761	-6 265
Nota:									
Saldo de deuda pública bruta									
Miles de millones S/.	96,6	103,3	100,4	101,9	104,1	103,4	104,7	103,6	105,2
Porcentaje del PBI	21,4	21,2	19,8	19,4	20,0	18,2	18,6	16,8	17,2
Saldo de deuda pública neta 4/									
Miles de millones S/.	35,1	39,3	21,8	29,0	31,8	24,0	25,4	18,1	18,3
Porcentaje del PBI	7,6	8,1	4,3	5,5	6,1	4,2	4,5	2,9	3,0

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.

RI: Reporte de Inflación.

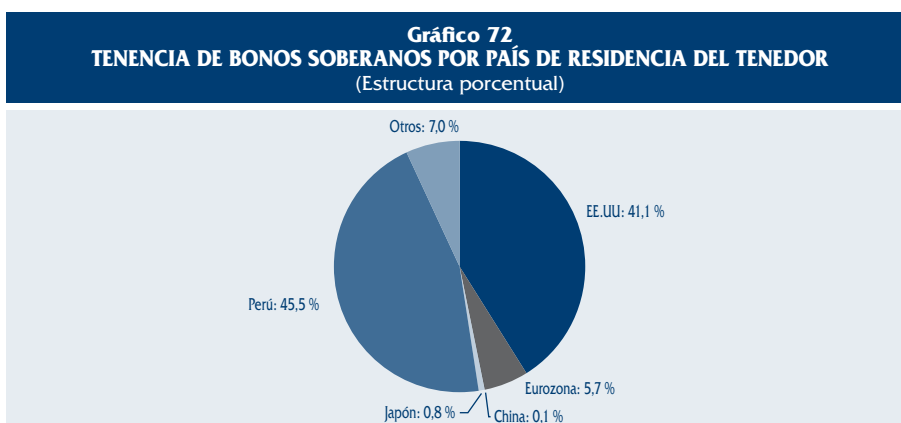
* Proyección.

En el mes de junio se efectuó la primera subasta de bonos soberanos por S/. 216 millones a una tasa de 5,2 por ciento y con vencimiento en 2023, cumpliendo con el objetivo de establecer bonos de referencia para el mercado local en la parte media de la curva. Para los próximos años se proyectan emisiones únicamente de bonos soberanos.

60. Respecto a la composición de la deuda por monedas, y por tasa de interés, el gobierno viene logrando disminuir paulatinamente los riesgos de mercado, alcanzando a junio de 2012 la participación de la deuda en moneda extranjera el 54,9 por ciento, mientras que el porcentaje de deuda contratada a tasa fija se sitúa en 85,8 por ciento.



61. En relación a la tenencia de bonos soberanos por no residentes al 30 de junio de 2012 dicha cifra superó el 54 por ciento (S/. 16 784 millones). De acuerdo al origen del tenedor en el exterior, son los inversionistas residentes en Estados Unidos los que más demandan estos títulos participando con un 41,1 por ciento respecto al total de bonos en manos de no residentes, siguiéndole en importancia, los inversionistas de países miembros de la Eurozona con un 5,7 por ciento.





De acuerdo a la composición por categoría de bonos soberanos, el bono más demandado por los no residentes es el que vence en 2020. Asimismo, el inversionista extranjero muestra una preferencia por los Global Depositary Notes (GDNs) que son instrumentos de deuda creados por un banco depositario de bonos soberanos peruanos en el exterior. La característica de este instrumento financiero es que facilita a los que adquieran los GDNs en el mercado internacional, la cancelación del servicio de esta deuda en dólares, mientras que el activo subyacente (los bonos soberanos) que respalda la emisión de los GDNs está denominado en nuevos soles y se paga localmente. Del total de instrumentos de deuda pública en manos de no residentes el 61 por ciento está constituido por GDNs (S/. 10 219 millones), mientras que el 39 por ciento restante se mantiene en bonos soberanos (S/. 6 565 millones).

Cuadro 26
BONOS SOBERANOS EN PODER DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

Bono	Saldo de no residentes		Bonos Soberanos		GDN	
	MM S/.	%	MM S/.	%	MM S/.	
2013	495	60,6	300	39,4	195	
2015	1 359	40,6	552	59,4	807	
2017	720	55,3	399	44,7	322	
2020	7 007	40,5	2 835	59,5	4 172	
2024	98	100,0	98	0,0	0	
2026	2 228	43,2	962	56,8	1 266	
2031	2 749	20,1	553	79,9	2 196	
2035	35	100,0	35	0,0	0	
2037	1 483	40,4	599	59,6	884	
2042	609	37,8	230	62,2	378	
TOTAL	16 784	39,1	6 565	60,9	10 219	

Fuente: MEF.

62. Los indicadores de deuda continúan mostrando resultados positivos. La vida promedio de la deuda pública llegó a 13 años al segundo trimestre de 2012. La deuda bruta y neta continuaron descendiendo en 2011 y se espera siga la tendencia en los próximos tres años. Considerando, tanto el incremento en la actividad económica, cuanto el aumento de los depósitos del sector público, se estima que para fines del año 2012 la deuda bruta alcanzaría el 20,0 por ciento del PBI, en tanto que para 2014 este coeficiente sería de 17,2 por ciento del producto. La deuda neta, replicando la misma tendencia, pasaría a reducirse hasta 3,0 por ciento del PBI en 2014.

Gráfico 73
DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



RECUADRO 4 EXPERIENCIA INTERNACIONAL CON REGLAS FISCALES ESTRUCTURALES

El uso de reglas fiscales, entendidas como límites permanentes sobre indicadores de la posición fiscal, ha aumentado en el mundo en los últimos 20 años⁵. Estas reglas buscan eliminar el sesgo al déficit presente en el manejo discrecional de la política fiscal y evitar así políticas innecesariamente contracíclicas o expansivas.

Esta nota discute la experiencia internacional respecto a reglas fiscales estructurales, que son aquellas reglas que establecen límites numéricos permanentes⁶ a una medida del balance fiscal que excluye movimientos transitorios en el nivel de actividad económica y en otras variables relevantes para determinar el resultado fiscal, como los precios de los *commodities* de exportación.

El caso de **Suiza** constituye una experiencia exitosa en el diseño y manejo de esta clase de regla fiscal. Desde el año 2003 el manejo fiscal a nivel federal en Suiza se administra mediante una regla de resultado estructural conocida como el “*debt brake*”⁷. La implementación de esta regla estructural funciona de la siguiente forma: En cada año, el gasto del gobierno nacional establecido en el presupuesto viene dado por:

$$E_L = \hat{k}\hat{R}$$

donde:

- E_L = Tope para el Gasto público presupuestado (no financiero e intereses).
- \hat{k} = Estimado del ciclo económico para el año del presupuesto ($= \frac{\hat{K}_T}{\hat{Y}}$), donde \hat{K}_T es la estimación del PBI potencial o de tendencia y \hat{Y} es el PBI proyectado.
- \hat{R} = Proyección de ingresos para el año del presupuesto.

De acuerdo a este mecanismo, cuando se espere que la economía entre en un periodo de bajo crecimiento o recesión (el PBI potencial proyectado supera al PBI proyectado y $\hat{k} > 1$), entonces el gasto del presupuesto será mayor a los ingresos proyectados para dicho periodo. De manera simétrica, cuando se espere que la economía se encuentre en auge y el PBI sea mayor al PBI potencial entonces $\hat{k} < 1$ y el gasto presupuestado será menor que la proyección de ingresos del presupuesto (\hat{R}). De este modo el resultado estructural ex ante es igual a cero todos los años, lo que implica una política fiscal neutra en el ciclo.

Una vez ejecutado el presupuesto, se calcula el límite de gasto ex post (E_{xp}) consistente con un resultado estructural nulo: $E_{xp} = kR$, estimado con la información disponible respecto a la brecha del PBI y la recaudación fiscal al cierre del ejercicio. Si el gasto ejecutado (E) resulta mayor a entonces el

5 FMI (2009). “Fiscal Rules: Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”. IMF. Washington DC. November 2009.

6 Ver Kopitz G. y S. Symansky (1998). “Fiscal Policy Rules” IMF Occasional Paper N° 162. Washington DC. 1998. Típicamente las reglas fiscales imponen límites sobre el déficit fiscal, el gasto público o la acumulación de deuda pública.

7 Bodmer, F. (2006). “The Swiss Debt Brake: How it works and what can go wrong”. Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik. 2006. Vol. 142 (3) pg 307-330 y Geier, A. (2011). “The Debt Brake - The Swiss Fiscal Rule at the Federal level”. Federal Finance Administration Working Paper N° 15 Febrero 2011.





resultado estructural *ex post* ha sido negativo, por lo que la diferencia se abona a una cuenta nocional. Cuando el saldo de la cuenta nocional supera el 6 por ciento del gasto del año anterior, el gobierno debe introducir ajustes para eliminar dicho saldo durante los siguientes tres años.

En caso de recesiones severas (o desastres naturales) la regla contiene cláusulas de escape que permiten desviarse de la meta y realizar gastos extraordinarios.

Debido al desempeño de esta regla, otros países europeos como Alemania han modificado sus constituciones para adoptar provisiones similares al “*debt brake*” suizo que aseguren un balance estructural equilibrado a largo plazo y mitiguen el incremento de la deuda del gobierno⁸.

En el caso de **Chile**, la regla estructural funciona también como un límite o meta para el gasto del gobierno central. Dado el estimado de ingresos estructurales para el periodo presupuestal y la meta para el balance estructural, el gasto público se define como:

$$E_t = E(SR_t) - SB_t$$

donde

- E_t : Gastos para el periodo t.
 $E(SR_t)$: Ingresos estructurales proyectados para el periodo t.
 SB_t : Meta para el balance estructural (inicialmente 1 por ciento del PBI).

El ajuste en ingresos fiscales para determinar los ingresos estructurales consistía en ajustar los ingresos de CODELCO por las discrepancias entre el precio del cobre y el molibdeno de niveles considerados de largo plazo, y en ajustar el resto de ingresos por el impacto del ciclo en el PBI⁹.

Para garantizar la transparencia y credibilidad de la regla, el gobierno delega a dos Comités de expertos independientes la estimación del precio de largo plazo del cobre y del PBI de tendencia, mientras que el precio del molibdeno se estima como una media móvil de 7 años.

Para evaluar el cumplimiento de la regla se calcula el resultado estructural ejecutado y se le compara con la meta. El cumplimiento de la regla se evalúa, al igual que en Suiza, construyendo el indicador de resultado estructural con los datos de la ejecución del gobierno nacional. A diferencia del caso suizo, la regla fiscal chilena no cuenta con mecanismos para compensar los desvíos respecto a la meta generados en la ejecución.

8 En el caso alemán la regla establece que a partir de 2016 el déficit estructural (al nivel federal) no puede superar el 0,35 por ciento del PBI, mientras que el límite para los estados es cero. Asimismo los desvíos respecto a la meta se acumulan en una cuenta nocional, y se contempla la obligación de tomar medidas de ajuste si el saldo de esta cuenta supera el 1,5 por ciento del PBI. Asimismo, se introduce un Consejo de Estabilidad, conformado por los ministros de finanzas federal y estatales, encargado de monitorear las finanzas públicas, diseñar las medidas de ajuste, e informar a la población del desempeño fiscal.

9 La metodología más reciente está en Ministerio de Hacienda (2011) “Proyecto de Ley de Presupuestos para el año 2012” Octubre 2011. La formulación inicial está en Marcel, M y otros (2001) “Balance Estructural del Gobierno Central: Metodología y Estimaciones para Chile: 1987-2000”. Estudios de Finanzas Públicas. Ministerio de Hacienda. Santiago. Setiembre 2001.

No obstante, el gobierno cuenta con discrecionalidad para fijar la meta estructural de cada periodo. Al respecto debe señalarse que la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2006 solo obliga a cada gobierno entrante a anunciar el impacto de su política fiscal sobre el resultado estructural. La norma no contiene una meta numérica ni la obligación de guiar la política fiscal con el balance estructural. En la práctica, los gobiernos han usado una regla estructural debido al consenso existente respecto a sus beneficios, no por una obligación legal.

Recientemente una comisión de expertos, nombrada por el gobierno chileno ha sugerido mejoras a la regla fiscal, que permitirían una respuesta contracíclica cuando los desvíos del PBI respecto a su potencial sean significativos:

$$m_t^* = m' + \beta(\alpha Brecha_t)$$

Donde m_t^* corresponde a la meta que regirá en el año t ; m' es el nivel de meta definido en la declaración de política al inicio del gobierno; β es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la brecha de producto supera un umbral (medido como un porcentaje de brecha de producto) y α es el nivel de respuesta de la política fiscal frente al ciclo económico.

Reglas Fiscales Estructurales y Contracíclicas

En 2011 el Congreso de **Colombia**¹⁰ aprobó una propuesta del gobierno para dotar a dicho país de una regla fiscal que, manteniendo la estabilidad financiera del gobierno, brinde espacio para intervenciones contracíclicas. En términos formales la regla fiscal aprobada para Colombia tiene también la forma de una regla de gasto:

$$g_t \leq T_t^e - \bar{r}e_t^e + I(\{\gamma_y < \gamma_{\bar{y}} - 2\%\} \& \{y_t < \bar{y}_t\}) 0.2(\bar{y}_t - y_t)$$

donde T_t^e es el ingreso "estructural" del gobierno nacional definido como los ingresos fiscales netos del efecto del ciclo económico y del componente transitorio proveniente de las actividades mineras y de hidrocarburos, $\bar{r}e_t^e$ es la meta para el resultado económico estructural, la cual seguirá una senda creciente hasta alcanzar un déficit de 1 por ciento del PBI hacia el 2022¹¹; y_t e \bar{y}_t corresponden al PBI real y al PBI de tendencia, respectivamente; mientras que γ_y y $\gamma_{\bar{y}}$ representan sus tasas de crecimiento e $I(\cdot)$ representa la función indicadora.

La regla colombiana indica que el gasto del gobierno nacional no podrá ser superior a los ingresos estructurales ajustados por la meta para el resultado estructural, más un componente contracíclico que no será mayor a 20 por ciento de la brecha entre el PBI potencial y el efectivo. Este componente contracíclico se activará solo cuando se verifiquen estos eventos: que la tasa de crecimiento del PBI es menor a la tasa de crecimiento del PBI potencial en 2 o más puntos porcentuales y que el PBI real tenga un valor menor que el PBI potencial. La ley señala que los gastos contracíclicos deben ser transitorios y se desmontarán en un periodo de dos años, siempre que la tasa de crecimiento del PBI real supere la tasa de crecimiento del PBI potencial.

10 Comité Técnico Interinstitucional (2010). "Regla Fiscal para Colombia". Bogotá, Julio de 2010.

11 La norma contempla una meta de -2,3 por ciento del PBI para 2014, -1,9 por ciento del PBI para el 2018 y -1,0 por ciento del PBI a partir de 2022.





Esta regla permite que cuando la economía se encuentre en recesión el déficit estructural aumente, lo que permite una respuesta contracíclica de la autoridad fiscal. Si la situación económica es de auge, la regla indica que el déficit estructural seguirá una tendencia decreciente (lo que implica una política contractiva) hasta alcanzar un nivel considerado consistente con la solvencia fiscal a largo plazo (1 por ciento del PBI). Además, la ley contempla una cláusula de escape ante eventos que comprometan la estabilidad macroeconómica del país.

Una implicancia de esta regla es que todo el componente cíclico de los ingresos del gobierno nacional debe ser ahorrado por el gobierno y solo se podrá gastar el componente permanente de estos recursos. Por ello, la Ley contempla la creación de un Fondo de Ahorro y Estabilización Macroeconómica, administrado por el Banco Central, que se nutre de los superávits del gobierno nacional y que puede usarse solo para amortizar deuda pública, financiar gasto contracíclico y atender los desvíos de la regla en casos de excepción.

Esta regla es complementada con la creación de un Comité Consultivo de la Regla Fiscal, de carácter técnico e independiente¹², que opinará (sin carácter vinculante) sobre la metodología para calcular los parámetros de la regla, sobre el informe de cumplimiento que el gobierno debe presentar cada año y sobre la aplicación de la cláusula de escape de la Ley.

Las propuestas reseñadas muestran el interés de los países por buscar establecer reglas de conducta para la autoridad fiscal que favorezcan una oportuna respuesta contracíclica sin dejar de atender la necesidad de mantener una posición fiscal financieramente sostenible.

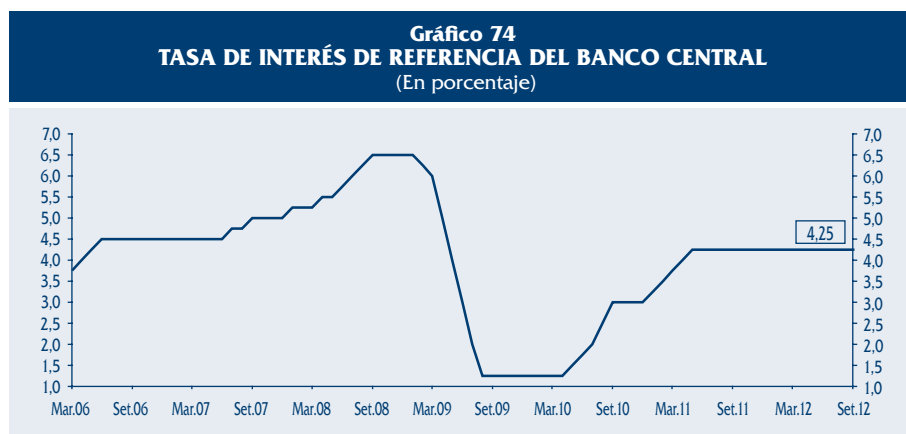
En el caso de nuestro país, el diseño de una regla fiscal debería proveer cobertura ante las fluctuaciones económicas y aislar al gasto público de las variaciones cíclicas de las cotizaciones internacionales, de modo que se mitigue el impacto en la demanda interna y en el tipo de cambio real de las fluctuaciones en los términos de intercambio.

12 Conformado por académicos, miembros de centros de investigación, expertos y consultores de prestigio reconocido, y por los presidentes de las comisiones de asuntos económicos del Congreso.

