



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2013

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2013-2015**

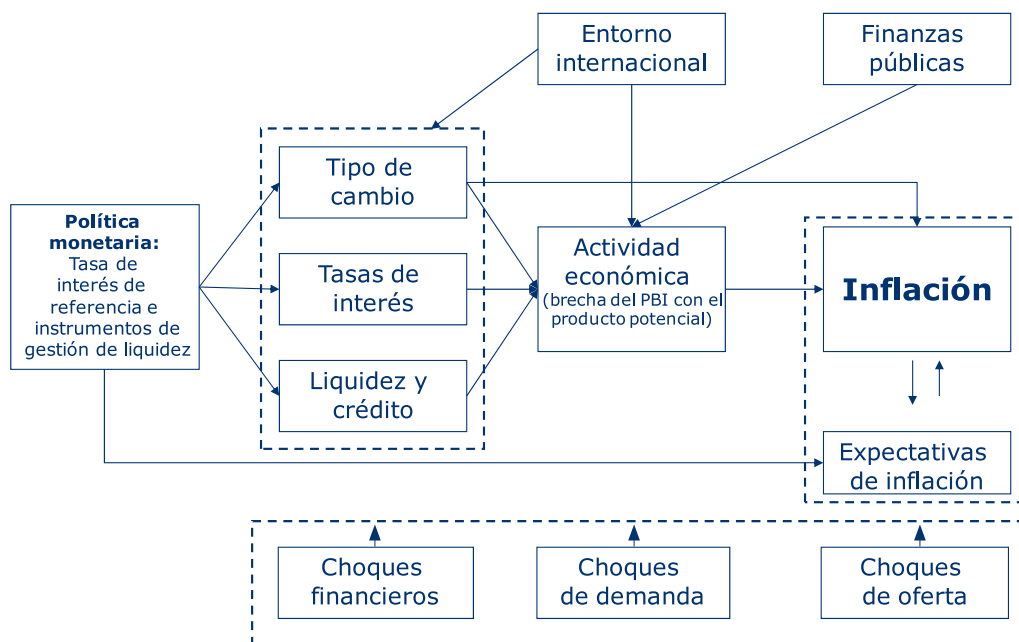


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2013-2015

Junio 2013



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 2013-2015

Junio 2013

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	33
III. Balanza de pagos	54
IV. Finanzas públicas	72
V. Política monetaria	82
VI. Inflación	106
VII. Balance de riesgos	122
Conclusión	124

RECUADROS

1. Asociación Público Privada como alternativa para la provisión de infraestructura	50
2. Acuerdo de Asociación Transpacífico: Aspectos Generales	69
3. Racionalidad de las medidas recientes de encaje del BCRP	90
4. Evolución de los rendimientos de los bonos soberanos	104

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2013 de la Balanza de Pagos, a abril de 2013 del Producto Bruto Interno y cuentas monetarias, y a mayo de 2013 de las operaciones del Sector Público No Financiero, 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 con un todavía 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, como son los casos de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en setiembre de 2013.





Resumen

- i. Entre abril y junio la **economía mundial** mostró nuevos desarrollos y riesgos. Por el lado financiero, los mercados comenzaron a anticipar el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, lo que conllevó a un aumento de las tasas de interés de los bonos de países desarrollados y un fortalecimiento del dólar.

Respecto a los indicadores de actividad económica, el evento más importante para nuestra economía fue la desaceleración que nuevamente registró la actividad económica de China en el primer trimestre, la cual fue posiblemente la principal causa de la caída de los precios de los minerales (además de la liquidación de posiciones especulativas) y de un aumento del riesgo soberano y depreciación de las monedas de los países emergentes.

En las economías desarrolladas, Estados Unidos continúa con una recuperación gradual pero sostenida y Japón viene creciendo por encima de lo esperado en respuesta a los estímulos monetario y fiscal recientemente implementados. Por el contrario, la actividad económica de la Eurozona continuó contrayéndose, y dentro de las economías emergentes, el crecimiento del primer trimestre fue menor al esperado en la mayoría de casos. Estos desarrollos se han dado en un contexto de bajas presiones inflacionarias a nivel mundial.

En este contexto se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento mundial para el año 2013, de 3,2 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a 3,0 por ciento en el presente Reporte, en línea con los datos ejecutados de China y de algunas economías de la Eurozona. El escenario base continúa asumiendo el mantenimiento de las condiciones monetarias expansivas en las economías desarrolladas, que favorecerían una recuperación en el segundo semestre, aunque, como se mencionó, las expectativas de un retiro anticipado del programa de compras por parte de la FED han aumentado. Para los años 2014 y 2015 se estima un crecimiento mundial de 3,7 y 4,0 por ciento, respectivamente.

La proyección de **términos de intercambio** para el periodo 2013 - 2015 sigue la tendencia decreciente registrada desde 2012, lo cual está en línea con el menor crecimiento de China en dicho período. La reducción de los términos de intercambio para los siguientes años sería moderada (menos de 5 por ciento acumulado en los siguientes 3 años), por lo que el nivel de los términos de intercambio todavía se ubicaría bastante por encima de los promedios tendenciales de largo plazo.

El escenario internacional impactó en nuestra economía principalmente a través de los menores términos de intercambio. La economía continuó mostrando un ritmo de crecimiento económico cercano a su tasa potencial debido al dinamismo de la demanda interna, que continuó creciendo a tasas por encima de 8 por ciento.

- ii. En el primer trimestre de 2013 el **PBI** creció 4,8 por ciento con respecto al mismo periodo de 2012, tasa menor a la de trimestres previos. Este resultado fue

consecuencia tanto de factores de oferta, que incidieron en un menor crecimiento de sectores primarios como pesca, procesadores de recursos primarios y minería e hidrocarburos, como de un efecto estadístico por un menor número de días en el primer trimestre de este año frente al anterior (año bisiesto y de Semana Santa).

Para el año 2013 se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del PBI, pasando de 6,3 por ciento en el Reporte de marzo a 6,1 por ciento en el presente Reporte, considerando la caída observada en las exportaciones en el primer trimestre y el menor crecimiento mundial proyectado. Para el año 2014, el escenario central de proyección continúa considerando una tasa de crecimiento del PBI (6,3 por ciento) en torno a su nivel potencial.

Para el año 2015 se prevé una tasa de crecimiento más alta (6,8 por ciento), que contempla la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.

- iii. El **déficit en cuenta corriente** de la balanza de pagos continuó elevándose, como resultado de los menores términos de intercambio, algunos factores transitorios de oferta, la menor demanda externa y el crecimiento de las importaciones ante el dinamismo de la demanda interna. En el primer trimestre la cuenta corriente registró un déficit de 5,2 por ciento del PBI (US\$ 2,7 mil millones), aumentando con respecto al observado en el primer trimestre de 2012 cuando el déficit fue de 1,4 por ciento. El déficit de cuenta corriente continuó siendo financiado largamente por la entrada de capitales externos de largo plazo (buena parte de ellos destinados a proyectos de exportación, sobre todo mineros), que se ubicaron en US\$ 7 mil millones en el primer trimestre, equivalentes a 13,7 por ciento del PBI.