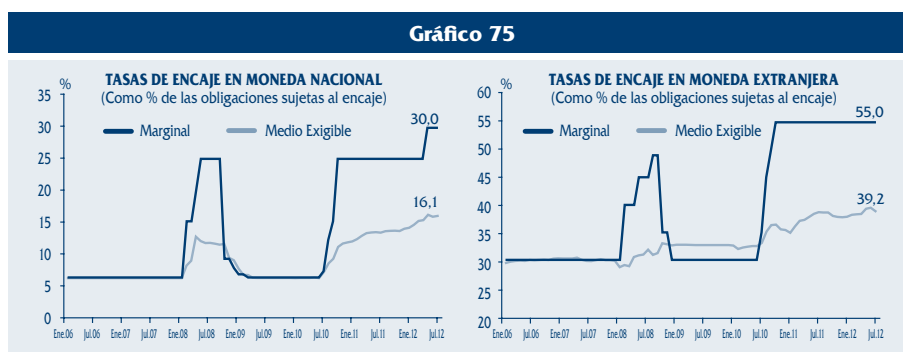
V. Política Monetaria

63. Entre junio y setiembre, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 4,25 por ciento, en un contexto de convergencia de la inflación hacia el rango meta y de un crecimiento de la actividad económica doméstica cercano a su nivel sostenible de largo plazo. Esta evolución de la actividad económica refleja un balance entre la menor demanda externa, asociada a la desaceleración del crecimiento de la economía mundial, y un crecimiento dinámico de la demanda interna, en particular del consumo y la inversión privada.

El Directorio del Banco Central ha enfatizado, además, que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en los instrumentos de política monetaria.



64. En mayo el Banco Central elevó las tasas de encaje tanto en soles como en dólares con el fin de atenuar el ritmo de expansión de la liquidez doméstica en un contexto de aceleración de la desdolarización de los depósitos, de mayor endeudamiento en dólares de las empresas y de bajas tasas de interés en moneda extranjera, producto de la alta liquidez internacional.





En julio, el Banco Central decidió actualizar el periodo base de encaje de abril a agosto de 2012 y elevar las tasas de encaje medio en moneda nacional y extranjera en 0,5 puntos porcentuales. Además se modificó el monto o el porcentaje exonerado del encaje en moneda nacional, para lo cual la deducción pasa del monto menor entre 5,6 por ciento de la base y S/. 50 millones al monto menor entre el 7,0 por ciento de la base y S/. 80 millones. Esta disposición entró en vigencia a partir de setiembre de este año.

Cuadro 27
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

	Moneda nacional		Moneda extranjera		
	Tasa de encaje mínimo legal	Tasa de encaje marginal para depósitos	Régimen General		Adeudados
			Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Corto plazo
Mar.09	6%		30%		0%
Feb.10	6%		30%		35%
Jul.10	7%		35%		40%
Ago.10	8%	12%	45%	0,1%	50%
Set.10	8,5%	15%	50%	0,2%	65%
Oct.10 1/	9%	25%	55%	0,2%	75%
Nov.10	9%	25%	55%		75%
Dic.10	9%	25%	55%		75%
Ene.11 2/	9%	25%	55%		60%
Feb.11	9%	25%	55%	0,25%	60%
Mar.11	9%	25%	55%	0,25%	60%
Abr.11	9%	25%	55%	0,50%	60%
May.12 3/	9%	30%	55%	0,50%	60%
Set.12 4/	9%	30%	55%	0,50%	60%

1/ A partir del 12 setiembre del 2010 se elevó el encaje a adeudados al exterior de corto plazo a 75%.

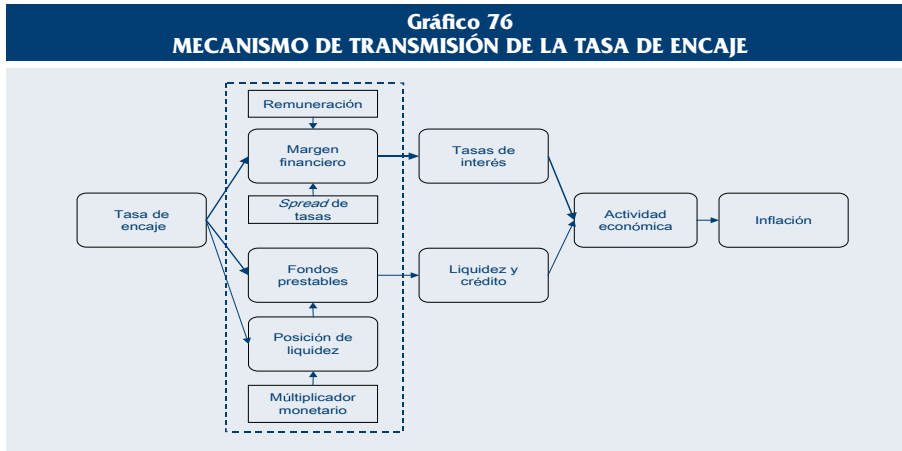
2/ A partir de enero 2011 se amplió la cobertura del encaje a las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado financiero nacional.

3/ A partir de mayo 2012, se extendió el encaje de 60 por ciento a los nuevos adeudados de corto plazo del exterior con plazos menores o iguales a 3 años.

4/ A partir de setiembre 2012, se cambió el periodo base para el computo del encaje de abril 2012 a agosto 2012.

Con estas medidas el Banco Central busca actuar de manera preventiva regulando el ritmo de crecimiento del crédito asociado al influjo de capitales del exterior de corto plazo al país, en un contexto de alta liquidez en el exterior y tasas de interés internacionales excepcionalmente bajas.

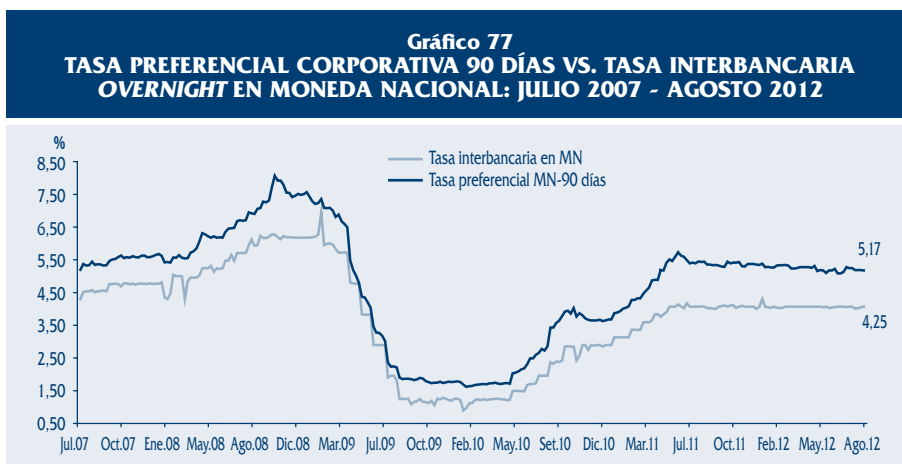
Los requerimientos de encaje son un instrumento de política monetaria complementario a la tasa de interés de referencia, que afecta las condiciones monetarias y crediticias a través de varios mecanismos de transmisión. Un primer mecanismo de transmisión del encaje es a través de la reducción de los fondos prestables primarios de las entidades financieras quienes deben acumular mayores posiciones líquidas. Estos menores fondos prestables implicarán menor liquidez y crédito y con ello se influirá sobre el nivel del gasto agregado y luego sobre la inflación. Este mecanismo es más efectivo cuanto menor sea la tenencia de activos líquidos de las entidades financieras.



Un segundo efecto es sobre el margen financiero. Un aumento en el encaje reduce el margen financiero de los bancos, los cuales buscarán preservarlo mediante aumentos en el *spread* entre la tasa de interés de los préstamos que otorgan y la tasa de interés de los depósitos. Los bancos pueden obtener este aumento del *spread* incrementando sus tasas activas o reduciendo sus tasas pasivas, o una combinación de ambas medidas. Las mayores tasas de interés de mercado inducirían a los agentes económicos a reducir sus gastos y, con ello, se reducirían las presiones inflacionarias.

65. Entre mayo y agosto de 2012 las condiciones monetarias en soles continuaron siendo flexibles, siguiendo la evolución de la tasa de referencia, en tanto que las condiciones monetarias en dólares se mantuvieron ligeramente más acomodaticias.

En moneda nacional, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días se mantuvo alrededor de 5,20 por ciento. Esta tasa de interés, por tener una menor prima por riesgo crediticio y por ser de corto plazo, es la que mantiene una mayor relación con la tasa de referencia de la política monetaria.





66. En cuanto a las condiciones de financiamiento, éstas continuaron mejorando en la mayoría de los segmentos de crédito, reflejando tanto la tasa de referencia de la política monetaria como la evolución de las condiciones de riesgo crediticio y de mayor competencia en los respectivos mercados de préstamos. Así, las tasas de interés se redujeron para el segmento corporativo y de créditos a pequeña empresa. En tanto que las tasas de crédito a grandes y medianas empresas se mantuvieron estables alrededor de 7,5 y 11,0 por ciento. En el caso del crédito a los hogares, la tasa de interés para créditos hipotecarios se redujo de 9,3 a 9,0 por ciento, mientras que para créditos de consumo se elevó de 35,3 a 36,4 por ciento, en el mismo periodo.

Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

Moneda nacional							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Mar.11	5,4	7,5	11,1	24,6	32,5	38,4	9,4
Jun.11	6,4	8,1	10,9	23,6	31,9	39,9	9,7
Set.11	6,1	7,9	10,9	23,6	32,9	36,1	9,6
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	33,0	38,5	9,4
Ene.12	5,9	7,4	11,4	22,9	32,9	37,3	9,4
Feb.12	6,0	7,2	11,4	23,7	33,1	35,7	9,4
Mar.12	6,1	7,0	11,2	23,4	32,9	35,6	9,4
Abr.12	6,0	7,1	10,8	23,0	32,9	35,4	9,3
May.12	6,0	7,3	11,0	22,9	33,1	35,3	9,3
Jun.12	6,0	7,3	11,2	23,1	33,0	34,9	9,3
Jul.12	5,8	7,3	10,7	22,9	32,4	35,7	9,1
Ago.12	5,8	7,5	11,1	22,8	32,3	36,4	9,0
Variación Acumulada (pbs)							
Ago.12-May.12	-17	20	7	-2	-81	110	-28
Ago.12-Dic.10	129	160	74	-46	514	-426	-32

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

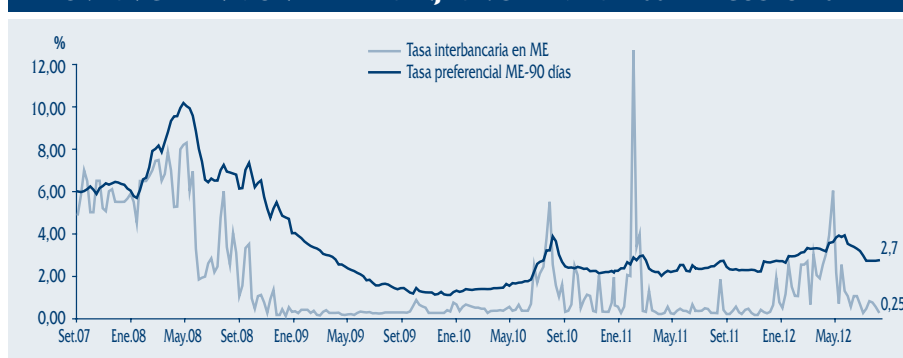
67. En línea con las condiciones financieras estables en moneda nacional, las tasas pasivas de corto plazo se mantuvieron en niveles similares a lo observado en el trimestre previo. La tasa de interés de depósitos a plazo entre 181 a 360 días disminuyó ligeramente de 4,3 a 4,2 por ciento.

Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Mar.11	3,1	3,0	4,0
Jun.11	4,3	3,6	4,3
Set.11	4,1	4,3	4,6
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Ene.12	3,8	4,0	4,7
Feb.12	3,7	4,0	4,7
Mar.12	3,7	3,9	4,5
Abr.12	3,7	3,9	4,4
May.12	3,7	3,9	4,3
Jun.12	3,7	3,9	4,3
Jul.12	3,8	3,9	4,3
Ago.12	3,8	3,9	4,2
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.12-May.12	9	1	-13
Ago.12-Dic.10	152	103	44

68. En moneda extranjera, se observó una mayor liquidez asociada a la renovación de las líneas de crédito con el exterior de la banca y la emisión de deuda en el mercado de capitales internacional por parte de algunos bancos privados. La tasa preferencial corporativa en dólares se redujo a 2,7 por ciento en agosto (de 3,89 por ciento en mayo), y la tasa de interés en dólares del mercado interbancario alcanzó un nivel promedio en el trimestre de 0,8 por ciento.

Gráfico 78
TASA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT EN MONEDA EXTRANJERA: SETIEMBRE 2007 - AGOSTO 2012





69. La disminución de las tasas de corto plazo en dólares se transmitió en menor medida a las demás tasas de interés activas en moneda extranjera del mercado, especialmente las tasas corporativas y para micro empresas e hipotecarias. Así, en el trimestre, las tasas de interés para micro empresas pasó de 20,1 a 19,8 por ciento y clientes corporativos, de 4,0 a 3,8 por ciento. De igual manera, la tasa de los créditos hipotecarios disminuyó en el trimestre de 8,0 por ciento a 7,9 por ciento.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

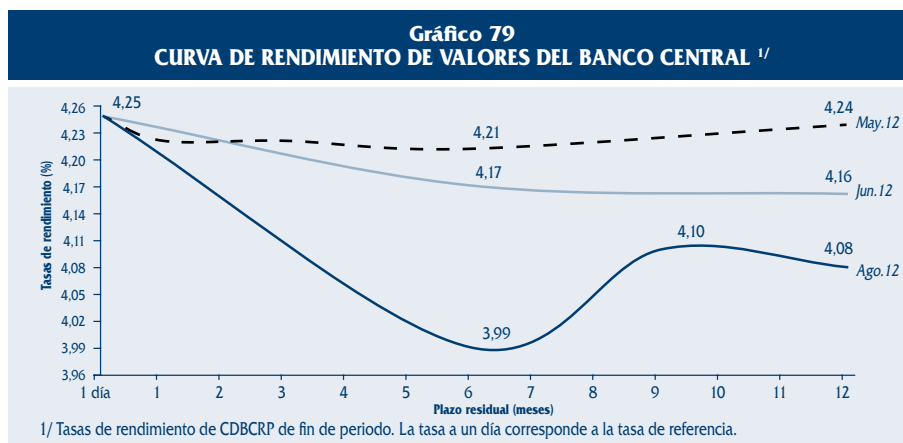
Moneda extranjera							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Mar.11	3,6	5,6	9,3	16,3	16,7	20,9	8,3
Jun.11	3,6	5,3	9,3	15,6	16,3	21,3	8,5
Set.11	3,3	5,5	8,8	15,4	19,5	21,2	8,3
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	19,2	22,0	8,2
Ene.12	3,6	5,4	9,0	15,4	18,8	22,4	8,3
Feb.12	3,6	5,5	9,3	15,5	18,8	22,8	8,2
Mar.12	3,8	5,7	8,9	16,4	19,3	23,0	8,2
Abr.12	4,1	5,7	8,7	15,5	19,0	22,7	8,2
May.12	4,0	5,7	8,8	15,0	20,1	22,5	8,0
Jun.12	4,0	6,1	8,7	15,2	20,0	22,9	8,0
Jul.12	3,9	6,1	8,9	14,9	18,9	21,6	7,9
Ago.12	3,8	5,9	9,2	15,8	19,8	23,3	7,9
Variación Acumulada (pbs)							
Ago.12-May.12	-13	24	38	77	-29	85	-3
Ago.12-Dic.10	52	44	59	152	502	395	-19

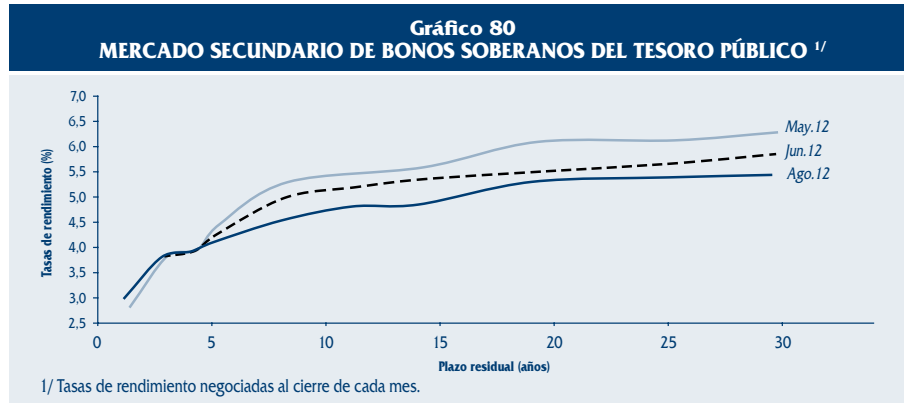
1/ Tasas activas anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

70. En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa una disminución de la tasa de depósitos de hasta 30 días, en tanto que las demás se mostraron estables, en un contexto de mayor liquidez en dólares. Así, las tasas de interés pasivas promedio en moneda extranjera hasta 30 días disminuyeron de 1,7 por ciento en junio a 0,8 por ciento en agosto.

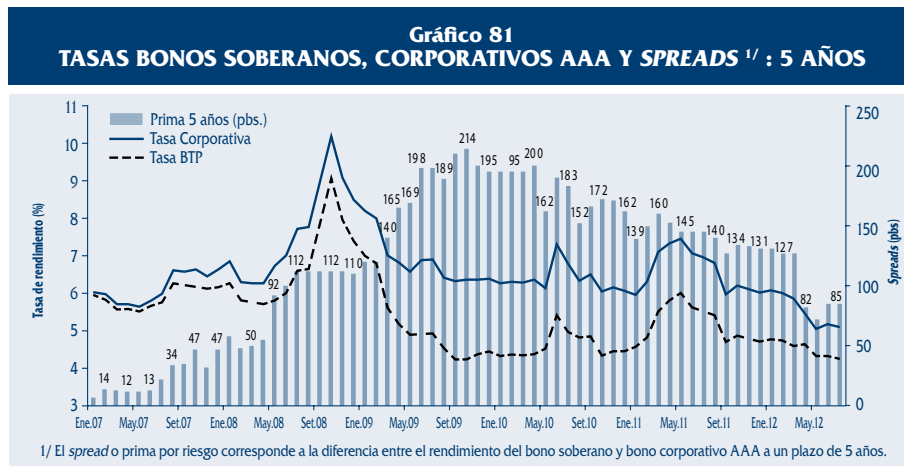
Cuadro 31 TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES (En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Mar.11	1,4	1,1	1,7
Jun.11	0,5	1,1	1,7
Set.11	0,8	1,0	1,6
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Ene.12	0,9	1,1	1,6
Feb.12	1,0	1,1	1,6
Mar.12	1,3	1,2	1,6
Abr.12	1,4	1,2	1,6
May.12	2,1	1,1	1,6
Jun.12	1,7	1,2	1,6
Jul.12	1,1	1,2	1,6
Ago.12	0,8	1,2	1,6
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.12-May.12	-129	9	1
Ago.12-Dic.10	-12	3	-11

71. Las tasas de interés del mercado de los bonos soberanos acentuaron su tendencia a la baja en el mes de julio y agosto, debido a la mayor demanda de inversionistas, en línea con lo observado en los mercados emergentes, observándose un aplanamiento cada vez mayor de la curva de rendimiento. Por su parte, las tasas de rendimiento del tramo corto de la curva (menor a 5 años) se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de 4,25 por ciento. Los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de bonos soberanos entre mayo y agosto en alrededor de S/. 300 millones, desde S/. 15 199 millones hasta S/. 15 536 millones, lo que representa el 50% del saldo emitido de bonos soberanos.





En el trimestre se viene consolidando la caída en las primas por riesgo pagadas por las emisiones de empresas privadas de menor riesgo, que se ubican por debajo de 100 puntos básicos sobre el bono soberano.



Cabe indicar que de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, los agentes económicos esperan que la tasa de interés de referencia del Banco Central se mantenga en sus niveles actuales.

Cuadro 32
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA AL CIERRE DEL AÑO
(Porcentaje)

	Expectativas del:		
	RI Mar.11	RI Jun.12	RI Set.12*
Sistema Financiero			
2012	4,00	4,25	4,25
2013	4,00	4,25	4,25
2014	4,00	4,25	4,25
Analistas Económicos			
2012	3,75	4,25	4,25
2013	4,00	4,25	4,25
2014	4,25	4,25	4,25

RI: Reporte de Inflación. * Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2012.

Operaciones monetarias

72. 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 escenario de liquidez holgada de la banca que se reflejó en la mayor preferencia por CDBCRP hasta el plazo de un año.

Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, se incrementó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en sus pasivos totales, los que pasaron de representar el 16,4 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en junio, a 17,5 por ciento en agosto de 2012. Por su parte, la participación de los depósitos totales por encaje aumentó de 25,2 a 25,9 por ciento, principalmente por los mayores depósitos por encaje en moneda nacional, que pasó de 8,9 al 9,5 por ciento.

Cuadro 33 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)		
Activos netos	Jun.12	Ago.12
I. Reservas Internacionales Netas	100%	100%
	(US\$ 57 225 mills.)	(US\$ 59 771 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	41,5%	40,4%
En moneda nacional	26,4%	26,1%
En moneda extranjera	15,1%	14,3%
III. Depósitos totales por encaje	25,2%	25,9%
En moneda nacional	8,9%	9,5%
En moneda extranjera 1/	16,2%	16,4%
IV. Instrumentos del BCRP	16,4%	17,5%
CD BCRP	13,5%	12,3%
CDV BCRP	0,0%	0,0%
CDR BCRP	1,0%	0,0%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%
Depósito a Plazo	1,9%	5,2%
V. Circulante	17,7%	18,1%
VI. Otros	-0,8%	-1,9%
Depósitos <i>Overnight</i>	0,4%	0,6%
Resto	-1,2%	-2,5%

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

Entre junio y agosto de 2012, el Banco Central realizó colocaciones netas de sus instrumentos por S/. 2 220 millones, principalmente de Depósitos a Plazo por S/. 5 200 millones. En el mismo periodo, el sector público depositó en neto en el Banco Central S/. 232 millones.

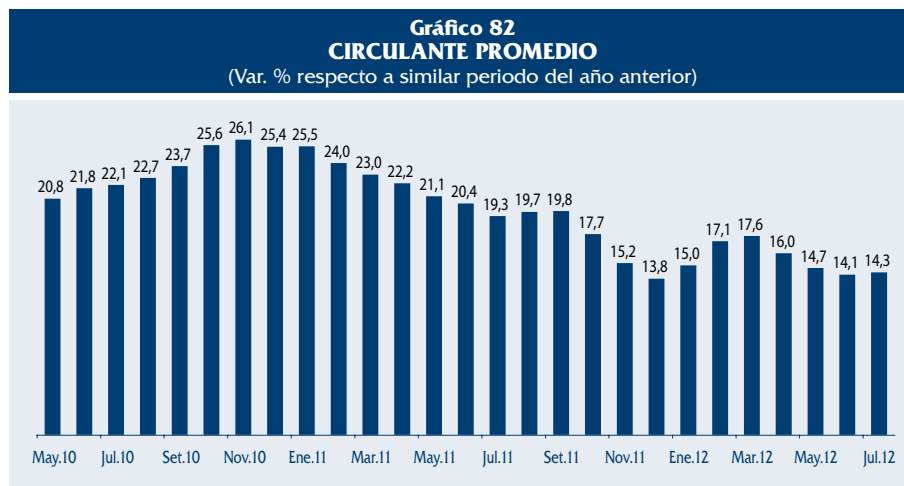
Circulante y crédito

73. El circulante promedio creció en julio a un ritmo de 14,3 por ciento en los últimos 12 meses, en línea con la evolución de la actividad económica que en los últimos meses

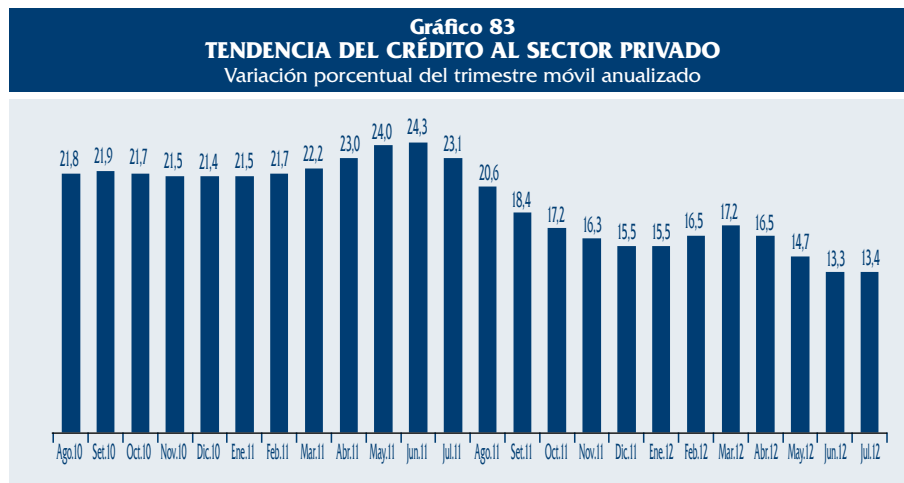




se encuentra en un nivel cercano a su nivel potencial. Para el resto del año, se espera que el circulante crezca a un menor ritmo que el proyectado en el reporte de inflación previo, muy próximo a su nivel de crecimiento de estado estacionario, en un contexto en el que los agentes utilizan más frecuentemente medios de pago electrónico para sus transacciones.



74. El crédito de las sociedades de depósito al sector privado creció a un menor ritmo durante el último trimestre, alcanzando en julio una variación de 13,4 por ciento en los últimos 12 meses. Asimismo, se observó una mayor dolarización del crédito, lo que estaría asociado a una recuperación del crédito al comercio exterior, principalmente en el mes de julio, y a una mayor demanda de crédito hipotecario en dólares. Cabe señalar que por tipo de institución financiera, el crédito otorgado por las empresas financieras es el que mostró una mayor tasa de crecimiento.



La desaceleración del crédito reflejaría principalmente una menor demanda de crédito por parte de las empresas, evolución que estaría asociada a una sustitución del crédito bancario por fuentes de financiamiento no bancario, principalmente líneas de crédito del exterior y emisiones de bonos en los mercados de capitales doméstico e internacional. En el caso de las personas naturales se observa, una menor desaceleración, con tasas de crecimiento por encima del crédito de empresas.

Por monedas, en julio el crédito al sector privado en soles se expandió a una tasa de 17,1 por ciento en los últimos doce meses, mientras que el crédito en dólares lo hizo a una tasa de 14,8 por ciento con relación a julio de 2011. En ambas monedas se observa una recuperación de las tasas de crecimiento anual del crédito, luego que en mayo estas tasas registraran sus niveles mínimos en 2012 (16,3 por ciento en soles y 12,9 por ciento en dólares). Como resultado de lo anterior el ratio de dolarización del crédito se incrementó en 0,2 puntos porcentuales en relación a lo observado en abril, pasando de 44,6 a 44,8 por ciento, pero 0,5 puntos por debajo del ratio alcanzado en julio del año previo, en ambos casos incluyendo el crédito de sucursales del exterior. La mayor dolarización observada en julio reflejaría la fuerte expansión del crédito en dólares cuyo flujo más que se duplicó entre este trimestre y el trimestre previo, pasando de US\$ 623 millones a US\$ 1 320 millones.



75. En julio, los créditos a las personas naturales han mantenido un elevado dinamismo aunque por debajo de lo observado en el trimestre previo. En particular, los créditos de consumo e hipotecario crecieron a tasas anuales de 18,4 y 25,7 por ciento respectivamente. Ello estaría asociado a una flexibilización de las condiciones





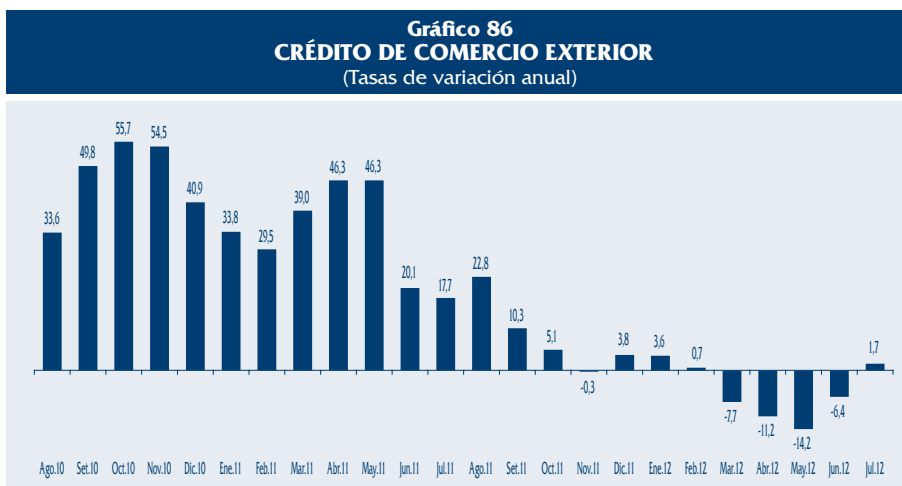
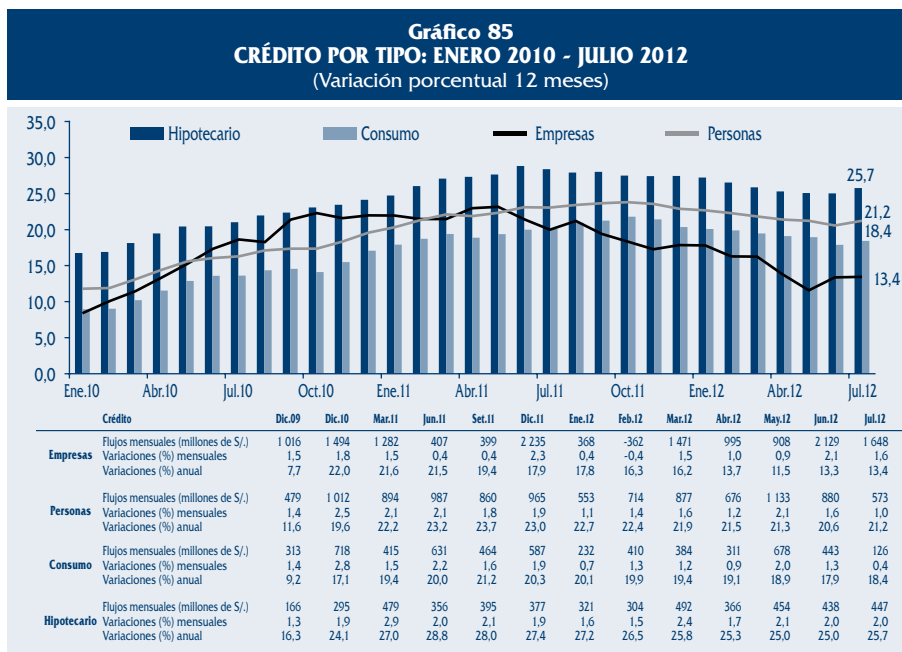
crediticias, principalmente para los créditos hipotecarios, y una mayor toma de riesgo por parte de la banca, lo cual se refleja en una mayor aceptación de tasas de morosidad de crédito de consumo por parte de la banca.

En el caso del crédito a empresas, se observó una relativa desaceleración debido a que las empresas continúan accediendo a líneas de crédito externas y/o haciendo emisiones de deuda en los mercados de capitales doméstico e internacional. Este retroceso en este segmento del crédito fue compensado por la recuperación del crédito destinado al comercio exterior que en el último trimestre acumuló un flujo de S/. 1 896 millones, 40 por ciento del flujo total de crédito a empresas (S/. 4 684 millones), cuando en el trimestre previo retrocedió S/. 400 millones.

Esta recuperación del crédito para operaciones de comercio exterior del sistema financiero local se da en parte como consecuencia de la reducción del encaje para las líneas de crédito destinadas a financiar comercio exterior de 60 a 25 por ciento establecida por el Banco Central en julio de este año. La aplicación de esta medida se debió a que se observó que el crédito para comercio exterior se estaba reduciendo de manera significativa e inconsistente con la evolución de las exportaciones e importaciones, lo que evidenció el traslado del financiamiento de estas operaciones del sistema financiero local al internacional. Así pues, la reducción en la tasa de encaje para estas operaciones no implicó un relajamiento de las condiciones monetarias sino la recuperación de operaciones bancarias que se estaban realizando en el exterior a tasas de interés más bajas.

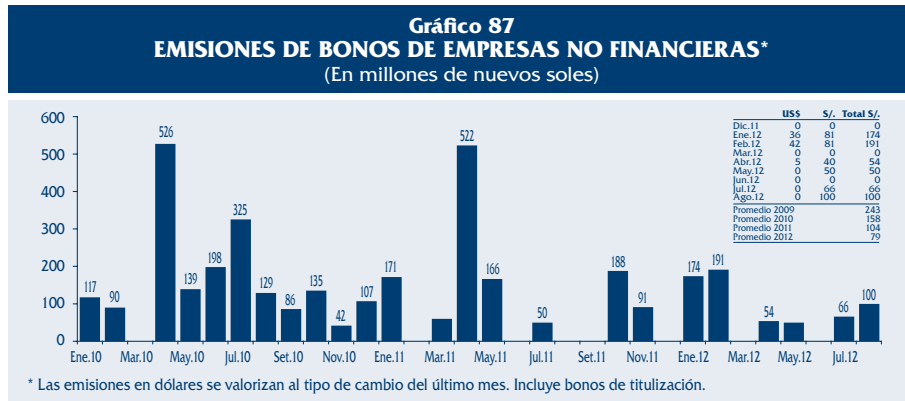
Cuadro 34
CRÉDITO SEGÚN TIPO Y MONEDAS
(Variación porcentual últimos 12 meses)

	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Jul.12
Créditos a empresas					
Comercio Exterior					
En moneda nacional	3,0	-8,4	-6,6	-21,5	3,2
En moneda extranjera	43,5	4,4	-7,7	-5,7	1,6
Resto					
En moneda nacional	20,0	18,2	15,9	13,9	14,2
En moneda extranjera	20,5	20,6	21,8	17,2	15,3
Créditos a personas					
Consumo					
En moneda nacional	18,5	21,1	20,0	18,1	18,1
En moneda extranjera	5,6	14,0	14,9	16,2	21,1
<i>Del cual</i>					
Vehicular					
En moneda nacional	38,7	-2,9	-5,1	-5,7	-7,4
En moneda extranjera	14,3	30,5	34,4	40,4	44,4
Hipotecario					
En moneda nacional	38,7	32,7	29,4	26,9	27,6
En moneda extranjera	12,8	22,3	22,3	23,0	23,8

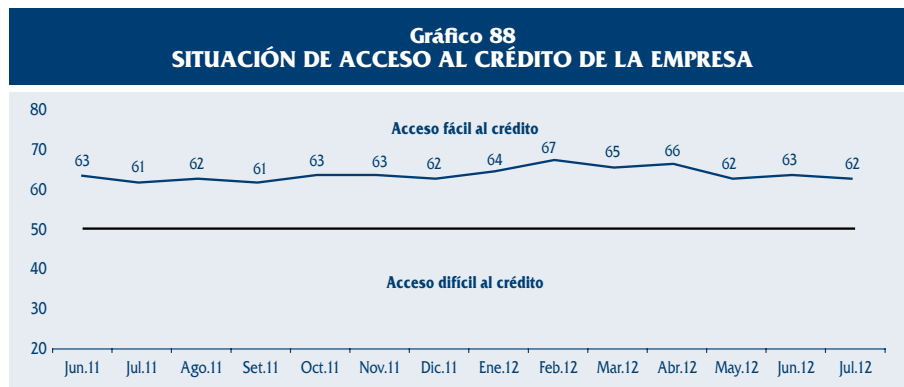


76. En el mercado de bonos domésticos se observa en el trimestre una recuperación de las emisiones de empresas no financieras. Asimismo, continuaron las emisiones de bonos en el exterior por parte de empresas no financieras, así, la Corporación de Empresas Azucareras del Perú (Coazucar), empresa del grupo Gloria, emitió US\$ 325 millones a una tasa de rendimiento de 6,5 por ciento y un plazo de 10 años. En julio se registraron colocaciones de bonos por parte de la banca privada, una en dólares por US\$ 54 millones y dos colocaciones de bonos subordinados en soles por un total de S/. 107 millones.