Para el año 2013 se revisa al alza el déficit en cuenta corriente de 4,0 por ciento del PBI en el Reporte anterior a 4,4 por ciento del PBI en la proyección actual, considerando el menor superávit comercial previsto. Para 2014 se proyecta un mayor déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de marzo, de 3,9 a 4,6 por ciento del producto, teniendo en cuenta el deterioro previsto en los términos de intercambio por la recuperación más lenta de la economía mundial. Para el año 2015 se espera que el déficit en cuenta corriente se reduzca hasta 4,3 por ciento del PBI, a raíz de la recuperación de las exportaciones por la entrada en operación de proyectos mineros como Toromocho y Las Bambas, efecto que se sumaría a las mayores exportaciones no tradicionales que reflejarían las mayores tasas de crecimiento de nuestros socios comerciales.

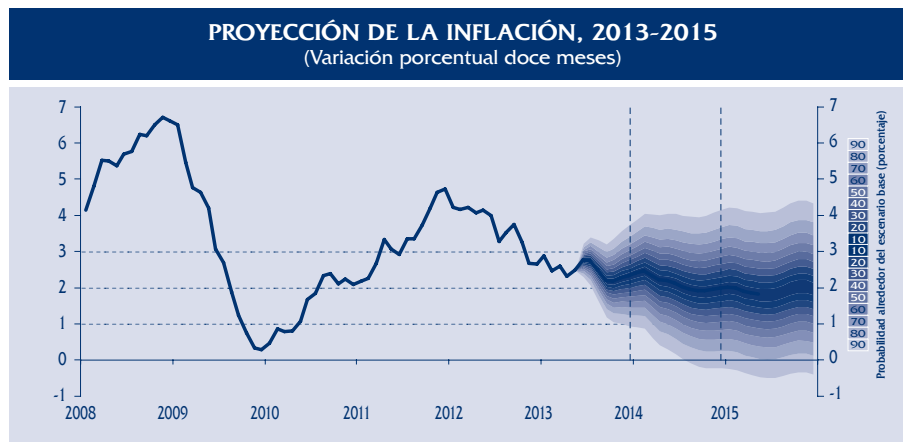
- iv. El menor crecimiento mundial y los menores precios de exportación se traducirían en una menor recaudación fiscal respecto a lo previsto en el Reporte de marzo. En cuanto al gasto del gobierno general, se estima también un crecimiento por encima de la tasa del producto para los siguientes tres años, en línea con lo previsto en el Marco Macroeconómico Multianual. Con ello, se estima una senda decreciente del **superávit del sector público no financiero** que pasaría de 2,2 por ciento en 2012 a 0,7 por ciento en 2013 y a 0,5 por ciento en 2015.
- v. En línea con lo considerado en el Reporte de marzo, en mayo la **inflación** de los últimos 12 meses continuó ubicándose dentro del rango meta, y ascendió a 2,46 por





ciento, reflejando las mejores condiciones de oferta y la reducción de las cotizaciones de insumos importados. Las expectativas de inflación continuaron disminuyendo y manteniéndose dentro del rango meta. En este contexto, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 4,25 por ciento con un sesgo neutral en sus comunicados de política monetaria.

- vi. Las modificaciones de encaje bancario estuvieron orientadas a mantener una expansión ordenada de la liquidez y del crédito, en un entorno de flujos de capitales sin precedentes en nuestra economía. Con los nuevos desarrollos financieros internacionales y atendiendo a la composición de la expansión crediticia, las últimas medidas de encaje se han venido orientando a incentivar un mayor uso del crédito en moneda nacional, sobre todo en préstamos como el hipotecario, que son altamente riesgosos de ser otorgados en moneda extranjera.
- vii. En el escenario central de proyección, se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta en todo el horizonte de proyección (2013 – 2015) y en promedio en 2 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos de los precios de *commodities* ni de la demanda agregada, y que las acciones de política monetaria mantendrán ancladas las expectativas de inflación.
- viii. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgo que la presionan a la baja son mayores que los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, el balance de estos riesgos presenta un **sesgo a la baja** para la proyección de la inflación para el horizonte 2013 - 2015. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es mayor a la probabilidad de que se encuentre por encima.



- ix. Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo, vinculados con el posible deterioro de la economía mundial, incluyendo una desaceleración más acentuada del crecimiento de economías emergentes, y de origen interno vinculado con la dinámica de las expectativas de confianza empresarial.

a. Deterioro del entorno internacional.

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de Inflación de marzo para 2013 y 2014. La recuperación que se espera en la economía mundial a partir del segundo semestre de este año podría ser interrumpida por algún evento negativo en algún bloque o economía importante. Las probabilidades de que se pase a un período recesivo en Estados Unidos o se agudice la recesión en Europa y Japón se han reducido respecto al último Reporte. Sin embargo, se ha elevado la probabilidad de una desaceleración mayor en economías emergentes claves como China. Una profundización de estas condiciones de riesgo traería como secuela un menor dinamismo global y un debilitamiento de la demanda externa, que repercutirían en la economía doméstica a través de canales financieros y comerciales.

Desde fines de 2013 se espera el inicio de un retiro progresivo del estímulo monetario por parte de la FED. Un retiro anticipado y menos gradual podría implicar un ajuste rápido y desordenado del tipo de cambio y de las tasas de interés de los bonos del Tesoro Público en nuestra economía, dada la alta participación de inversionistas no residentes.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizaría 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 estos choques sobre las condiciones financieras domésticas. El Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias atendiendo a las condiciones macroeconómicas.

b. Desaceleración de la demanda interna

La confianza empresarial es un determinante importante de la inversión privada, por lo que de deteriorarse contribuiría a un menor dinamismo en la demanda interna, lo que se traduciría en una menor brecha del producto y consecuentemente en una menor inflación.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias para mantener la inflación dentro del rango meta.

- x. Por otro lado, se contemplan como **riesgos al alza** de la inflación la dinámica de los precios de *commodities* y de los precios sensibles a factores de oferta.

c. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

El escenario base supone una relativa estabilidad de los precios de los *commodities* para el próximo año. En el ámbito externo, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, y de precios de alimentos a





los que los rubros de la canasta del IPC doméstico son particularmente sensibles. En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (agrícolas principalmente).

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

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2012	2013 ^{1/}		2014 ^{1/}		2015 ^{1/}
		RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
Var. % real						
1. Producto bruto interno	6,3	6,3	6,1	6,3	6,3	6,8
2. Demanda interna	7,4	6,8	7,0	6,6	6,6	6,5
a. Consumo privado	5,8	5,7	5,5	5,7	5,5	5,5
b. Consumo público	10,5	10,1	11,8	6,6	4,0	4,2
c. Inversión privada fija	13,6	8,8	8,8	8,2	8,2	7,9
d. Inversión pública	20,8	15,0	13,2	11,4	17,0	14,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	4,8	5,1	1,6	7,9	8,5	11,7
4. Importaciones de bienes y servicios	10,4	7,8	7,0	8,9	8,9	8,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,7	2,7	2,6	3,3	3,2	3,4
Nota:						
Brecha de producto 2/ (%)	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	2,6	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	-0,9	-1,7	-0,3	-0,5	-0,7	-2,3
8. Tipo de cambio nominal esperado 3/	-4,8	-2,0	0,0	-1,3	-0,3	-0,1
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-7,3	-3,3	-2,1	-1,1	-0,5	0,3
10. Términos de intercambio	-4,9	0,3	-2,3	0,0	-1,2	-0,7
a. Precios de exportación	-3,3	-1,0	-3,4	0,7	-0,9	0,5
b. Precios de importación	1,7	-1,3	-1,2	0,7	0,3	1,2
Var. % nominal						
11. Circulante	18,3	15,5	16,0	13,2	13,4	13,0
12. Crédito al sector privado 4/	15,5	14,5	14,0	12,0	13,0	11,5
% PBI						
13. Inversión bruta fija	26,6	27,5	27,7	28,2	28,7	29,3
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,6	-4,0	-4,4	-3,9	-4,6	-4,3
15. Balanza comercial	2,3	1,3	0,3	1,2	0,0	0,7
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	10,4	8,1	10,2	5,9	7,4	6,3
17. Ingresos corrientes del gobierno general	21,6	21,6	21,3	21,6	21,4	21,5
18. Gastos no financieros del gobierno general	18,6	19,6	19,6	19,7	19,8	20,0
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,2	1,0	0,7	1,0	0,6	0,5
20. Saldo de deuda pública total	19,7	18,2	17,7	17,2	16,9	15,8