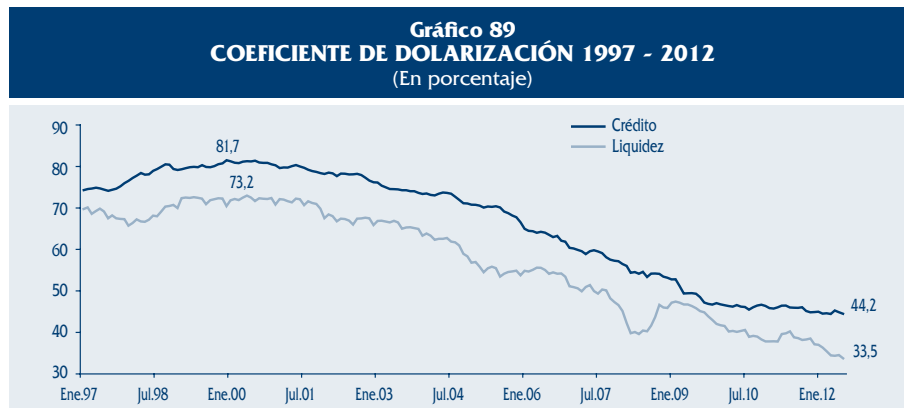




77. Entre mayo y julio, el índice de situación de acceso al crédito para las empresas se mantuvo en el tramo positivo, lo que refleja las condiciones monetarias y crediticias flexibles.



78. La dolarización del crédito continuó reduciéndose en julio aunque en menor medida que la de la liquidez. El coeficiente de dolarización del crédito descendió de 44,6 por ciento en junio a 44,2 por ciento en julio. Por su parte, la dolarización de la liquidez se redujo a 33,5 por ciento en julio desde 34,3 por ciento en junio.



Por el lado de la dolarización de los créditos, ésta se redujo en menor medida en aquellos segmentos de crédito orientados a personas.

Cuadro 35
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/

	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jul.11	Dic.11	Jun.12	Jul.12
Créditos a empresas	62,0	55,8	55,9	56,0	54,9	55,3	54,7
Créditos a personas	34,3	29,1	26,5	25,3	25,1	25,1	25,0
Créditos de consumo	15,1	12,2	10,8	9,9	9,8	9,7	9,7
Créditos hipotecarios	67,9	58,0	52,2	49,7	49,2	48,5	48,0
TOTAL	53,0	46,8	46,1	45,7	44,6	44,6	44,2

1/ Incluye sucursales en el exterior.

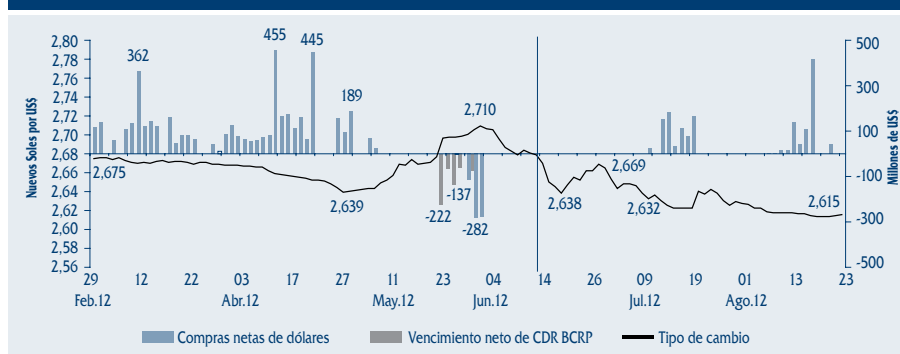
Tipo de cambio

79. Entre fines de mayo y agosto, el tipo de cambio registró una apreciación nominal de 3,5 por ciento, pasando de S/. 2,710 a S/. 2,614 por dólar, no obstante su evolución mostró un comportamiento diferenciado. Entre el 31 de mayo y el 19 de junio el tipo de cambio se apreció 2,65 por ciento, alcanzando un valor de S/. 2,638 por dólar el 19 de junio debido al aumento de la oferta de dólares por parte de no residentes asociado a la menor aversión al riesgo global del momento que contribuyó al fortalecimiento de la mayoría de las monedas de la región.

Sin embargo, a partir del 20 de junio dicha tendencia se revirtió rápidamente como consecuencia del aumento del riesgo global asociado a los problemas que enfrenta la zona del Euro (en particular Grecia, España e Italia). Este hecho llevó a un cambio de portafolio de los principales agentes que participan en el mercado cambiario y una mayor demanda de *forwards* de inversionistas no residentes para cubrir sus posiciones en soles. Entre el 19 y 28 de junio el sol se depreció 1,02 por ciento.

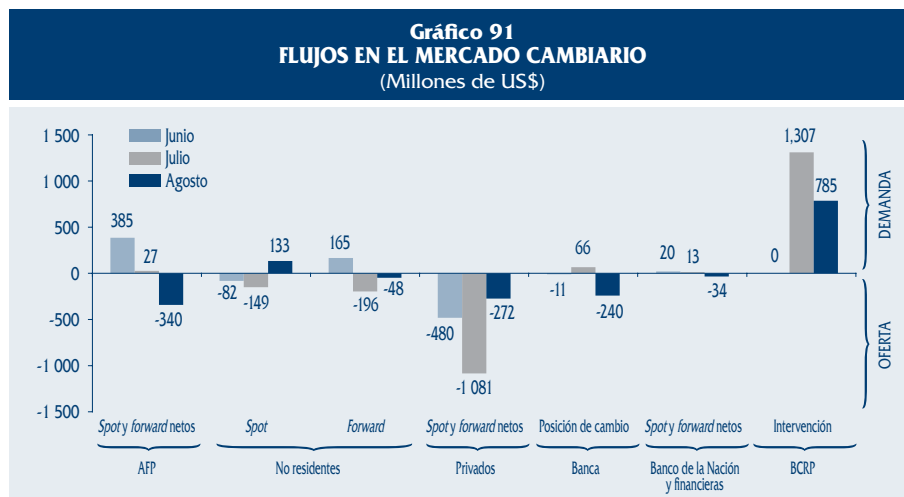
A partir de julio, el tipo de cambio volvió a una tendencia decreciente y de fortalecimiento del nuevo sol, cambiando el perfil del portafolio de los inversionistas no residentes, quienes aumentaron su oferta de *forwards* —apostando con ello a una apreciación de la moneda— y una mayor oferta de las mineras y operaciones minoristas. En este periodo, el BCRP ha intervenido comprando US\$ 1 530 millones en el mercado cambiario.

Gráfico 90
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN DEL BCRP

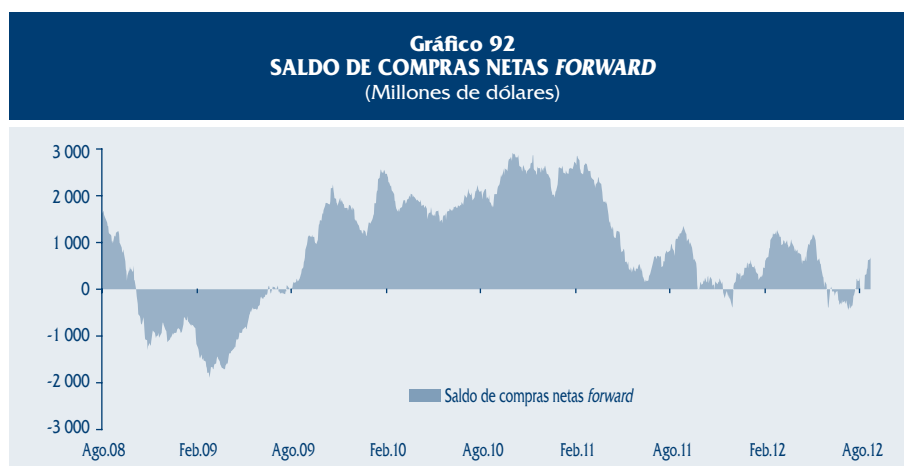




En el gráfico 16 se observa que la apreciación del tipo de cambio se dio en un contexto de una alta oferta de dólares por parte de agentes privados, principalmente mineras y operaciones minoristas. Si bien, en junio se muestra que hubo una mayor demanda de dólares por parte de inversionistas institucionales (AFP) y no residentes, principalmente en el mercado *forward*. Ello fue compensado por la oferta de los agentes privados, cuya oferta continuó en julio y agosto.



80. En el mercado *forward*, las compras netas de dólares por parte de la banca aumentaron desde fines de julio. Así, entre el 20 de julio y 21 de agosto, el saldo de compras netas *forward* aumentó en US\$ 810 millones, pasando de un saldo negativo de US\$ 130 millones a un saldo positivo de US\$ 680 millones.



81. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que los agentes del sistema financiero y analistas económicos esperan que el tipo de cambio se mantenga

relativamente estable, en tanto que las empresas no financieras esperan una depreciación.

Cuadro 36
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
TIPO DE CAMBIO
 (Nuevos Soles por US\$)

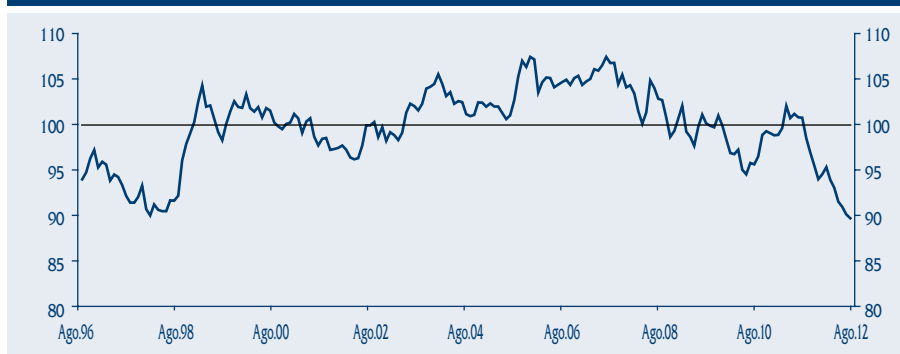
	Expectativas del:		
	RI Mar.12	RI Jun.12	RI Set.12*
Sistema Financiero			
2012	2,65	2,65	2,60
2013	2,65	2,61	2,59
2014	--	2,60	2,58
Analistas Económicos			
2012	2,65	2,65	2,61
2013	2,64	2,62	2,60
2014	--	2,60	2,60
Empresas No Financieras			
2012	2,68	2,65	2,62
2013	2,69	2,70	2,65
2014	--	2,70	2,67
Promedio			
2012	2,66	2,65	2,61
2013	2,66	2,64	2,61
2014	--	2,63	2,62

RI: Reporte de Inflación.

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2012.

82. El tipo de cambio real multilateral se redujo entre mayo y agosto de 91,3 a 89,4, lo que representó una apreciación real de 2,05 por ciento en similar periodo. Dicha apreciación real corresponde a una reducción del tipo de cambio nominal de 2,3 por ciento entre mayo y julio.

Gráfico 93
ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
 (Índice 2009=100)

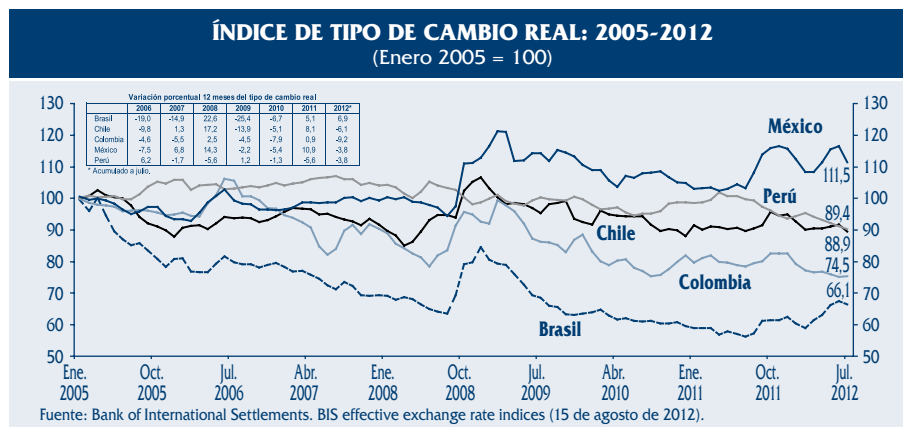




RECUADRO 5 TIPO DE CAMBIO REAL Y POSICIÓN FISCAL

Los países de América Latina con un esquema de metas de inflación han mostrado un crecimiento sostenido en los últimos años. En promedio, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú han crecido alrededor de 4,5 por ciento por año entre 2005 y 2011. Este buen desempeño económico se debe en parte a condiciones externas favorables, en particular altos términos de intercambio y considerables entradas de capitales extranjeros, que se traducen en presiones apreciatorias reales sobre las monedas de las economías de la región.

De hecho, con la excepción de México, el gráfico siguiente muestra una tendencia apreciatoria desde el año 2005 para las economías de la región. Sin embargo, cabe resaltar el comportamiento diferenciado entre los casos de Chile y Perú, con una menor apreciación real y los casos Brasil y Colombia, con un mayor ritmo de apreciación. Estas diferencias pueden ser explicadas por diversos factores, entre los cuales destaca la posición de la política fiscal.

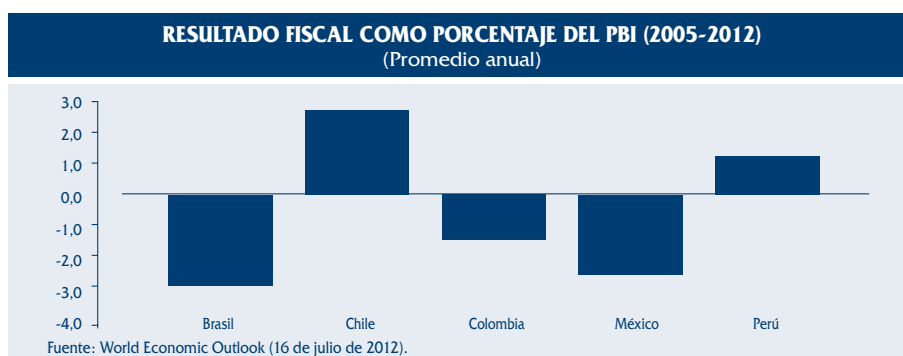


En teoría, el gobierno podría exacerbar las presiones apreciatorias en un contexto externo favorable. Ello se debe a que es usual que los excedentes a disposición del fisco, generados en épocas de bonanza, sean orientados a expandir el gasto público, generando así un estímulo doméstico, sobre todo en el sector no transable (por ejemplo, servicios y construcción). La mayor demanda por productos no transables presionaría al alza los precios de este sector, generando finalmente una apreciación real.

En la experiencia reciente de Perú y Chile, sin embargo, el gobierno se ha comportado de manera distinta. En ambos casos, la política fiscal ha procurado generar superávits en épocas de bonanza. El mayor ahorro fiscal ha sido destinado en buena parte a acumular activos externos y pagar deuda pública¹³. Con ello, los excedentes fiscales se han redireccionado a usos alternativos, evitando generar presiones de demanda en el sector no transable. Ello ilustra cómo políticas fiscales prudentes pueden compensar presiones apreciatorias en el tipo de cambio real.

13 De acuerdo con el *Moody's Country Credit Statistical Handbook* en la región son Perú y Chile los países que presentan un ratio de deuda pública a PBI decreciente y alcanzan niveles mínimos en 2011. En cambio, Brasil, Colombia y México muestran ratios más estables y relativamente elevados.

El siguiente gráfico muestra la evolución del resultado fiscal del Perú en comparación con el de sus socios comerciales. Se puede observar que en el periodo de análisis el Perú ha mantenido una posición promedio superavitaria de 1,2 por ciento del PBI, en comparación con el déficit promedio de 3,0 por ciento de nuestros socios comerciales. Este ahorro público ha permitido reducir la deuda pública neta en términos del PBI de 31,3 por ciento en 2005 a 8,1 por ciento en 2011, y ciertamente ha aliviado las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol.



RECUADRO 6 INSTRUMENTOS DE INTERVENCIÓN CAMBIARIA ESTERILIZADA

Dada la alta dolarización financiera de la economía peruana (tanto en depósitos como en créditos), el Banco Central de Reserva interviene en el mercado cambiario con la finalidad de aliviar la volatilidad del tipo de cambio y con ello poder suavizar los efectos sobre la posición financiera de los agentes económicos y preservar la estabilidad financiera de la economía.

Tradicionalmente, la intervención cambiaria se ha realizado mediante compras o ventas esterilizadas de dólares. Sin embargo, en los últimos años el BCRP ha diseñado dos tipos de instrumentos de intervención cambiaria esterilizada: los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y los Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLD BCRP).

Los CDR BCRP, creados en el año 2002 (Circular N° 020-2002-EF/90), son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú, que representan un pasivo para este último a favor del adquirente. Estos certificados están denominados en nuevos soles, emitidos a descuento y son reajustados en función de la variación del tipo de cambio entre el momento del contrato y la fecha de vencimiento. Es decir, asegura al adquirente una rentabilidad en dólares. Este instrumento es utilizado en momentos de alta volatilidad al alza del tipo de cambio.

Los CDLD BCRP, creados en octubre del 2010 (Circular N° 037-2010-BCRP), son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú, que representan pasivo para este último a favor del comprador. Los CDLD BCRP también están denominados en soles y emitidos a descuento. La principal distinción con los CDR BCRP es que los CDLD BCRP se pagan y redimen en dólares, al tipo de cambio vigente al momento del contrato y del vencimiento.





Para visualizar la operatividad del CDR BCRP y CDLD BCRP, los compararemos con los dos escenarios de intervención directa en el mercado cambiario: (i) venta esterilizada de dólares y (ii) compra esterilizada de dólares.

Venta Esterilizada de dólares. En un contexto de presiones depreciatorias, supongamos que se genera una demanda de dólares en el mercado cambiario por US\$ 100 millones. El BCRP, a fin de evitar una subida abrupta del tipo de cambio, sale al mercado a proveer la liquidez necesaria de dólares por lo que vende US\$ 100 millones a cambio de recibir S/. 261 millones¹⁴. Para anular el efecto del retiro de liquidez en soles, el BCRP compra certificados de depósito (CD BCRP) por S/. 261 millones. Por tanto los balances del BCRP como del Banco Privado (institución por la cual se canaliza la liquidez) reflejarán estas operaciones de la siguiente manera:

	BCRP		Banco Privado	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Venta de dólares	-US\$ 100 MM	-Emisión (S/. 261 MM)	+US\$ 100 MM	-S/. 261 MM
Esterilización		-CD BCRP (S/. 261 MM)	+S/. 261 MM	
		+Emisión (S/. 261 MM)	-CD BCRP (S/. 261 MM)	

En este caso, el BCRP reduce sus activos en US\$ 100 millones y reduce su emisión primaria (pasivo) en S/. 261 millones. El banco privado, por su parte, aumenta su posición de cambio.

Utilizando CDR BCRP. En el mismo contexto de depreciación, el BCRP coloca Certificados de Depósitos Reajustables —estos se encuentran ajustados a la variación del tipo de cambio entre la fecha de contrato y el vencimiento—, por tanto, al tenedor del certificado se le garantiza una rentabilidad en dólares. Así, el BCRP vende estos certificados por un valor nominal de S/. 261 millones —monto equivalente a US\$ 100 millones al momento de la compra—. Al momento de la venta de los CDR BCRP, los balances de ambos bancos (BCRP y privado) reflejarán estas operaciones de la manera que sigue:

BCRP		Banco Privado	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
	+CDR BCRP (S/. 261 MM)	+CDR BCRP (S/. 261 MM)	
	-Emisión (S/. 261 MM)	-S/. 261 MM	

El BCRP aumenta sus obligaciones en S/. 261 millones en tanto que reduce su emisión primaria por el mismo monto. En el caso del banco privado, adquiere un activo, si bien denominado en soles, pero que garantiza una rentabilidad en dólares y se le descuenta de su cuenta corriente en el BCRP el monto de S/. 261 millones. El reajuste al momento del vencimiento será de la siguiente manera: supongamos que el tipo de cambio promedio en la fecha de vencimiento es igual a S/. 2,65 por dólar, entonces:

$$Reajuste = 261 \times \frac{2,65}{2,61} - 1 = 4$$

Por tanto, el BCRP le pagará al tenedor del CDR BCRP una compensación proporcional a la variación del tipo de cambio. En este caso igual a S/. 4 millones.

14 Tipo de cambio implícito de S/. 2,61 por dólar.

Compra Esterilizada de dólares. Supongamos ahora un escenario de entrada de capitales, lo cual genera una situación de presiones a la baja del tipo de cambio. El BCRP para suavizar la volatilidad del tipo de cambio interviene en el mercado cambiario comprando dólares, con el fin de retirar la liquidez excedente. Utilizando los mismos montos que en el ejemplo anterior, el BCRP compra US\$ 100 millones del mercado cambiario y abona S/. 261 millones en la cuenta corriente del banco privado en el BCRP. Luego, para esterilizar dicha emisión llama a una subasta de CD BCRP por S/. 261 millones y retira los soles antes emitidos —descontados de la cuenta corriente de los bancos en el BCRP—. Los balances del BCRP y el banco privado registrarían estas operaciones de la siguiente manera:

	BCRP		Banco Privado	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Compra de dólares	+US\$ 100 MM		-US\$ 100 MM	
Esterilización		+Emisión (S/. 261 MM)	+S/. 261 MM	
		+CD BCRP (S/. 261 MM)	-S/. 261 MM	
		-Emisión (S/. 261 MM)	+CD BCRP (S/. 261 MM)	

Utilizando CDLD BCRP. En la misma situación de apreciación volátil, el BCRP decide utilizar los CDLD BCRP para drenar la liquidez excedente en el mercado cambiario y evitar una caída rápida del tipo de cambio. El BCRP subasta los CDLD BCRP por S/. 261 millones, el banco privado debe de pagar el precio equivalente en dólares al tipo de cambio vigente al momento del contrato. En nuestro ejemplo, con un tipo de cambio de S/. 2,61 por dólar, el banco privado paga US\$ 100 millones. Por lo que el balance de ambos agentes (BCRP y banco privado) va a reflejar estas operaciones así:

BCRP		Banco Privado	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
+US\$ 100 MM	+CDLD BCRP (S/. 261 MM)	+CDLD BCRP (S/. 261 MM)	
		-US\$ 100 MM	

Como se puede observar, utilizando los CDLD BCRP el BCRP se evita vender CD BCRP, lo cual puede ahorrar costos de transacción.

RECUADRO 7 DINAMISMO DEL FONDO PRIVADO DE PENSIONES

El Sistema Privado de Pensiones (SPP) creado en 1993 tiene como objetivo fundamental brindar una pensión al afiliado en función de los aportes a cuentas individuales y la rentabilidad que genere la gestión de este portafolio. Con ello se desvinculó el monto de la pensión de las rigideces del Presupuesto Público que era el que finalmente solventaba los déficits del Sistema Nacional de Pensiones.

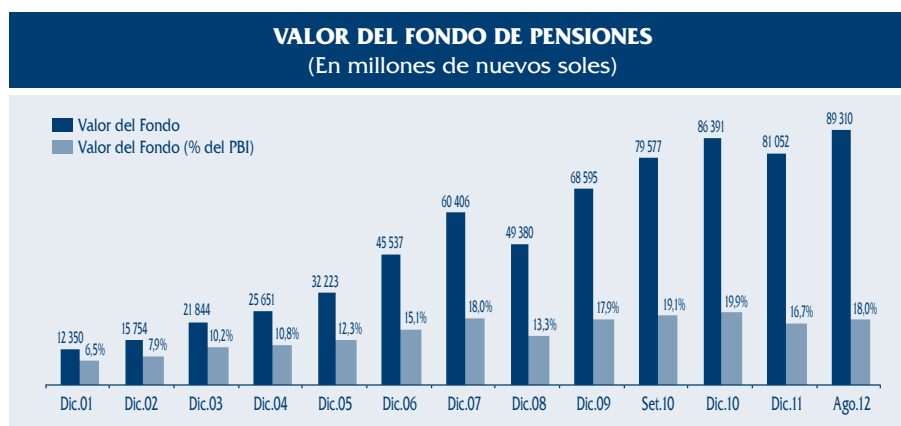
Actualmente el sistema cuenta con cuatro Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que tienen más de 5 millones de afiliados cuyas cuentas acumulan un fondo de S/. 89 310 millones.

Como se aprecia en el siguiente gráfico el crecimiento del Fondo Privado de Pensiones viene mostrando un alto dinamismo incrementándose desde un valor total de S/. 12 350 millones al 31 de diciembre de 2001 (6,5 por ciento del PBI) a un fondo acumulado total de S/. 89 310 millones al 31 de agosto de 2012 (18 por ciento del PBI). Ello es producto tanto del aporte del afiliado, que son alrededor de





S/. 500 millones mensuales, cuanto de la rentabilidad que generen las AFPs la que en promedio, para el mismo periodo, ha alcanzado 13,1 por ciento anual.

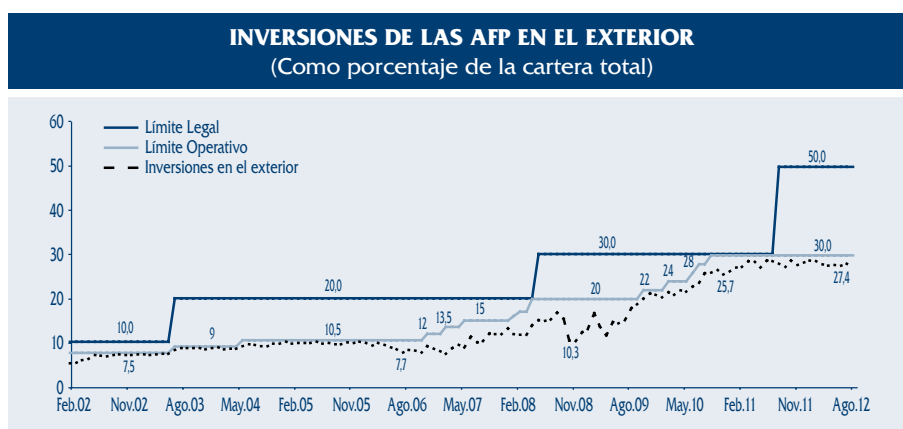


SALDO DE INVERSIONES DE LAS AFP
(En millones de nuevos soles)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ago.2012
I. Valor del Fondo	45 547	60 406	49 380	68 595	86 391	81 052	89 310
(En Millones de US\$)	14 260	20 155	15 761	23 768	30 067	30 064	34 232
II. Composición de la cartera							
Inversiones locales	41 629	52 436	43 299	54 144	63 628	57 934	64 831
a. Valores gubernamentales	8 689	13 252	12 456	13 778	13 940	13 774	15 614
Valores del gobierno central	7 732	12 471	12 013	13 416	13 940	12 897	13 729
Valores del Banco Central	610	782	444	361	-	877	1 886
b. Empresas del sistema financiero	5 315	4 889	8 607	8 014	13 269	11 654	14 577
Depósitos en moneda nacional	2 233	1 260	2 144	1 258	4 328	3 085	3 224
Depósitos en moneda extranjera	261	188	1 823	501	1 029	559	2 496
Acciones	386	954	777	1 870	2 175	1 576	1 723
Bonos	1 110	1 428	2 081	2 305	2 896	3 294	3 842
Otros	1 371	999	1 783	2 149	2 841	3 139	3 292
c. Empresas no financieras	27 625	34 295	22 236	32 352	36 420	32 507	34 639
Acciones comunes y de inversión	18 944	24 011	11 323	20 098	25 192	20 632	20 842
Bonos corporativos	5 486	7 876	8 999	9 753	8 198	8 058	8 681
Otros	3 240	2 468	1 914	2 570	3 029	3 817	5 116
Inversiones en el exterior	3 873	7 970	6 130	14 382	22 763	23 118	24 480
Títulos de deuda extranjeros	993	211	1 167	840	2 134	940	2 335
Depósitos	-	366	404	740	877	596	773
Fondos Mutuos extranjeros	2 860	6 270	3 175	4 013	6 410	11 412	13 036
Acciones de empresas extranjeras	18	147	386	3 724	5 073	4 096	3 868
American Depositary Shares (ADS)	-	145	338	3 498	4 337	2 287	405
Otros	-	891	661	1 636	3 845	3 787	4 063

El tamaño relativo de nuestro mercado de capitales en relación al tamaño del fondo de pensiones, ha hecho que las AFP concentren una parte significativa del total emitido de algunos valores. Así por ejemplo, en el caso de los Bonos del Tesoro Público, las AFPs mantienen S/. 13 729 millones, lo que representa el 47 por del total emitido (S/. 29 137 millones). Igual situación se observa en el caso de los bonos privados, de los cuales las AFPs mantienen S/. 12 253 millones (S/. 8 681 millones de empresas no financieras y S/. 3 842 millones de empresas financieras), que representa el 60 por ciento del total emitido (S/. 20 870 millones).

Tal como se observa en el siguiente gráfico, el límite operativo de inversión en el exterior se ha ido incrementando en los últimos años en la medida que las inversiones de las AFPs se acercaban a este. Actualmente, las inversiones en el exterior representan el 27,4 por ciento del portafolio del Fondo, la mayor parte de los cuales está invertido en Fondos Mutuos extranjeros las inversiones (53 por ciento) y en acciones del exterior (16 por ciento).



La flexibilización de los límites en las inversiones del Fondo de Pensiones ha permitido prevenir la concentración del riesgo de portafolio de las AFP, lo que finalmente redundará en preservar los beneficios para los afiliados, los que podrán obtener mayores pensiones en el futuro como consecuencia de una mayor rentabilidad. En ese sentido, el incremento del límite legal para las inversiones de las AFP en el exterior de 30 a 50 por ciento mediante la Ley No. 29759 del 21 de julio de 2011, es un paso positivo en esta dirección.

Como referencia, en la región, tanto Chile como Colombia mantienen límites de inversión en el exterior más flexibles que los nuestros. En el caso de Chile el límite va desde 35 a 100 por ciento y en Colombia de 40 a 70 por ciento, dependiendo del tipo de fondo.

RECUADRO 8
INDICADORES DEL MERCADO INMOBILIARIO

El BCRP hace un seguimiento del precio de las viviendas así como de diferentes indicadores y variables que ayudan a analizar la formación y presencia de burbujas en el mercado inmobiliario. En este contexto, se presenta los principales indicadores inmobiliarios al segundo trimestre de 2012.

1. Ratio Precio de venta / Ingreso por alquiler anual (Price to Earnings Ratio - PER):

El valor de este ratio indica el número de años de alquiler necesarios para recuperar el valor de compra del inmueble. Este ratio, que es de periodicidad trimestral, se construye con información del precio de venta y alquiler de departamentos por metro cuadrado de los distritos de Jesús María,





La Molina, Lince, Magdalena, Miraflores, Pueblo Libre, San Borja, San Isidro, San Miguel y Surco. Esta información es recolectada por el Banco Central a partir de encuestas. Los ratios para cada distrito y el indicador agregado promedio, construido sobre la base de estos, se muestran en el cuadro siguiente.

PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL									
MEDIANAS 1/	2010 - IIT	2010 - IIIT	2010 - IVT	2011 - IT	2011 - IIIT	2011 - IIIT	2011 - IVT	2012 - IT	2012 - IIT
Jesús María	11,8	10,5	11,9	12,6	13,1	12,9	13,0	13,0	15,3
La Molina	13,0	15,7	16,1	16,5	17,2	15,2	15,8	12,7	10,7
Lince	15,9	14,2	14,8	14,3	15,6	16,5	14,1	13,9	14,2
Magdalena	10,6	11,7	10,9	11,6	13,7	12,7	12,5	14,5	14,1
Miraflores	10,9	12,1	13,3	12,9	14,0	15,6	15,7	19,0	17,1
Pueblo Libre	14,5	13,6	14,1	15,6	15,6	15,0	15,3	15,4	16,5
San Borja	15,8	15,5	14,7	15,3	17,2	16,6	17,2	15,3	18,8
San Isidro	14,4	13,6	13,8	15,6	15,9	14,9	16,7	19,7	17,7
San Miguel	13,6	12,0	14,8	17,7	15,9	13,7	12,8	14,8	15,3
Surco	12,8	13,8	14,7	15,9	15,8	13,3	16,3	16,6	16,7
Agregado Promedio	13,3	13,3	13,9	14,8	15,4	14,6	14,9	15,5	15,7

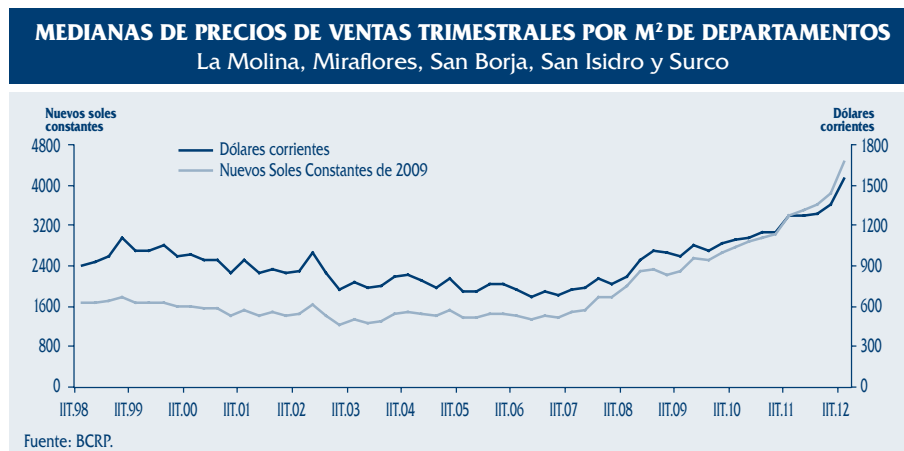
1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: Sector Inmobiliario BCRP.

Si bien el indicador agregado promedio ha presentado una tendencia creciente en los últimos trimestres, sus niveles muestran que los precios de los departamentos se han mantenido en el rango de 12,5 – 25, considerado normal por la Global Property Guide.

2. Precios de venta en nuevos soles constantes y en dólares corrientes por metro cuadrado:

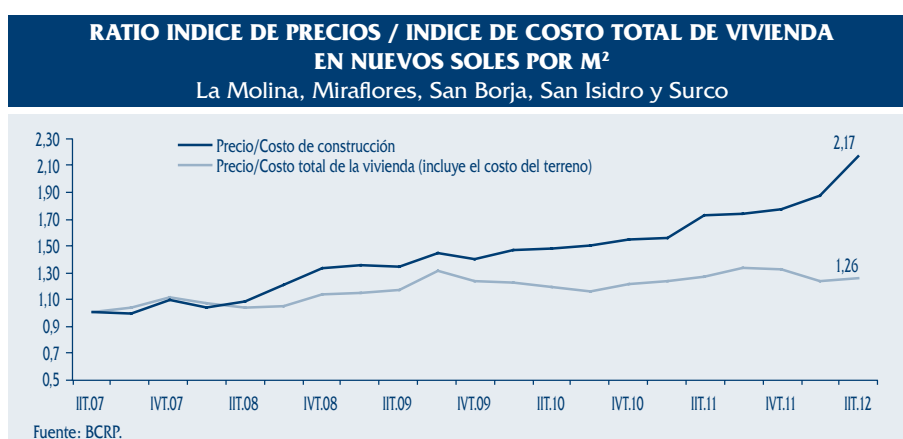
Los precios se calculan sobre la base de las medianas de los precios de venta en nuevos soles constantes de 2009 y en dólares de los departamentos ubicados en los distritos de La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco.

Tanto en nuevos soles constantes, como en dólares, se mantiene la tendencia creciente a partir del último trimestre de 2006. En el segundo trimestre de 2012 los precios en soles constantes se incrementaron 21,4 por ciento respecto al segundo trimestre anterior; en el caso de los precios en dólares, la variación fue de 32 por ciento.



3. Ratio de índice de precio de venta / índice del costo total de vivienda:

En el gráfico siguiente se muestra el ratio entre el índice de precio de venta sobre el índice del costo de construcción y el costo total de una vivienda. Según el Reporte de Situación Inmobiliaria de agosto de 2009 del BBVA, el costo total de una vivienda es la suma del costo de materiales de construcción (40 por ciento), de la mano de obra (30 por ciento) y del precio de terreno (30 por ciento). El costo de construcción incluye los dos primeros componentes.



En el segundo trimestre de 2012, el ratio calculado con el índice de costo de vivienda, que incluye el costo del terreno, es menor al construido únicamente sobre la base del índice de costo de construcción. El primer ratio presenta una senda creciente menos pronunciada debido a que los precios de terrenos han acelerado su crecimiento en los últimos años de manera significativa.