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

4/ 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

1. Desde el último Reporte de Inflación, la economía mundial ha mostrado un crecimiento moderado aunque difiere a nivel de países y regiones. Dentro de las economías desarrolladas, Estados Unidos continúa con una recuperación gradual y Japón viene creciendo por encima de lo esperado en respuesta a los estímulos monetario y fiscal recientemente implementados. Por el contrario, la Eurozona continuó mostrando tasas negativas de crecimiento y, dentro de las economías emergentes, el crecimiento de China del primer trimestre fue menor al esperado. Estos desarrollos se han dado en un contexto de bajas presiones inflacionarias.

Para 2013 la proyección de crecimiento mundial se ha revisado ligeramente a la baja –de 3,2 por ciento a 3,0 por ciento– en línea con los datos ejecutados, en particular de China y de algunas economías de la Eurozona. Al igual que en el Reporte anterior, se espera que el mantenimiento de las condiciones monetarias en las economías desarrolladas favorezca una recuperación en el segundo semestre, aunque las expectativas de un retiro anticipado del programa de compras por parte de la FED han aumentado respecto al anterior Reporte de inflación. Para 2014 y 2015 se estima un crecimiento mundial de 3,7 y 4,0 por ciento, respectivamente.

Esta proyección está acompañada de una reducción de los riesgos a la baja en el crecimiento. La gradual normalización en las condiciones de las economías desarrolladas con problemas de deuda y los acuerdos parciales en torno a los temas fiscales en Estados Unidos reducen los riesgos provenientes de las economías desarrolladas. Sin embargo, se mantienen algunos factores de incertidumbre. En Estados Unidos, la aplicación de un retiro anticipado de la política monetaria acomodaticia de la FED podría afectar la recuperación de la actividad económica, en particular del sector inmobiliario, y las negociaciones respecto al límite de deuda, que se renovarían hacia el cuarto trimestre, lo cual podría generar cierta incertidumbre como en 2011. En la Eurozona, la fragmentación de los mercados crediticios y la falta de avance en torno a la unión bancaria podrían implicar para las economías con problemas de deuda un menor crecimiento respecto al escenario base.

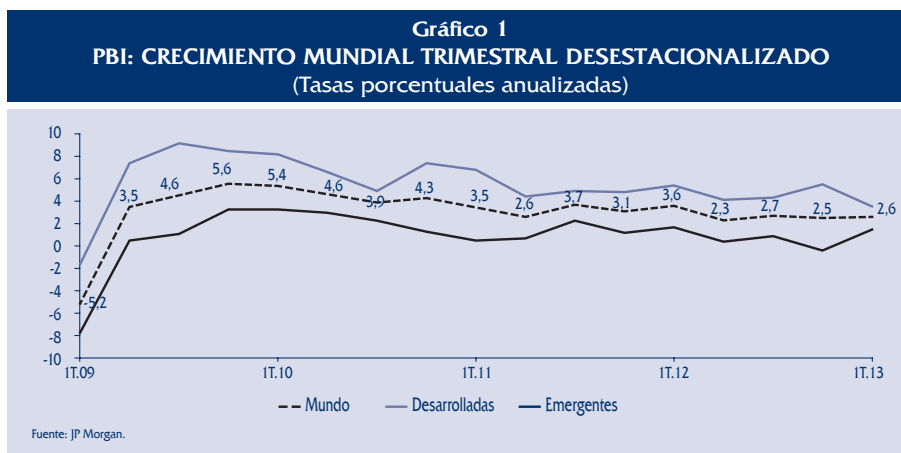
En el caso de las economías emergentes, en aquellas que vienen experimentando una fuerte entrada de capitales y elevados déficit en cuenta corriente, podrían verse afectadas por el retiro anticipado del estímulo monetario por parte de la FED. Por otro lado, en China se mantiene el riesgo de una corrección brusca en el mercado inmobiliario, dado el fuerte crecimiento de los precios a pesar de las medidas adoptadas por el gobierno.





Crecimiento mundial

- Los datos del PBI del primer trimestre e indicadores de los últimos meses confirman que, en términos agregados, la economía global viene mostrando un crecimiento moderado. El producto mundial creció alrededor de 2,6 por ciento en el primer trimestre. Las economías desarrolladas muestran en promedio un crecimiento mayor al del cuarto trimestre debido a la evolución de Japón; por el contrario, la tasa de crecimiento de las economías emergentes se redujo principalmente por el comportamiento de China e India.



Otros indicadores de frecuencia mensual confirman esta recuperación moderada para los últimos meses. El Índice de Gestores de compras global de la actividad manufacturera se mantiene ligeramente por encima de 50 (lo que indica una expansión leve) y el de la actividad de servicios continúa mostrando una recuperación sostenida.

- Para el año 2013 se estima que la economía mundial crecería 3,0 por ciento, tasa ligeramente menor a la estimada en el Reporte de inflación de marzo. Este resultado se explica por la revisión a la baja del crecimiento esperado de algunas economías desarrolladas como Alemania y Francia, y de algunas economías emergentes como China e India donde los datos ejecutados del primer trimestre han sido menores a los esperados. Esta revisión a la baja se compensa parcialmente por el mayor crecimiento esperado en Japón donde la actividad económica, en particular el consumo, se viene recuperando por encima de lo previsto. Cabe señalar que esta proyección asume que la mayoría de economías se irían recuperando gradualmente a partir del segundo semestre. Para 2014 se estima un crecimiento de 3,7 por ciento y de 4,0 por ciento para 2015.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)						
	2012	2013*		2014*		2015*
		RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
Economías desarrolladas	1,2	1,3	1,2	2,0	2,0	2,3
De los cuales						
1. Estados Unidos	2,2	1,9	1,9	2,4	2,4	3,0
2. Eurozona	-0,6	-0,3	-0,6	1,1	1,0	1,3
Alemania	0,7	0,6	0,3	1,5	1,5	1,5
Francia	0,0	-0,2	-0,4	1,0	1,0	1,2
Italia	-2,4	-1,0	-1,6	0,5	0,6	0,9
España	-1,4	-1,5	-1,6	0,4	0,4	0,9
3. Japón	2,0	1,0	1,5	1,4	1,4	1,1
4. Reino Unido	0,3	1,1	0,9	1,5	1,5	1,8
Economías en desarrollo	5,1	5,3	5,0	5,7	5,5	5,7
De los cuales						
1. Asia en desarrollo	6,9	7,0	6,9	7,4	7,3	7,3
China	7,8	8,0	7,7	8,3	8,0	8,0
India	5,0	6,3	6,0	6,9	6,9	6,9
2. Europa Central y del Este	1,6	2,3	2,0	3,1	3,2	3,2
3. América Latina y Caribe	3,0	3,5	3,3	3,8	3,7	3,8
Brasil	0,9	3,2	2,9	3,8	3,6	4,0
Economía Mundial 1/	3,1	3,2	3,0	3,8	3,7	4,0
Nota:						
Socios Comerciales 2/	2,7	2,7	2,6	3,3	3,2	3,4