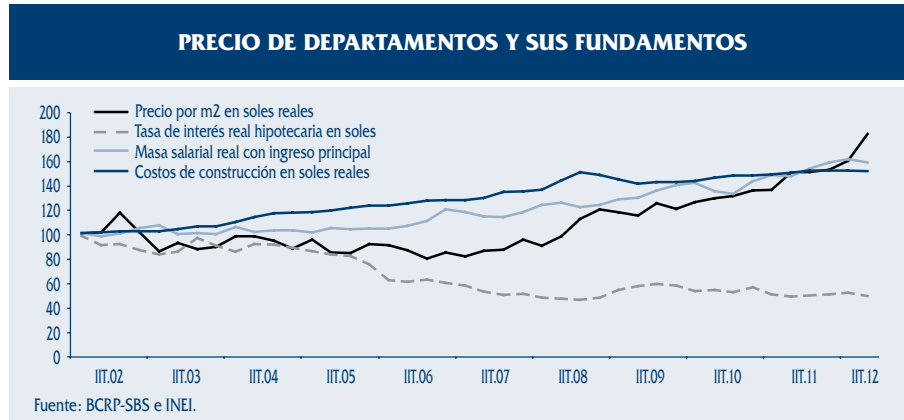
4. Fundamentos de los precios de departamentos

En términos generales, se dice que existe burbuja inmobiliaria cuando los precios de los inmuebles crecen por encima de sus fundamentos. Dentro del conjunto de variables cuya evolución explican el comportamiento de los precios de departamentos se encuentran la masa salarial real, el crédito hipotecario (montos y tasa de interés).

La masa salarial real (empleando el ingreso principal de la PEA ocupada) ha venido creciendo en términos reales, dándoles mayores posibilidades a las familias de ser sujetos de créditos hipotecarios. En la misma línea, la reducción significativa de las tasas de interés reales hipotecarias ha contribuido a mejorar la accesibilidad de las familias a este tipo de préstamos pues abarata el costo de financiamiento. En concordancia con el aumento de los precios de los inmuebles también se encuentran los costos de construcción que vienen incrementándose en términos reales.

De esta forma, los precios de venta de departamentos estarían, hasta cierto grado, reflejando la evolución de sus fundamentos. Otros factores que explican el aumento de los precios de la vivienda son los mayores precios de los terrenos, la creciente demanda potencial y el factor demográfico.





5. Escenario Internacional

A pesar de que los precios de venta de departamentos se han incrementado rápidamente en los últimos años, los precios se encuentran aún por debajo del mismo para otras ciudades de Latinoamérica. En el cuadro líneas abajo se muestran los precios reportados para otros países por el Global Property Guide; cabe señalar que según las estadísticas recolectadas por el BCRP, el precio de venta de departamentos al segundo trimestre de 2012 se ubica en 1 678 dólares y se encontraba en 1 355 dólares en el último trimestre de 2011.

INDICADORES INTERNACIONALES 2011 1/	
	Precio de venta por m2
Reino Unido	15 187
Japón	13 855
Estados Unidos	13 428
Canadá	6 179
Argentina	3 144
Brasil	3 836
Uruguay	1 959
México	2 085
Chile	1 794
Costa Rica	1 642
Colombia	2 102
Panamá	2 128
El Salvador	1 189
Perú	1 306
Ecuador	958

1/ De acuerdo al Global Property Guide.

En conclusión, si bien se observa que los precios de los inmuebles mantienen una tendencia al alza, no se puede afirmar que exista una burbuja en este mercado. No obstante, es importante vigilar el comportamiento del precio de estos activos así como su financiamiento para mitigar riesgos potenciales que puedan afectar la estabilidad de otros sectores de la economía.

VI. Inflación

83. La tasa de inflación últimos doce meses bajó de 4,7 por ciento en diciembre de 2011 a 3,5 por ciento en agosto, manteniéndose por encima del rango meta. Esta disminución hasta agosto se explica por el menor aumento en los precios de los alimentos, principalmente los asociados a insumos importados por los menores precios de los *commodities*, no obstante el aumento registrado en estas cotizaciones desde el mes de julio por problemas climáticos en los principales países productores. Al mes de agosto, la variación de los últimos doce meses de la inflación subyacente fue 3,6 por ciento y la del IPC sin alimentos y energía fue 2,4 por ciento.



Entre enero y agosto la inflación tiende a ser más alta que entre setiembre y diciembre, debido a la estacionalidad de los precios de los alimentos agrícolas perecibles. Sin embargo, en 2011 se observó un incremento atípico de los precios de estos bienes entre agosto y noviembre, asociado a anomalías climatológicas. Se prevé que la reversión de estas anomalías se reflejaría en la tasa de inflación a partir de octubre de 2012.

Cuadro 37
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
(Variación promedio anualizada del periodo 2001-2011)

	Enero-Agosto	Setiembre-Diciembre	Año
IPC	2,8	2,0	2,5
Alimentos agrícolas perecibles	7,5	-2,2	4,2

84. A pesar de que la inflación de agosto estuvo influenciada por choques internos, la inflación no subyacente pasó de una tasa anual de 6,8 por ciento en diciembre de 2011 a 3,4 por ciento en agosto 2012, reflejando la desaceleración de los precios de los





alimentos que pasaron de 11,5 por ciento a 4,9 por ciento. La mayor desaceleración se dio en los precios de los alimentos que utilizan insumos importados.

La tasa anual de inflación subyacente, que excluye los efectos de los choques, disminuyó ligeramente de 3,7 a 3,6 por ciento, mientras que la inflación sin alimentos y energía se mantuvo en 2,4 por ciento.

Cuadro 38									
INFLACIÓN									
(Variación porcentual)									
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
								Ene.-Ago.	Agosto
I. INFLACIÓN	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,14	3,53
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	2,42	1,51	2,44
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	3,65	2,55	3,60
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,17	1,84	2,94
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	4,13	3,25	4,26
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	6,79	1,39	3,38
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,50	2,88	4,86
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-0,99	1,00
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	3,61	-0,35	3,15
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,50	1,36	1,67
Nota:									
Total alimentos	37,8	1,76	6,02	9,70	0,57	2,41	7,97	3,21	5,19

Cuadro 39									
INFLACIÓN									
(Contribución ponderada)									
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
								Ene.-Ago.	Agosto
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,14	3,53
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	1,36	0,83	1,34
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	2,38	1,65	2,34
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	1,04	0,59	0,95
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	1,34	1,05	1,39
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	2,36	0,49	1,19
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,68	0,45	0,75
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,03	0,03
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	0,32	-0,03	0,27
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,12	0,11	0,13
Nota:									
Total Alimentos	37,8	0,63	2,17	3,56	0,21	0,91	3,03	1,26	2,02

85. Entre enero y agosto los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron los servicios de educación y las comidas fuera del hogar. También destacaron las alzas en los precios de cebolla, otras hortalizas y cítricos. Por otro lado, los rubros que más

contribuyeron a reducir la inflación fueron carne de pollo, los servicios de teléfono y el transporte nacional.

Cuadro 40
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - AGOSTO 2012

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,2	0,52	Carne de pollo	3,0	-2,7	-0,08
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,42	Teléfonos	2,9	-2,6	-0,06
Cebolla	0,4	117,8	0,35	Transporte nacional	0,3	-12,6	-0,05
Otras hortalizas	0,4	23,6	0,10	Gasolina y lubricantes	1,3	-2,6	-0,04
Consumo de agua	1,6	5,2	0,09	Zanahoria	0,1	-20,7	-0,04
Electricidad	2,9	3,0	0,08	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-3,9	-0,03
Artículos del cuidado personal	4,9	1,7	0,08	Arroz	1,9	-1,3	-0,02
Leche en conserva	1,6	3,6	0,06	Pescado fresco y congelado	0,7	-2,7	-0,02
Bebidas gaseosas	1,3	4,3	0,06	Papaya	0,2	-7,8	-0,02
Cítricos	0,5	8,4	0,06	Ají	0,1	-24,9	-0,02
Total			1,82	Total			-0,38

Cuadro 41
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
SETIEMBRE 2011 - AGOSTO 2012

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	6,3	0,77	Carne de pollo	3,0	-6,0	-0,18
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,4	0,49	Teléfonos	2,9	-3,3	-0,09
Cebolla	0,4	127,6	0,36	Pescado fresco y congelado	0,7	-5,6	-0,05
Pasaje urbano	8,5	3,2	0,27	Arroz	1,9	-2,5	-0,05
Cítricos	0,5	41,5	0,21	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-4,7	-0,04
Artículos del cuidado personal	4,9	3,0	0,15	Zapallo	0,1	-23,4	-0,03
Electricidad	2,9	4,7	0,13	Ajos	0,1	-22,2	-0,02
Bebidas gaseosas	1,3	8,6	0,11	Aparatos de televisión	0,5	-2,8	-0,01
Consumo de agua	1,6	5,2	0,09	Alquiler de vivienda	2,4	-0,6	-0,01
Leche en conserva	1,6	4,9	0,08	Ají	0,1	-17,8	-0,01
Total			2,66	Total			-0,49

Componentes de la inflación a agosto 2012

86. Los rubros con mayor incidencia en la inflación enero-agosto fueron comidas fuera del hogar y educación. El rubro de comidas fuera del hogar continuó presentando la tendencia creciente de los últimos cinco años. En el período enero-agosto 2012 alcanzó una variación acumulada de 4,2 por ciento, mayor que el índice general (2,1 por ciento) y que el total de alimentos y bebidas dentro del hogar (3,4 por ciento).

Por otro lado, el incremento de 4,7 por ciento en matrícula y pensión de enseñanza, refleja principalmente el incremento del mes de marzo (3,4 por ciento) ante el inicio del año escolar. Los colegios particulares incrementaron el pago de la matrícula en 5,3 por ciento en promedio, así como las pensiones de enseñanza (7,5 por ciento). A ello se añadió las alzas de las pensiones de las universidades e institutos de enseñanza superior privada, registradas en los meses de abril, mayo y agosto.





En los alimentos, destaca el alza en el precio de la cebolla, producto que ha sido fuertemente afectado por anomalías climatológicas. El aumento del precio de esta hortaliza (117,8 por ciento) se explica principalmente por los problemas climáticos en Arequipa, principal zona abastecedora de Lima. En los primeros meses del año las fuertes lluvias en esa región afectaron su comercialización dando lugar a un ingreso irregular del producto. Asimismo, las alteraciones climáticas afectaron las siembras (-5,3 por ciento en la campaña agosto-marzo con respecto a la campaña anterior), así como las cosechas y los rendimientos. Ello dio lugar a nuevos incrementos de precios en los meses de julio y agosto.

También incidieron en la inflación los aumentos en las tarifas de agua y electricidad. Las tarifas de agua aumentaron 5,2 por ciento en el período enero-agosto acorde con las alzas autorizadas por la Superintendencia Nacional de Servicios de Saneamiento (Sunass). En mayo se dio un incremento de 2,5 por ciento como resultado de la actualización de la fórmula tarifaria. Ello en cumplimiento de la Ley General de Servicios de Saneamiento, que establece que las empresas de agua pueden reajustar sus tarifas cada vez que se supere el 3 por ciento en la variación del Índice de Precios al por Mayor (3,1 por ciento en el período mayo 2011- abril 2012). En agosto se registró un alza de 1,7 por ciento como resultado de la tarifa autorizada por la Sunass a fines de julio, con el objeto de que Sedapal cubra los costos del proyecto La Chira.

Con relación a las tarifas eléctricas, el incremento de 3 por ciento en el período enero-agosto recoge los reajustes determinados por el ente regulador, Osinergmin. El alza promedio de 1 por ciento en enero respondió a la actualización del precio de la transmisión por la entrada de los nuevos contratos de licitación, y la puesta en operación comercial de la línea Conococha-Huallanca. El incremento de febrero (2,9 por ciento) fue resultado principalmente de la fijación trimestral de la tarifa de generación y el incremento de los precios del petróleo, gas natural e IPM. Estas alzas fueron en parte contrarrestadas con la reducción de 2,3 por ciento en mayo, resultado de la revisión de los precios de generación y transmisión. Asimismo la disminución en julio (-1,3 por ciento), por la actualización de la fórmula tarifaria, que contempla las variaciones de los precios de los combustibles, cobre, aluminio, así como del IPM y del tipo de cambio. El alza de agosto (1,7 por ciento), reflejó principalmente el reajuste trimestral de los precios del componente de generación), así como la actualización de los cargos adicionales por generación eléctrica comprendidos en el peaje de transmisión principal.

87. Con respecto a junio, los agentes económicos han reducido sus expectativas de inflación para 2012 y 2013. Las expectativas de inflación se ubican entre 3,0 y 3,2 por ciento para 2012, reduciéndose a medida que se amplía el horizonte de proyección, a valores entre 2,5 y 3,0 por ciento para 2013 y 2014, dentro del rango meta.

Cuadro 42
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS
INFLACIÓN FIN DE PERIODO
 (Puntos porcentuales)

	Encuesta realizada a:		
	RI Mar.12	RI Jun.12	RI Set.12*
Sistema Financiero			
2012	2,7	3,2	3,0
2013	2,5	2,8	2,8
2014	--	2,5	2,5
Analistas Económicos			
2012	2,8	3,2	3,0
2013	2,4	2,8	2,8
2014	--	2,5	2,5
Empresas no Financieras			
2012	3,0	3,2	3,2
2013	3,0	3,0	3,0
2014	--	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2012.

Las expectativas de inflación para el año siguiente, de acuerdo a la Encuesta de Expectativas del BCRP, también muestran un comportamiento a la baja en los últimos meses, ubicándose dentro del rango meta.

Gráfico 95
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA EL AÑO SIGUIENTE*
 (Puntos porcentuales)



Proyección de Inflación

88. Al mes de agosto la inflación de los últimos 12 meses se ubica en 3,5 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. En el escenario central de proyección se espera que ésta converja paulatinamente hacia el límite superior del rango meta a fines de año (3,0 por ciento), toda vez que se disipen las presiones inflacionarias asociadas a los incrementos significativos en los precios de *commodities*. Esta proyección de inflación toma en cuenta el reciente dinamismo de los precios de los combustibles y alimentos, afectado por la tensión en el Medio Oriente y la sequía en los Estados Unidos; y por choques de oferta domésticos que han generado aumentos transitorios en los precios de algunos productos alimenticios perecibles. La proyección de inflación para 2013 se ubica en un rango entre 1,5 por ciento y 2,5 por ciento.





89. La inflación sin alimentos y energía es un indicador que excluye los efectos de los choques externos e internos. Los choques externos están relacionados a la evolución de los precios de los *commodities* (granos y petróleo) mientras que los choques internos obedecen a condiciones climatológicas anómalas que afectan la oferta de los alimentos perecibles.

Cuadro 43 INFLACIÓN: 2009-2013 (Variación porcentual últimos 12 meses)							
	Estructura	2009	2010	2011	2012		2013*
					Agosto	Año*	
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	3,5	3,0	2,0
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	4,9	4,1	2,3
Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	5,2	4,5	2,2
Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	2,7	1,8	2,9
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	2,4	2,1	1,6

* Proyección.

a. Choques externos

Precios de insumos alimenticios importados

Entre los principales *commodities* internacionales con mayor impacto en la canasta del consumidor se encuentran el maíz, el trigo y el aceite de soya, los cuales empezaron a mostrar desde el mes de julio incrementos por factores climatológicos que vienen afectando las cosechas en Estados Unidos y otras regiones del mundo.

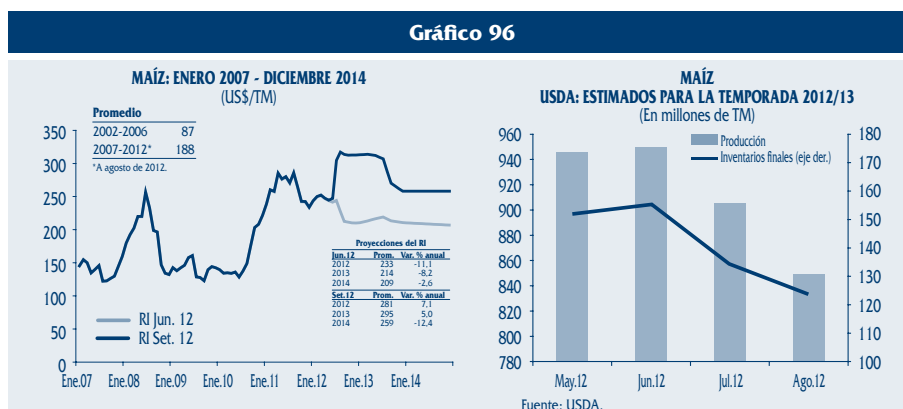
En línea con el aumento de las cotizaciones internacionales se estima que el efecto sobre los precios domésticos de los alimentos que utilizan estos insumos importados seguirían en los siguientes meses.

Cuadro 44 ALIMENTOS: COTIZACIONES INTERNACIONALES Y PRECIOS AL CONSUMIDOR Fin de periodo							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ago.2012
Trigo							
Cotización (US\$/TM)	180	339	189	171	275	236	315
Var. %	28,4	89,0	-44,2	-9,8	60,6	-14,0	9,3
Pan francés (Nuevos Soles/kg)	4,9	5,9	5,9	5,8	5,9	6,2	6,3
Var. %	3,6	19,3	0,7	-1,4	0,9	5,8	1,9
Fideos (Nuevos Soles/kg)	3,4	3,9	4,1	4,00	4,0	4,3	4,4
Var. %	-1,2	16,4	4,9	-2,4	0,3	7,0	5,4
Maíz							
Cotización (US\$/TM)	138	158	130	141	221	234	319
Var. %	93,5	14,4	-17,8	8,1	57,3	5,7	11,1
Pollo eviscerado (Nuevos Soles/kg)	5,9	5,9	6,8	7,1	6,1	7,2	7,0
Var. %	16,2	0,3	15,4	3,7	-13,2	17,2	-6,0
Aceite de soya							
Cotización (US\$/TM)	610	996	646	810	1 139	1 107	1 150
Var. %	31,7	63,3	-35,1	25,3	40,7	-2,9	-4,1
Aceite vegetal envasado (Nuevos Soles/litro)	4,5	5,6	7,1	5,9	5,9	6,9	6,9
Var. %	-1,1	25,6	25,2	-15,9	-1,3	18,3	0,9

Maíz

90. En los ocho primeros meses del año, la cotización del maíz ha aumentado 36 por ciento, cerrando el mes de agosto en un nivel promedio de US\$/TM 319. Este incremento refleja principalmente el alza de julio, mes en el que el precio internacional aumentó 24 por ciento, y alcanzó un máximo histórico de US\$/TM 332, en línea con las expectativas de menor producción proveniente de EUA.

En Estados Unidos, se presentó la sequía más severa desde 1956, según el servicio meteorológico de EUA. Las persistentes condiciones climáticas disminuyeron los rendimientos esperados de los cultivos, por lo que el porcentaje de cultivos en buen estado bajo de 63 por ciento en junio a 23 por ciento a finales de agosto. En consecuencia, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) revisó a la baja en 100 millones de TM la producción global de maíz. Se espera que en los próximos años los precios del maíz se establezcan en niveles cercanos a los actuales, pero por encima de los estimados en el Reporte de Inflación de junio 2012.



Trigo

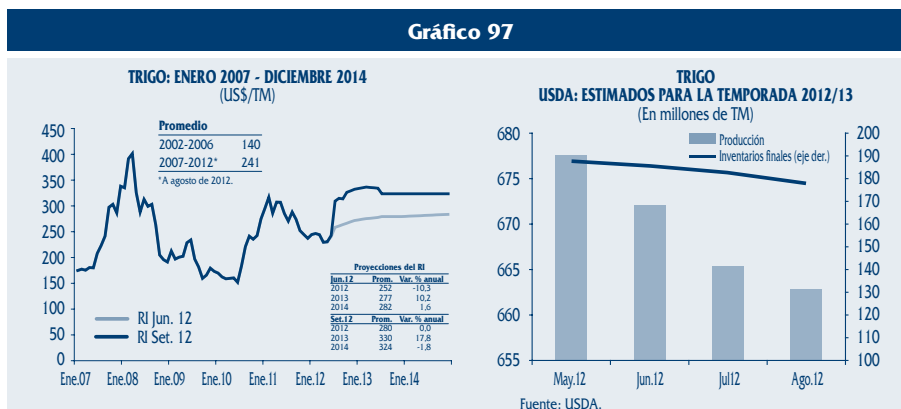
91. El trigo cerró el mes de agosto con un precio internacional promedio de US\$/TM 315, reflejando un aumento acumulado en el año de 33 por ciento. En julio, la cotización presentó un aumento promedio de 28 por ciento en línea con el comportamiento al alza del maíz (bien sustituto) y con las expectativas de menor oferta global por la menor producción y exportaciones de las zonas del Mar Negro (en particular en Rusia) y, en menor, medida de EUA.

Si bien la sequía en Rusia no es tan severa como la que se presentó en 2010, la menor producción disminuye el saldo exportable y genera temores de que el gobierno ruso implemente, como lo hizo en 2010, controles o límites a las exportaciones en el último trimestre del año. En este contexto, se espera que el trigo siga un comportamiento ligeramente ascendente, cotizándose en niveles mayores a los estimados en el anterior reporte.





Gráfico 97

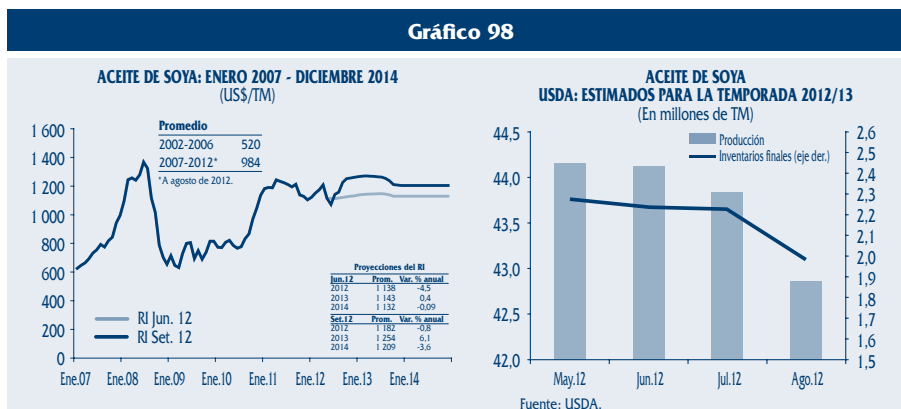


Aceite de Soya

92. La cotización del aceite de soya registró un incremento promedio de 5 por ciento en lo que va del año, cerrando el mes de agosto con un precio promedio de US\$/TM 1 161. En los últimos dos meses del segundo trimestre, el aceite de soya disminuyó junto con el precio del crudo, pero aumentó, al igual que el resto de alimentos durante el mes de julio y siguiendo la recuperación del petróleo.

Para el aceite de soya, el escenario no es crítico como el del maíz, pues en Argentina, principal exportador mundial, y de donde proviene la mayor parte de nuestras importaciones de este alimento, las condiciones climáticas no son desfavorables. No obstante, en su último reporte mensual de alimentos, el USDA reafirmó que debido a los menores inventarios iniciales, determinados por la desaceleración de la producción global en la anterior campaña 2011/12, prevé condiciones de mercado más ajustadas para la actual temporada. Considerando esto último, se estima que el aceite de soya se cotice a niveles ligeramente mayores que los considerados en el Reporte de Inflación anterior.

Gráfico 98

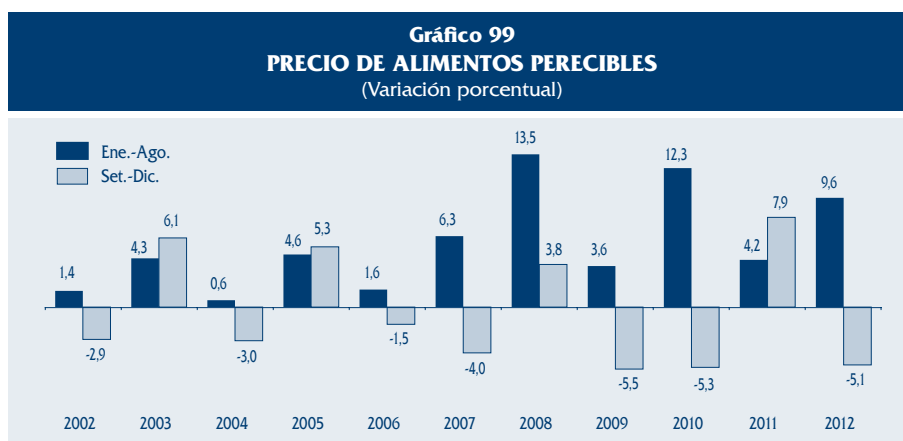


Petróleo

Respecto al petróleo, se asume que el precio se mantendría constante en el horizonte de proyección. En el año 2012 el componente de energía recoge la caída en los precios de la gasolina, evolución que no se daría en 2013. El aumento del resto de componentes de la canasta de consumo estaría en línea con un crecimiento del producto cercano al potencial.

b. Choques internos

Las anomalías climatológicas observadas hasta el mes de agosto afectaron la oferta de alimentos perecibles, como limón y cebolla, lo que se tradujo en un aumento de precios de 9,6 por ciento en el período enero-agosto. A partir del mes de octubre se espera una reversión parcial de las alzas de los precios.

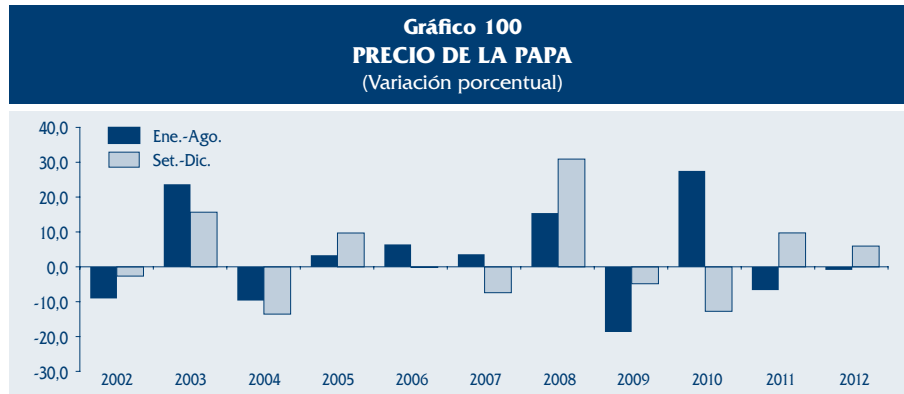


93. A continuación se explican los factores que vienen afectando el precio actual y el previsto de algunos alimentos perecibles.

Papa

Se proyecta un incremento de precios para los meses de setiembre a diciembre de este año con base a las menores siembras de las regiones de Lima y Huánuco, principales zonas abastecedoras de Lima en esta época del año. Asimismo, las condiciones ligeramente cálidas registradas en la costa central hasta el mes de julio del presente año, darían lugar a menores rendimientos del cultivo (menor tuberización de la papa).





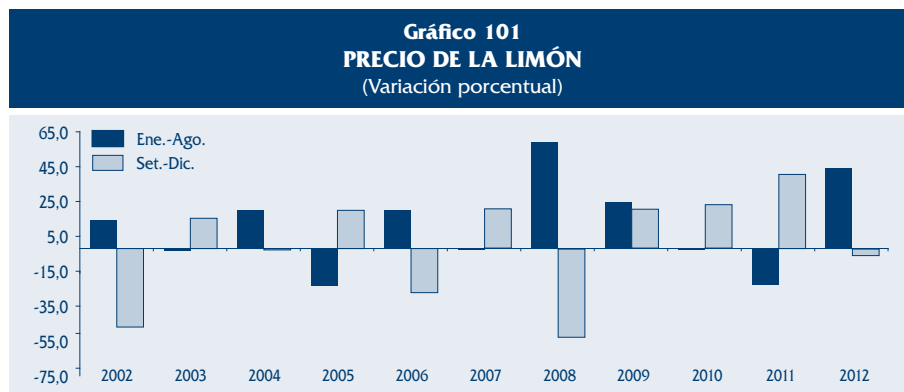
Cuadro 45
SIEMBRAS DE PAPA EN LA REGIÓN CENTRO
(Hectáreas)

	Abril - Julio		Variación 2012 / 2011	
	2011	2012	Porcentual	Absoluta
Ayacucho	262	438	67,2	176
Huancavelica	1 335	804	-39,8	-531
Huánuco	15 343	15 068	-1,8	-275
Ica	2 200	2 453	11,5	253
Junín	3 584	3 626	1,2	42
Lima	5 772	5 111	-11,5	-661
Pasco	962	248	-74,2	-714
Total	29 457	27 748	-5,8	-1 709

Fuente: MINAG.
Elaboración: Sucursal Huancayo.

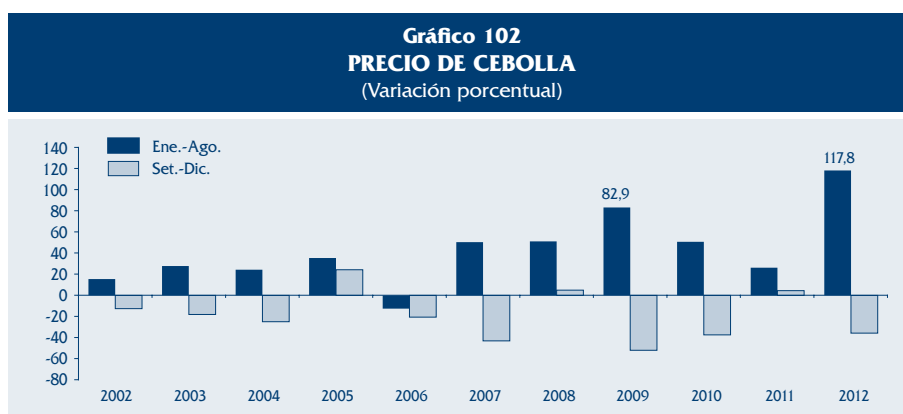
Limón

El cultivo del limón en los últimos meses ha estado afectado por temperaturas por encima de lo normal, lo que disminuyó su floración. Debido al daño en las plantaciones, esta situación se revertiría gradualmente a partir de octubre con la normalización de las condiciones ambientales



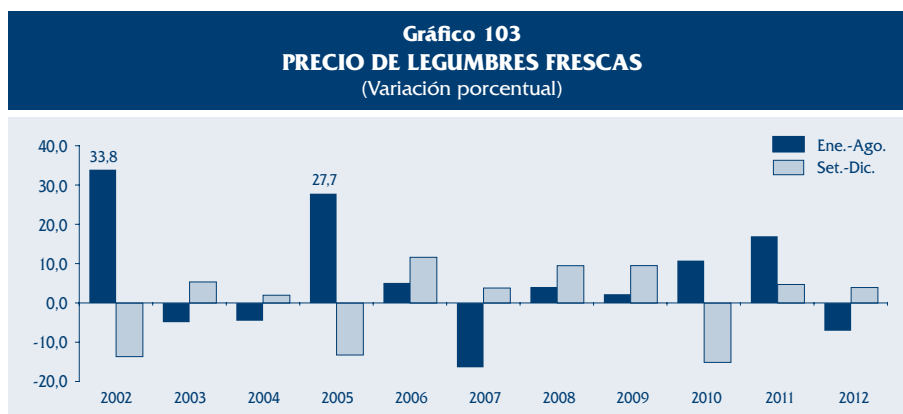
Cebolla

Las siembras en Arequipa, correspondientes a la oferta del período setiembre-noviembre, son similares al mismo período del año pasado. Se espera clima relativamente más cálido, lo cual podría significar mayores rendimientos y mejor oferta desde el mes de octubre.



Legumbres frescas

La oferta de arveja grano verde disminuiría a partir de setiembre, debido a las menores siembras en Junín. Ello como resultado de los menores precios de mercado en los meses previos. Esto podría ser compensado en parte con las mayores siembras en Huánuco.



Cuadro 46
PRECIOS DE LAS LEGUMBRES FRESCAS
(Variación porcentual)

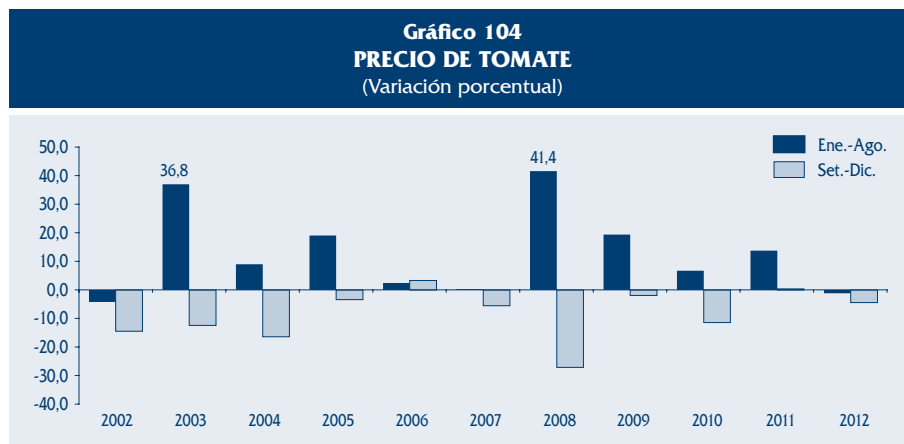
	Ago.12	Acum.	12 meses
Arveja verde americana	1,4	-10,2	-1,2
Vainita verde (americana)	-4,5	-4,2	-12,2
Arveja verde criolla	6,2	-9,7	-0,9





Tomate

Las temperaturas máximas y mínimas por encima de lo normal registradas en la costa central hasta el mes de junio, propia de un Niño débil, favorecieron el desarrollo del cultivo. En julio se observó una caída de los rendimientos, lo que se asocia al descenso de la temperatura. La oferta aumentaría nuevamente a partir de octubre con la estación de la primavera.



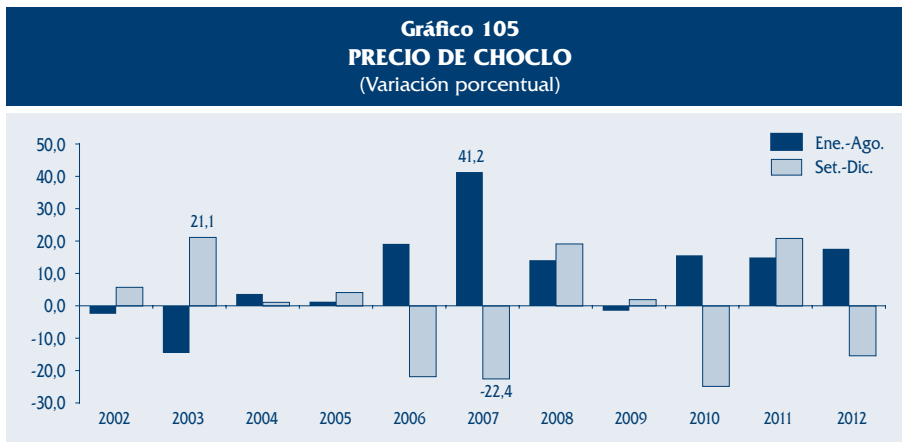
Cuadro 47
LIMA: RENDIMIENTOS
(TM por hectárea)

	2010	2011	2012
Enero	28,2	32,2	32,0
Febrero	29,9	33,4	34,3
Marzo	29,3	31,2	38,0
Abril	25,9	35,9	43,3
Mayo	27,8	31,3	34,5
Junio	31,6	35,5	36,0
Julio	35,6	31,9	28,8
Agosto	29,6	29,4	
Setiembre	29,5	26,9	
Octubre	26,3	26,6	
Noviembre	27,8	25,7	
Diciembre	26,2	26,2	

Fuente: MINAG.

Choclo

Las mayores siembras en Ica contribuirían a un aumento de la oferta. A ello se sumaría una mejora de los rendimientos por el aumento de la temperatura propio de la primavera.



Cuadro 48
SIEMBRAS DE MAÍZ AMILÁCEO - MES COSECHA
(Hectáreas)

	Enero - Agosto			Setiembre - Noviembre		
	2011	2012	Var. %	2011	2012	Var. %
Ancash	14 865	14 173	-4,7	370	293	-20,8
Lima	1 732	1 339	-22,7	877	887	1,1
Ica	230	207	-10,1	1 652	1 914	15,9

Zanahoria

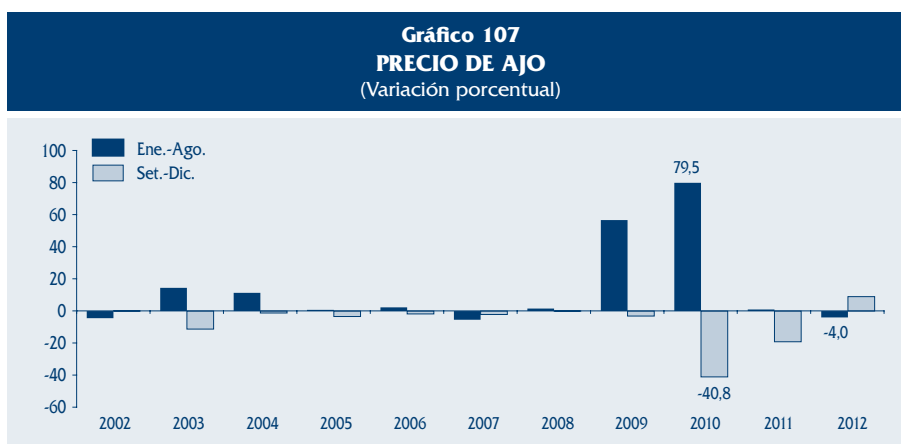
Se proyecta un incremento de la producción de 17 por ciento en el período agosto-setiembre con base a la información de las siembras en los valles de Lima (aumento de 16,4 por ciento con respecto a la campaña anterior). No obstante, las condiciones climáticas imperantes hasta el mes de setiembre, podrían reducir los rendimientos.