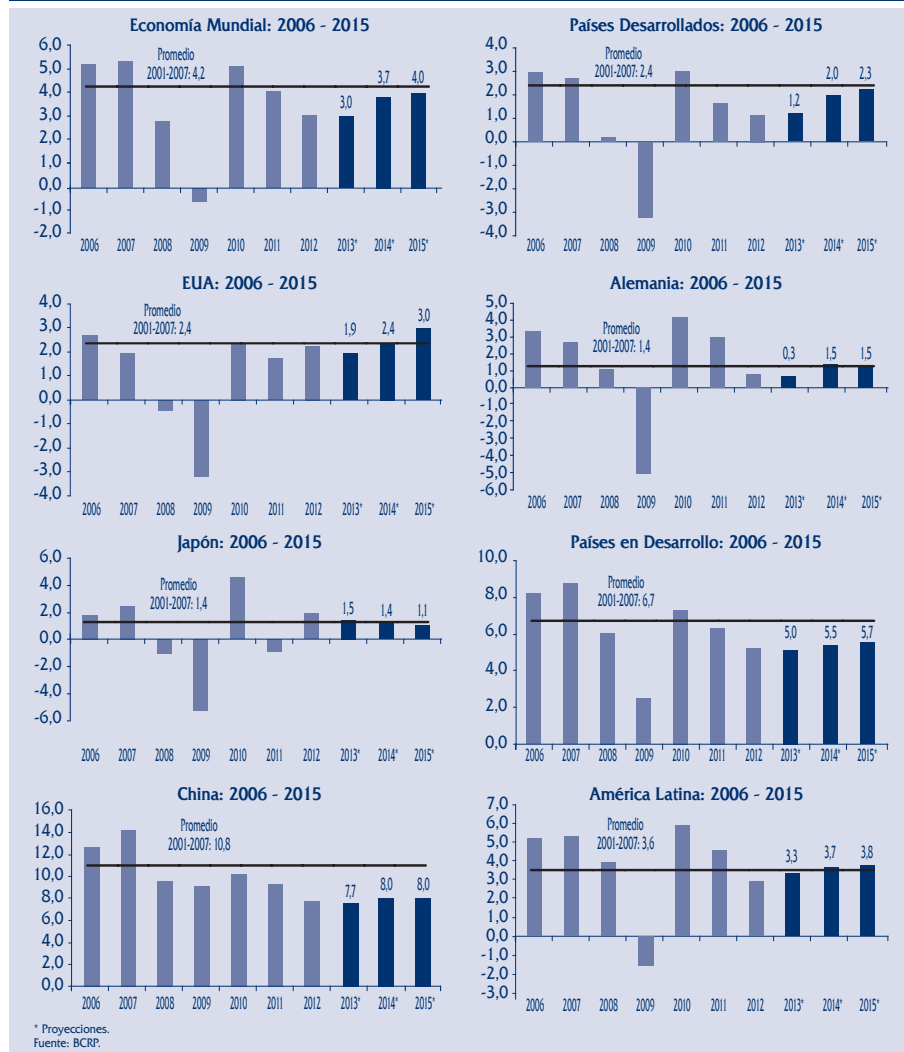
Fuente: FMI, fuentes oficiales de cada país y BCRP (Proyección).
1/ Ponderado con el PBI medido a precios de paridad de poder de compra.
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales del Perú.
* Proyección.

Esta proyección está acompañada de una reducción de los riesgos a la baja en el crecimiento de las economías desarrolladas, en base a la gradual normalización en las condiciones de las economías desarrolladas con problemas de deuda y los acuerdos parciales en torno a los temas fiscales en Estados Unidos. Sin embargo, se presentan otros riesgos asociados a la desaceleración del crecimiento en China, a la caída de los precios de *commodities* y a eventuales salidas de capitales externos en las economías emergentes.





**Gráfico 2
CRECIMIENTO DEL PBI**

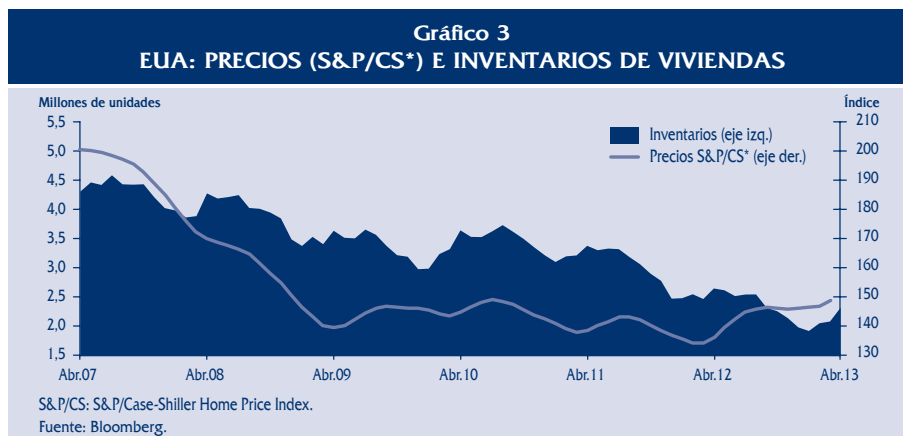


4. **Estados Unidos** continúa mostrando un crecimiento moderado y sostenido. En el primer trimestre el producto creció 2,4 por ciento (tasa trimestral anualizada) con lo cual, a diferencia de lo observado en otras economías desarrolladas, supera en 3,2 por ciento al nivel observado previo a la crisis. Los indicadores recientes –como los de empleo, confianza y del sector inmobiliario– muestran que esta tendencia se mantendría en los meses de abril y mayo. Asimismo, el índice de indicadores líderes, que en mayo aumentó a su mayor nivel desde junio 2008, indica mejores condiciones futuras de la economía.

Esta recuperación sigue siendo apoyada principalmente por el mayor dinamismo del consumo, que en el primer trimestre creció 3,4 por ciento (tasa trimestral anualizada).

A pesar de que el gasto del consumo personal (PCE por sus siglas en inglés) de abril cayó ligeramente, la confianza del consumidor se ha venido recuperando y alcanzó en mayo niveles previos a la crisis. Por otro lado, las ventas al por menor han crecido aunque a un ritmo lento.

5. La mejora en el consumo refleja básicamente una recuperación del mercado laboral y una mayor riqueza de las familias. Ello habría compensado el impacto negativo de la elevación del impuesto a las nóminas introducida en enero de este año como parte de las medidas aprobadas por el congreso en el marco de la negociación fiscal.
 - a. En los meses de abril y mayo se crearon 324 mil puestos no agrícolas, acumulando en el año un incremento de 942 mil puestos. Las solicitudes iniciales por desempleo siguieron una tendencia a la baja; la tasa de desempleo aumentó ligeramente de 7,5 a 7,6 por ciento debido al incremento del número de personas que busca empleo. Estas cifras confirman la recuperación gradual que se viene observando en el mercado laboral desde inicios de 2010.
 - b. La información disponible al primer trimestre muestra que la riqueza de los hogares aumentó 4,5 por ciento, a un nivel récord. Esta mayor riqueza obedece principalmente a la mejora en el precio de los activos financieros y de las viviendas, efecto que se ha mantenido en los meses de abril y mayo. Los precios de las viviendas han llegado a aumentar en marzo al mayor ritmo anual en 7 años (fuente S&P/Case-Shiller).



La deuda de los hogares cayó 0,6 por ciento anual, observándose un menor nivel de deuda hipotecaria, reflejo de su amortización. Por otro lado, el balance de préstamos estudiantiles y de autos aumentó.

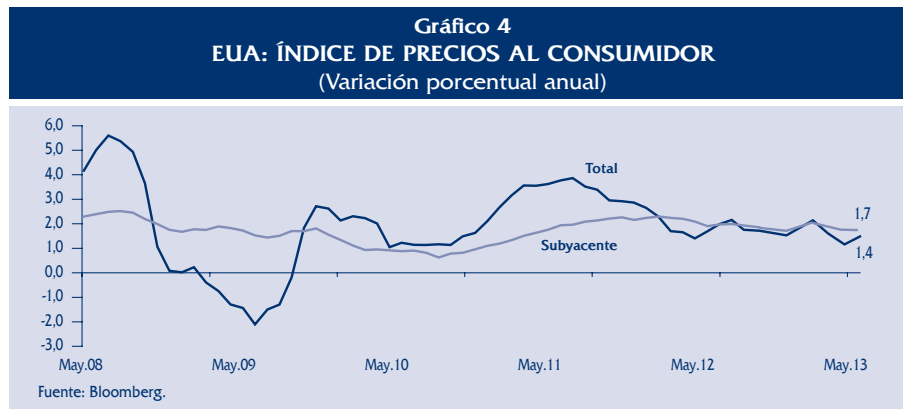
Por el lado de la inversión, la inversión residencial continúa mejorando a pesar de haberse desacelerado frente al trimestre previo por efecto de un clima más frío. En mayo, las construcciones iniciales aumentaron 6,8 por ciento mensual, los permisos de construcción cayeron, tras aumentar por encima de lo esperado en abril; y la confianza





de los constructores mejoró, ubicándose por encima de 50 por primera vez desde abril 2006; lo que sugiere que la recuperación del sector continuaría en los próximos meses. La inversión no residencial, por su parte, se desaceleró en el primer trimestre (creció 2,2 por ciento), tras haber aumentado 13,2 por ciento el trimestre anterior, en línea con el estancamiento del sector manufacturero ante una débil demanda externa.

6. La evolución favorable de la actividad económica ha aumentado las expectativas de un retiro anticipado del estímulo monetario, en un contexto de inflación a la baja. La inflación al consumidor en mayo fue 1,4 por ciento anual, y la inflación subyacente fue 1,7 por ciento anual. Esta evolución se explica en parte por la corrección en los precios de los *commodities*, liderada por una caída del precio del petróleo.

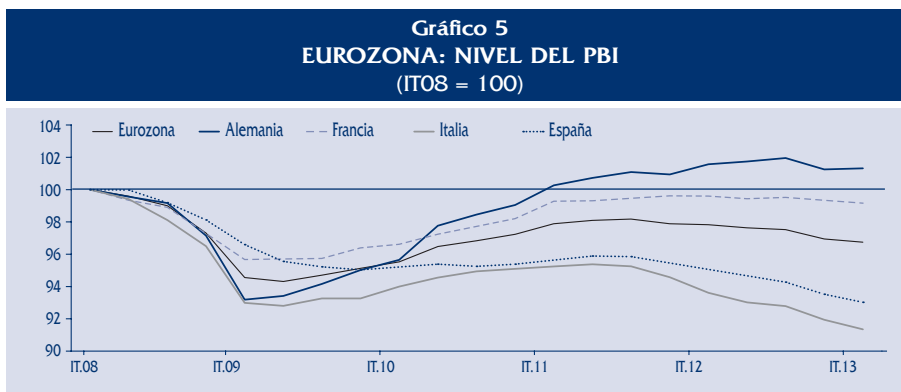


7. En este contexto, la FED decidió mantener su política expansiva en la reunión de política de junio, destacando una mejora en el mercado laboral y una reducción de los riesgos a la baja sobre éste y la economía; y mostrándose dispuesta a incrementar o disminuir el programa de compras de activos según el progreso del mercado de trabajo y de la inflación. El presidente de la FED, Ben Bernanke, sugirió que si el desempeño de la economía se da en línea con sus proyecciones, la FED disminuiría su programa de compra de activos hacia finales de 2013 y lo finalizaría hacia mediados de 2014. Por otro lado, las minutas indicaron que algunos participantes consideran que la reducción del programa de compras de activos podría iniciarse próximamente sujeto a la recuperación de la economía.
8. En línea con estos desarrollos, se estima que la economía norteamericana crecería 1,9 por ciento en 2013 y 2,4 por ciento en 2014. En 2015 crecería 3,0 por ciento. El mayor crecimiento se observaría en la inversión residencial y la inversión en equipo se recuperaría en línea con las perspectivas de crecimiento y las favorables utilidades corporativas. El consumo, por su parte, continuaría su gradual recuperación.

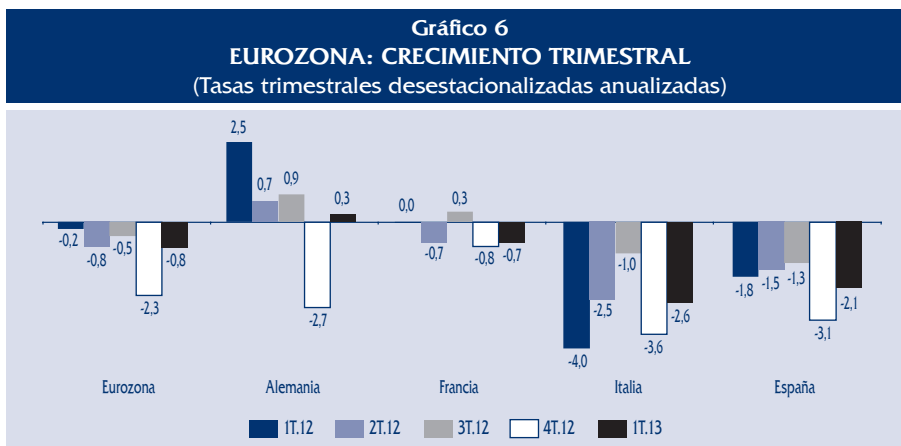
Entre los riesgos a la baja sobre el crecimiento se encuentra el de un retiro anticipado del estímulo monetario, que puede afectar en particular la recuperación del sector inmobiliario. Además, los riesgos en el tema fiscal se mantienen, aunque son menores. El Tesoro estima que el límite de deuda sería alcanzado hacia septiembre

u octubre, apoyado por la tendencia al alza de los ingresos tributarios, el pago extraordinario esperado de Fannie Mae y Freddie Mac por US\$ 60 mil millones en junio, y el inicio en mayo de medidas “extraordinarias”. Por otro lado, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés) estima que el límite de deuda sería alcanzado hacia octubre o noviembre.