Ajo

Para los meses de setiembre a diciembre, el principal lugar de procedencia del ajo es Arequipa. Las siembras de esa región, correspondiente al abastecimiento de setiembre a noviembre, registran una variación negativa de 15 por ciento.



Cuadro 49
SIEMBRAS DE AJO - MES COSECHA
(Hectáreas)

	Setiembre - Noviembre		
	2011	2012	Var. %
Arequipa	3 023	2 580	-14,7
Lima	417	305	-26,9

94. Los principales factores que afectan la trayectoria de la inflación subyacente son la brecha del producto, el tipo de cambio (y su impacto sobre la inflación importada) y las expectativas de inflación.

En el horizonte de proyección, el escenario central contempla un crecimiento del producto cercano al de su nivel potencial, lo que equivale a un ciclo económico neutral. Por ello, no se espera mayores presiones inflacionarias de demanda hacia la inflación durante este periodo.

Por su parte, se prevé que en el horizonte de proyección central la evolución del tipo de cambio compensaría parcialmente los incrementos previstos en la inflación externa. Con ello, el componente de inflación importada presentaría una normalización relativamente rápida que incidiría favorablemente sobre la inflación subyacente.

Finalmente, se proyecta que las expectativas de inflación continúen reduciéndose desde 3 por ciento hacia una tasa cercana al 2 por ciento en los siguientes dos años. El incremento observado de las expectativas de inflación en lo que va del año refleja las

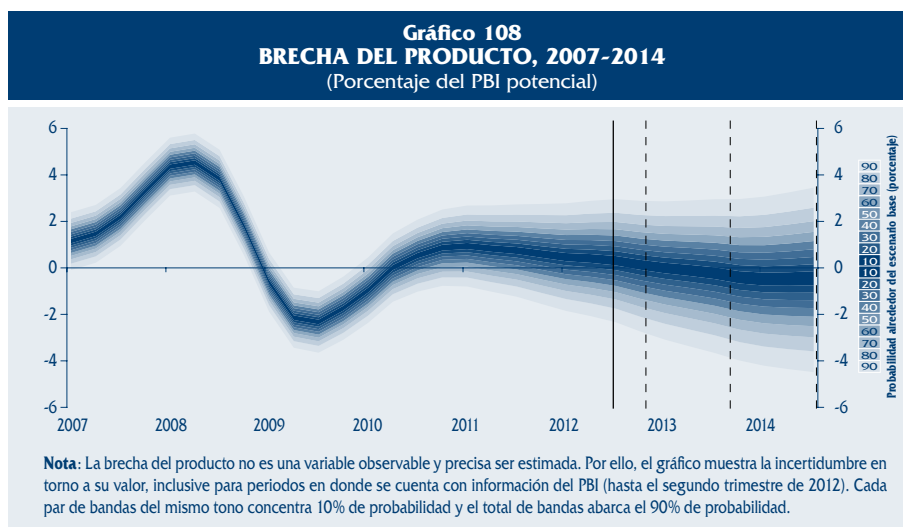
tasas de inflación, como resultado de los persistentes choques de oferta en los precios de alimentos y de energía. Conforme se disipen estos choques las expectativas de inflación se irán aproximando a 2 por ciento.

95. La **brecha del producto** se ve afectada por diversos tipos de impulsos: el impulso externo, el impulso fiscal, el impulso privado, y el impulso monetario.

En el frente externo se prevé un menor impulso debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales y una mayor reducción de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal negativo en 2012 de 0,1 por ciento, acorde con un menor dinamismo del gasto público, en particular en el primer semestre, el cual se revertirá en parte en la segunda mitad de 2012 y en el año 2013, año en el que se proyecta un impulso fiscal nulo.

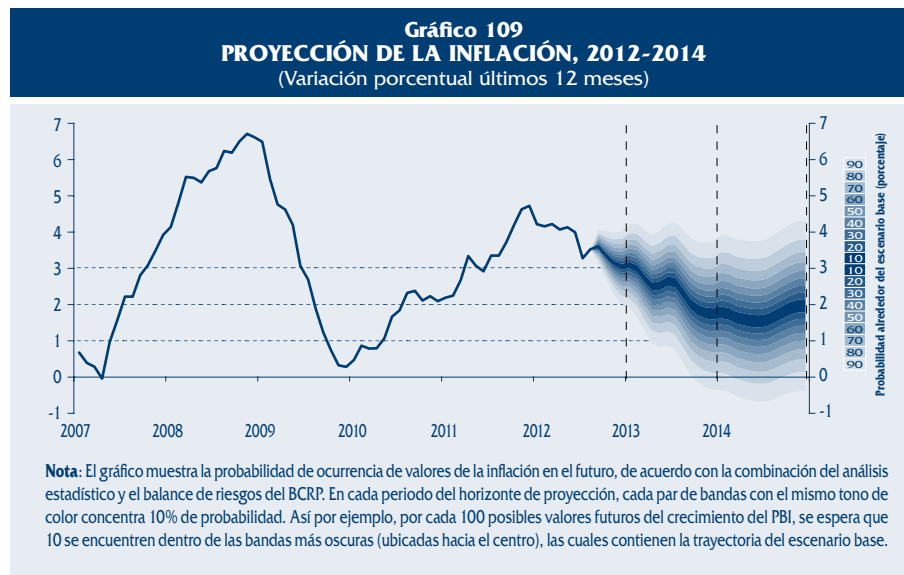
La contribución negativa sobre la brecha del producto del impulso externo y el impulso fiscal, se vería aliviada por el comportamiento del impulso privado. En el horizonte de proyección, se asume que tanto el consumo privado como la inversión privada mantendrían el dinamismo observado recientemente.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla una posición de la política monetaria que no será sustancialmente distinta a la actual en el corto plazo. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC. Cabe resaltar que actualmente, las expectativas de tasas de interés de referencia de los analistas financieros y económicos, se mantienen en 4,25 por ciento para el periodo 2012-2014. El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial y doméstica para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.





96. La evolución de las variables descritas anteriormente inciden sobre la trayectoria de la inflación del escenario base. Sin embargo, debido a la incertidumbre sobre los desarrollos futuros de la economía doméstica y global, se evalúan otros escenarios que incorporan supuestos alternativos de proyección que desvían la trayectoria de inflación de su referente en el escenario base. Las bandas más oscuras contienen la trayectoria del escenario base, el mismo que tendría una probabilidad de ocurrencia de alrededor de 70 por ciento. Los escenarios alternativos de proyección, que se describen en la sección de Balances de Riesgos, tendrían en total una probabilidad de 30 por ciento de ocurrencia.



RECUADRO 9

CHOQUES PERMANENTES Y TRANSITORIOS EN EL NIVEL DE PRECIOS

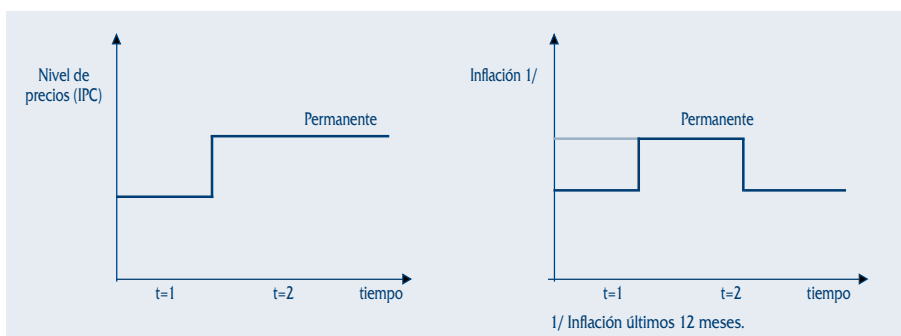
La inflación es un fenómeno económico caracterizado por un incremento continuo y generalizado de los precios de los productos que adquieren los consumidores. Cuando ocurre un único incremento de precios, no hay un impacto permanente sobre la tasa de inflación, sino sólo sobre el nivel de precios en un período. Es decir, se registraría un aumento de la tasa de variación del índice de precios del consumidor sólo en el período en que subieron los precios, luego de lo cual retorna rápidamente a su ritmo previo.

Cuando el incremento de precio es transitorio y se revierte al cabo de algunos períodos, tampoco hay un efecto permanente sobre la inflación. En este caso la tasa de crecimiento de los precios aumentaría durante cierto lapso y luego descendería temporalmente por debajo de su nivel inicial. De esta manera no habría un efecto permanente sobre la inflación.

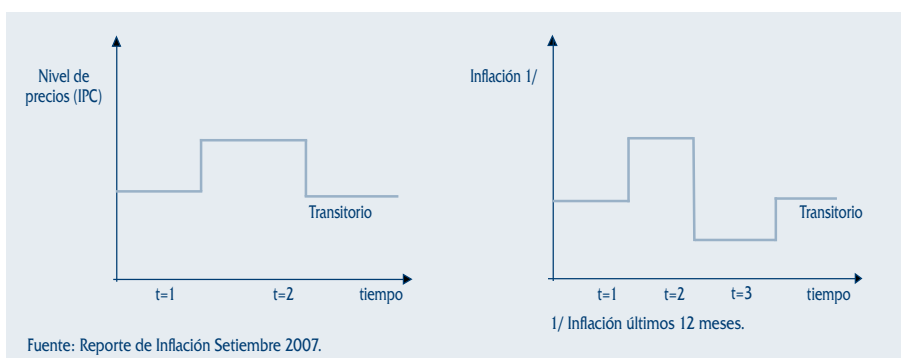
LOS EFECTOS DE LOS CHOQUES EN EL NIVEL DE PRECIOS SOBRE SU TASA DE VARIACIÓN

	Aumento del nivel de precios		Tasa de variación de precios	
	1er. Período	2do. Período	1er. Período	2do. Período
Aumento permanente en el nivel de precios	Aumenta	No cambia	Aumenta	No cambia
Aumento transitorio en el nivel de precios	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye

Los siguientes gráficos ilustran la trayectoria del nivel de precios (Índice de Precios al Consumidor, IPC) y de la tasa de inflación ante un choque permanente (de una sola vez o no recurrente) y ante un choque transitorio. En el primer caso el nivel de precios sube en el período 1 y luego se mantiene constante. La tasa de inflación sube transitoriamente durante dicho período y luego retorna a su nivel inicial.



En el segundo caso el nivel de precios aumenta transitoriamente durante el período 1. En consecuencia, la tasa de inflación aumenta durante el período 1. En el período 2 el nivel de precios disminuye y retorna a su valor previo. La reducción de precios se traduce en una disminución de la inflación, medida como la variación últimos doce meses del IPC, la cual se ubicaría temporalmente por debajo de su valor inicial. Una vez que el nivel de precios se estabiliza, la inflación sube hasta su valor previo al choque.



Fuente: Reporte de Inflación Setiembre 2007.





VII. Balance de Riesgos

97. El escenario base para la proyección de inflación incorpora información relevante de variables macroeconómicas y financieras, del entorno doméstico e internacional, la cual se complementa con información cualitativa no plasmada en las estadísticas.

El proceso de proyección no está exento de incertidumbre sobre los desarrollos futuros de la economía doméstica y global. Por ello, además del escenario base se evalúan otros escenarios que incorporan supuestos alternativos de proyección que desvían la trayectoria de inflación de su referente en el escenario base.

El balance de riesgos resulta de la evaluación de la importancia relativa de cada uno de los factores de riesgo en la proyección de la inflación. El impacto esperado que tiene un factor de riesgo sobre la inflación depende de dos componentes. Primero, la magnitud del desvío de la proyección de inflación en el escenario de riesgo respecto a la proyección en el escenario base; segundo, la probabilidad de ocurrencia que se le asigna al escenario de riesgo. Estos factores determinan en conjunto el sesgo del balance de riesgos de la proyección de inflación.

98. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección están asociados con la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y el flujo de capitales internacional, la evolución de la demanda interna y el impacto de los precios de *commodities* en los mercados internacionales y condiciones climáticas adversas. El Gráfico 110 muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación hacia finales del año 2012.

Los escenarios de **riesgo a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo, vinculados con el posible desencadenamiento de una crisis financiera internacional, y por otro lado, de origen doméstico, un escenario contingente de menor crecimiento de la demanda interna por el aplazamiento de proyectos de inversión.

a. Deterioro del entorno internacional.

El escenario base considera una recuperación gradual de la actividad económica mundial desde el cuarto trimestre de 2012. Un escenario contingente de deterioro internacional supone que no se genera esta recuperación e inclusive podría acentuarse la desaceleración o caída del producto en diferentes regiones del mundo, dada la creciente incertidumbre en los mercados internacionales. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía nacional a través de canales financieros y comerciales.

En este escenario, el incremento de la incertidumbre global y la caída del precio de *commodities*, podría generar pánico entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales con una depreciación real y un incremento del riesgo país en economías emergentes como Perú.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y diversos mecanismos de inyección de liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, con el propósito de aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. Más aún, de darse el caso, el Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias.

b. Menor crecimiento de la demanda interna.

En este escenario se contempla la posibilidad de aplazamiento y cancelación de proyectos de inversión. Ello generaría un menor dinamismo de la demanda agregada y, en el corto plazo, un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación. En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta en el horizonte de proyección.

Por otro lado, existen dos escenarios de **riesgo al alza** de la inflación relacionados principalmente al incremento en los inlujos de capitales como de los precios de *commodities*.

c. Mayores inlujos de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales que produciría la aplicación de las nuevas medidas de expansión cuantitativa de los bancos centrales en países desarrollados, junto con las escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podría promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes. Se trata de un evento similar al presenciado en la segunda mitad de 2010 a raíz del anuncio e implementación del QE2 por la FED. El tercer programa de expansión monetaria (QE3) recientemente anunciado contempla un monto de compras mensuales de US\$ 40 mil millones, aunque a la fecha se desconoce el monto total del mismo. Un mayor inlujio de capitales aceleraría la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación, y ejercería además presiones apreciatorias sobre el nuevo sol, lo que se traduciría en una menor inflación. Se estima un alza en la inflación por el efecto de una mayor entrada de capitales junto con la mayor inflación importada que conlleva este escenario.

En este contexto, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y utilizaría instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes.





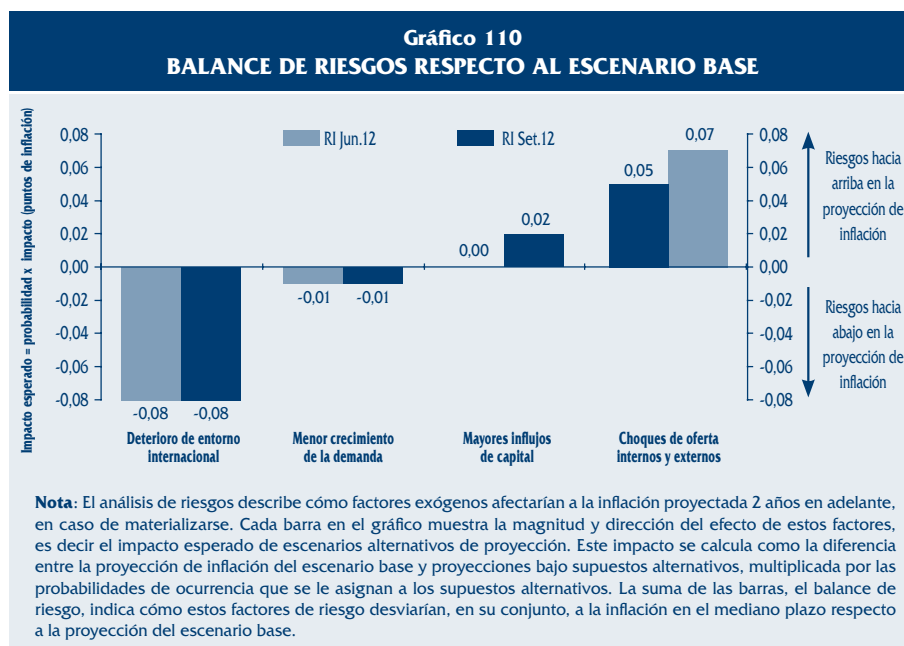
d. Choques de oferta internos y externos

A pesar de que en el escenario base se ha considerado la reciente subida de los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles, existe el riesgo de que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes. Por ejemplo, el impacto de la sequía en los Estados Unidos sobre el precio internacional del maíz, es un factor importante de riesgo. Igualmente, un aumento de las tensiones en el Medio Oriente podría llevar a un incremento del precio del petróleo. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar presiones inflacionarias.

En el ámbito interno, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas, lo cual está asociado con el impacto de un eventual Fenómeno del Niño (aunque con menor probabilidad). Ello podría afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (pesqueros y agrícolas, principalmente).

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos choques inflacionarios alimentasen las expectativas de inflación.

99. El **balance de riesgos es neutral** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección. Con la información disponible a la fecha de elaboración de este Reporte, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.



CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente y proyectada de la brecha producto y de las expectativas de inflación favorecerían la convergencia de la inflación al rango meta. Por otro lado, se espera que en el corto plazo se atenúen las presiones de costos generados por los incrementos en los precios de algunos *commodities* y se reviertan las condiciones locales de oferta de alimentos. Con ello, la trayectoria de inflación bajaría de su nivel actual, por encima del rango meta, a un nivel de alrededor de 3 por ciento en 2012 y de 2 por ciento en 2013. El balance de riesgos es neutral, con una menor incidencia de riesgos a la baja que los considerados en el reporte de inflación de junio.

El PBI continuará creciendo a tasas cercanas en su nivel potencial, con una evolución de la demanda interna dinámica que compensará los efectos sobre la economía de la desaceleración de la economía mundial.

El Banco Central estará pendiente de la evolución de la economía mundial y doméstica, así como de las expectativas de inflación para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.