- En lo que va del año, la actividad en la **Eurozona** se ha mantenido estancada. En el primer trimestre, el PBI se contrajo por sexto trimestre consecutivo, básicamente por los ajustes de hoja de balance del sector público, iniciado desde mediados de 2010, y del sector privado (banca, sector corporativo no financiero, y hogares), iniciado desde 2011. Con ello, la región no ha logrado recuperar sus niveles de producto previos a la crisis financiera de 2008.



A diferencia del Reporte previo, este estancamiento de la región ha venido acompañado de una menor divergencia entre los países. A la debilidad de las economías europeas con problemas de deuda se sumó la desaceleración del crecimiento de las principales economías, particularmente la de Alemania. En el primer trimestre, Alemania creció sólo 0,3 por ciento (tasa trimestral anualizada). Por su parte, España e Italia redujeron su ritmo de contracción, de tasas mayores a 3 por ciento (en el último trimestre 2012) a tasas alrededor de 2 por ciento.





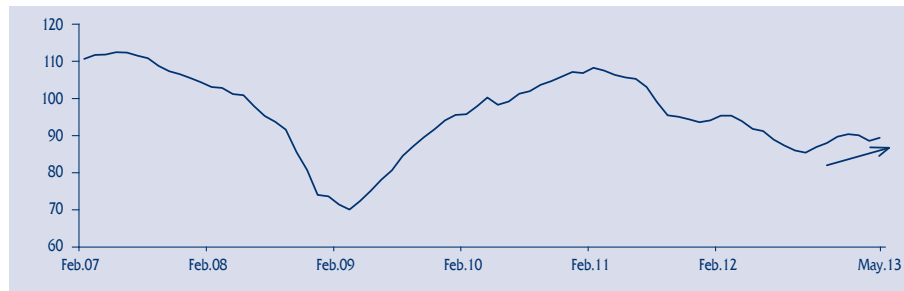
Los indicadores recientes de actividad, como los Índices de Gestores de Compras de mayo 2013, sugieren que el estancamiento se mantendría en este segundo trimestre del año. A pesar de presentar una mejora desde abril, las actividades de servicios y de manufactura se mantienen en la zona de contracción por 16 y 22 meses consecutivos, respectivamente. Asimismo, los índices de confianza económica de la región (de la Comisión Europea) han mostrado cierta recuperación en los últimos meses, aunque aún muy por debajo de sus niveles registrados en 2009.

Cuadro 2
ÍNDICES DE ACTIVIDAD PMI DEL JP MORGAN

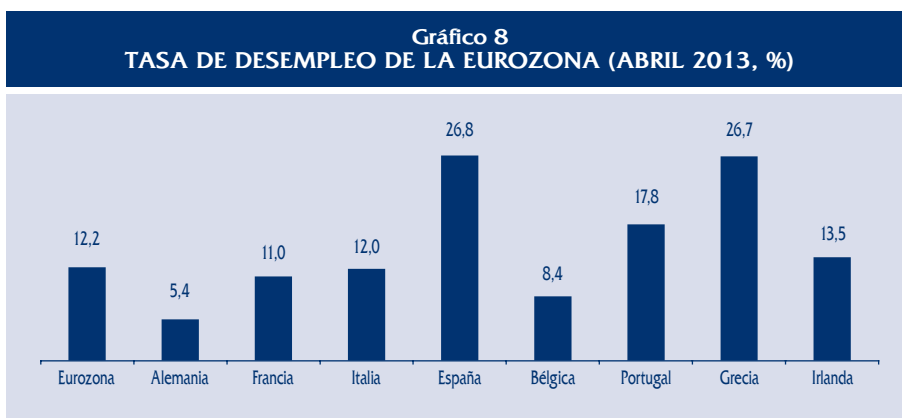
Eurozona	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Ene.13	Feb.13	Mar.13	Abr.13	May.13
Compuesto	55,5	48,3	47,2	48,6	47,9	46,5	46,9	47,7
Servicios	54,2	48,8	47,8	48,6	47,9	46,4	47,0	47,2
Alemania	59,2	52,4	52,0	55,7	54,7	50,9	49,6	49,7
Francia	54,9	50,3	45,2	43,6	43,7	41,3	44,3	44,3
Italia	50,2	44,5	45,6	43,9	43,6	45,5	47,0	46,5
Manufactura	57,1	46,9	46,1	47,9	47,9	46,8	46,7	48,3
Alemania	60,7	48,4	46,0	49,8	50,3	49,0	48,1	49,4
Francia	57,2	48,9	44,6	42,9	43,9	44,0	44,4	46,4
Italia	54,7	44,3	46,7	47,8	45,8	44,5	45,5	47,3

Fuente: Bloomberg.

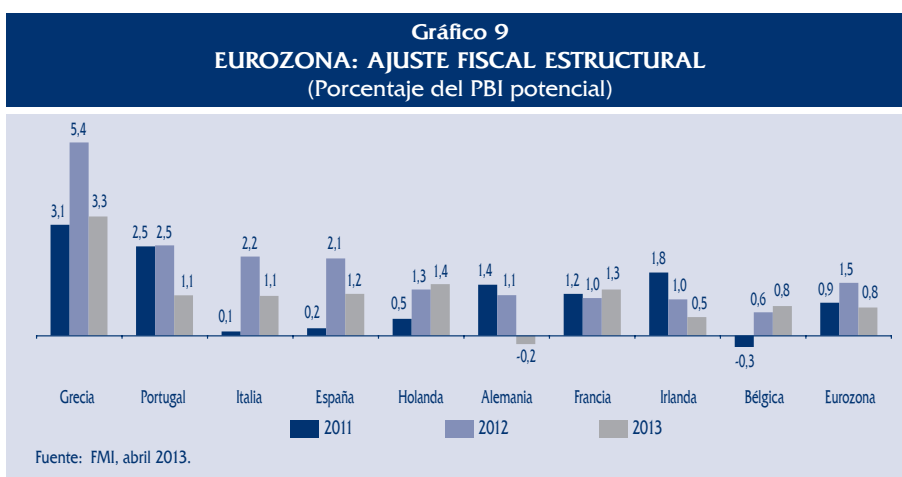
Gráfico 7
EUROZONA: ÍNDICES DE CONFIANZA ECONÓMICA



10. La debilidad de la región se ha reflejado en los altos niveles de desempleo, particularmente el juvenil (en Grecia y España supera el 50 por ciento), y han generado una fuerte preocupación de los líderes europeos.

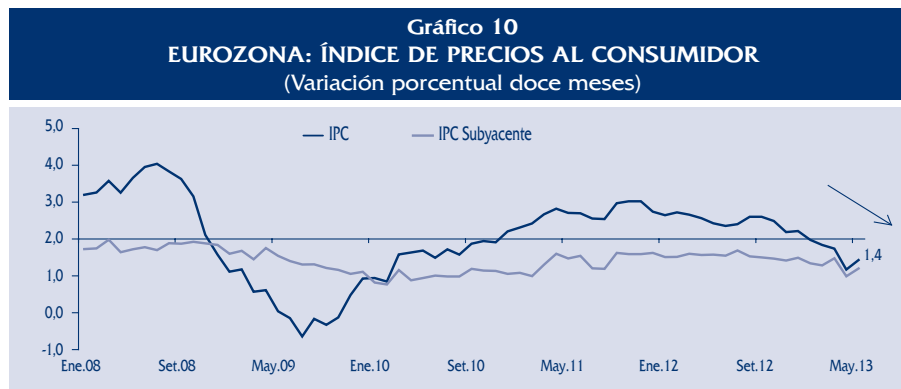


En este contexto, las exigencias de la Unión Europea (UE) se han reenfocado, desde medidas drásticas de ajuste fiscal hacia el avance de reformas que impulsen el crecimiento de largo plazo. En efecto, varios países han logrado que se les extienda el plazo para alcanzar las metas fiscales comprometidas en uno o dos años más. España y Francia son los ejemplos más recientes del cambio de la preocupación de los líderes. Ambos países han recibido una extensión de dos años—de 2014 a 2016—para alcanzar sus metas de déficit fiscal. De acuerdo con las estimaciones del FMI (WEO, abril 2013), la Eurozona registraría un menor ajuste fiscal en este año (menos de 1 p.p. del PBI en comparación al 1,5 p.p. registrados en 2012).



11. Cabe mencionar que a la debilidad económica se ha sumado las bajas presiones inflacionarias observadas. En este contexto, el BCE decidió en su reunión de mayo un recorte de su tasa de 25 pbs a 0,50 por ciento. El mercado no descarta recortes adicionales de esta tasa en los próximos meses de este año.





12. En este contexto, se estima que la Eurozona tendría una contracción de 0,6 por ciento en 2013, superior a la estimada en el Reporte de Inflación de marzo (-0,3 por ciento); asimismo, se ha reducido ligeramente el crecimiento proyectado para 2014, de 1,1 a 1,0 por ciento mientras que para 2015 crecería 1,3 por ciento.

A nivel de países, las correcciones más importantes para este año se concentran en Alemania, Francia, Italia, y en menor medida en España. Se espera que la región comience a crecer a partir del segundo semestre del año, ello básicamente por las mejores condiciones financieras en las distintas economías de la Eurozona.

13. Desde junio de 2012 las condiciones financieras soberanas han mejorado producto de la política no convencional del BCE (que corrigió el problema de escasez de fondos) y de las políticas de los líderes europeos hacia la unión bancaria. Así, los rendimientos y *spreads* crediticios soberanos se han reducido significativamente. Las emisiones soberanas de algunos países periféricos han sido significativas, en particular las de largo plazo.

A esta mejora del financiamiento soberano se ha sumado las mejores condiciones para la banca europea. En la última encuesta de condiciones crediticias bancarias del BCE, la mayoría de bancos ha señalado mejores condiciones de financiamiento. Asimismo, la entrada de depósitos a la periferia y los prepagos de los préstamos del BCE (LTROs) de 3 años por parte de la banca¹ sugieren una menor fragmentación de los mercados financieros.

14. Sin embargo, la corrección de los mercados financieros señalada no se ha trasladado aún a los mercados de crédito bancario, que constituyen el principal medio de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas de la Eurozona. El aún fragmentado mercado bancario de la región es el principal factor que explica la contracción de la actividad y el principal riesgo de que el estancamiento se prolongue más que lo esperado.

¹ Estos prepagos han reducido el exceso de liquidez, con datos a abril 2013, a € 258 mil millones (desde el nivel máximo de € 812 mil millones en marzo de 2012).

Datos recientes del BCE, a abril 2013, mostraron que el crédito bancario acentuó su contracción anual. Los préstamos al sector privado se redujeron 0,5 por ciento anual y los préstamos a las corporaciones no financieras cayeron 3,0 por ciento anual. A nivel de países, la caída del crédito se concentró en la periferia, España, Italia, Portugal, Irlanda y Grecia reportaron tasas negativas. Por el contrario, en Alemania y Francia, la evolución del crédito fue positiva.

Asimismo, las tasas de crédito para las medianas y pequeñas empresas se mantienen muy diferenciadas a nivel de países. Mientras que el *spread* entre la tasa de préstamos para montos menores al millón de euros (proxi del préstamo para las PYMEs) no supera los 50 pbs para Francia (respecto a la tasa de Alemania), en el caso de Italia y España, dicho *spread* fluctúa alrededor de los 300 y 350 pbs, respectivamente. Además, la encuesta de condiciones crediticias del BCE de abril mostró que los bancos mantienen sus condiciones de financiamiento ajustadas, particularmente para las PYMEs. Asimismo, la banca informó que la demanda de créditos se mantiene estancada, particularmente la de inversión.



15. **Reino Unido** ha mostrado señales de una recuperación lenta. En el primer trimestre, el consumo creció al menor ritmo en un año y medio; la inversión cayó por tercer trimestre consecutivo mientras que las exportaciones e importaciones cayeron por segundo trimestre consecutivo. Se estima que la economía se recuperaría ligeramente en el segundo semestre apoyado por el mercado inmobiliario. Los precios de las viviendas se recuperaron 1,1 por ciento en el año, tendencia que se mantendría por la ampliación del esquema *Funding for lending*. Asimismo se observa una mejora reciente en la confianza de consumidores y empresarios, y en las actividades de servicios, manufactura y construcción. En línea con estos desarrollos, la economía crecería 0,9 por ciento en 2013 y crecería a tasas mayores en 2014 (1,5 por ciento) y en 2015 (1,8 por ciento).





16. En **Japón**, se muestra evidencia de una recuperación mayor a la prevista. En el primer trimestre la economía creció 4,1 por ciento (tasa trimestral anualizada), el mayor crecimiento en tres trimestres. Destacan las contribuciones del consumo (3,7 por ciento), la inversión residencial (7,6 por ciento) y de las exportaciones (16,1 por ciento). Asimismo, indicadores de frecuencia mensual muestran una mejora en la confianza del consumidor que, de mantenerse, permitiría consolidar la recuperación del consumo. Por otro lado, los indicadores de confianza empresarial y de órdenes de maquinarias reflejan cierta mejora en la inversión no residencial.
17. Estos desarrollos están en línea con los objetivos y medidas planteadas por el Banco de Japón con el fin de consolidar el crecimiento y revertir el proceso deflacionario. En enero, el Banco de Japón anunció una meta de inflación de 2 por ciento y en abril anunció que ampliaría su base monetaria a un ritmo de 60-70 billones de yenes anuales. Este impulso monetario sería apoyado por la ejecución del estímulo fiscal anunciado a inicio del año y que se ejecutaría en el segundo semestre. Cabe indicar que, de acuerdo con diversas proyecciones, Japón sería la única de las grandes economías desarrolladas que registraría un incremento en su déficit fiscal estructural durante 2013.

En línea con los indicadores recientes y con el impacto esperado de las medidas, la economía japonesa crecería 1,5 por ciento en el año 2013. Esta proyección, superior a la del Reporte de Inflación de marzo, supone que la tendencia favorable del consumo se consolida en los próximos trimestres y que la inversión privada no residencial tendría, luego de cinco trimestres consecutivos de caída, una contribución positiva en el crecimiento. Asimismo, incorpora el impacto positivo de la depreciación del yen sobre el sector exportador y la mayor contribución esperada de los inventarios tras la reducción registrada en el primer trimestre. Para 2014 y 2015, se espera un crecimiento de 1,4 y 1,1 por ciento, respectivamente.

18. En **China**, el crecimiento del PBI en el primer trimestre de 2013 (7,7 por ciento respecto del mismo período del año pasado) estuvo por debajo de las expectativas, principalmente por el persistente debilitamiento de la demanda mundial y la moderación de la demanda interna, a pesar del programa de gasto en infraestructura introducido por el gobierno el año pasado.

Los datos de mayo confirman las expectativas de que el nivel de actividad económica se mantendrá a un ritmo moderado. En general, la expansión de la demanda doméstica se ubicó por debajo de las expectativas, mientras que las cifras de comercio exterior muestran una considerable caída (aunque es probable que este resultado se deba, además del deterioro de la demanda global, a las medidas tomadas para resolver distorsiones estadísticas identificadas en las cifras de los meses anteriores). Por otro lado, en línea con el ritmo contenido de la demanda, la inflación anual descendió a 2,1 por ciento. En vista de estos desarrollos, se espera un crecimiento de 7,7 por ciento en 2013, para recuperarse a 8,0 por ciento en 2014 y 2015.

Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

	2011		2012			2013		
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Abr.	May.
Índice PMI de manufactura (50 nivel neutral)	50,3	53,1	50,2	49,8	50,6	50,9	50,6	50,8
Producción Industrial (var.% 12 meses)	12,8	11,9	9,5	9,2	10,3	8,9	9,3	9,2
Inversión en activos fijos (acum. año, var. % anual)	23,8	20,9	20,4	20,5	20,6	20,9	20,6	20,4
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	18,1	15,2	13,7	14,2	15,2	12,6	12,8	12,9
Exportaciones (var.% 12 meses)	13,4	8,9	11,3	9,9	14,1	10,0	14,7	1,0
Importaciones (var.% 12 meses)	11,8	5,3	6,3	2,4	6,0	14,1	16,8	-0,3
Nuevos préstamos (miles millones de yuanes)	641	1 010	920	623	454	1 060	793	667
Inflación (var.% 12 meses)	4,1	3,6	2,2	1,9	2,5	2,1	2,4	2,1

Los últimos meses también han marcado un énfasis del gobierno en la prevención de riesgos sistémicos. Las acciones en este campo incluyen mayores regulaciones para controlar el recalentamiento del mercado inmobiliario; el mayor control sobre el uso de instrumentos financieros de mayor riesgo como los productos de administración de riqueza por parte del sistema bancario; instrucciones a los bancos para mejorar la clasificación crediticia, hacer un seguimiento de la cartera pesada y limitar la concesión de préstamos a los gobiernos locales, en vista de su alto nivel de endeudamiento; y una creciente atención a las operaciones de la “banca en la sombra” (agentes financieros sujetos a menor escrutinio que el sistema bancario).

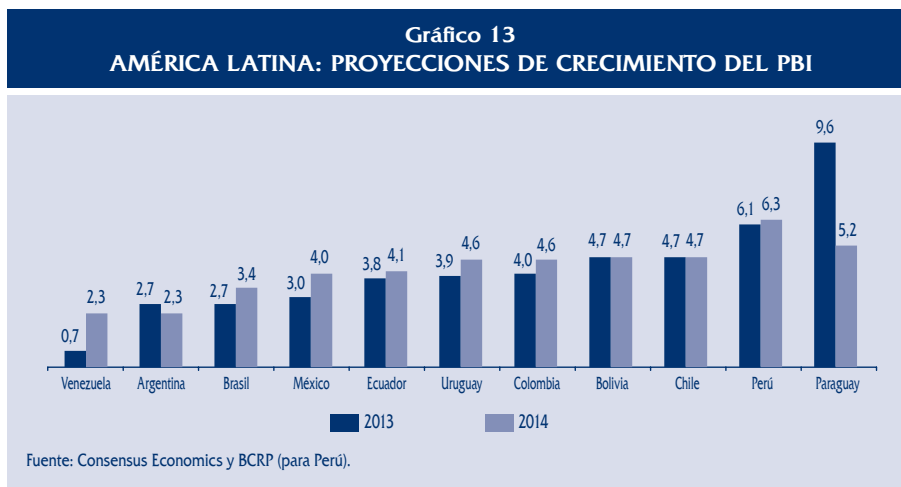
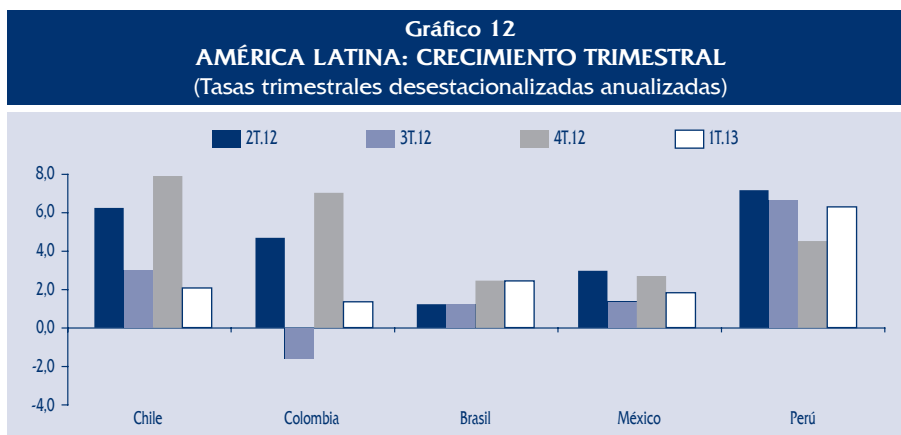
19. El resto de economías emergentes de Asia verían afectadas sus exportaciones por la depreciación del yen y la desaceleración de China, así como por las menores inversiones de Japón. Sin embargo, aquellos países que forman parte de la cadena de suministros de las exportaciones japonesas verían contrarrestado este efecto (Malasia e Indonesia principalmente).
20. En el caso de la **India**, la actividad viene mostrando un desarrollo menor al previsto. Además de la débil demanda externa, la demanda doméstica continúa siendo afectada por un deterioro del clima de negocios. El gobierno promueve medidas para alentar la inversión, pero existe incertidumbre sobre la posibilidad de lograr mayores progresos en cuanto a la consolidación fiscal (se estima que el déficit del sector público consolidado asciende a 8,7 por ciento en el año fiscal 2012-13) y a las reformas estructurales. Si bien el Banco Central ha reducido sus tasas de política recientemente, advierte que la inflación aún se encuentra en niveles elevados, limitando el espacio para una mayor expansión monetaria. En este contexto, se espera un crecimiento de 6,0 por ciento para 2013, apoyado por una moderada recuperación global.
21. En lo que va del año, la mayoría de países de **América Latina** continuaron mostrando un menor ritmo de crecimiento, comportamiento iniciado a finales del año pasado, y explicado por una moderación de la demanda interna, principalmente.



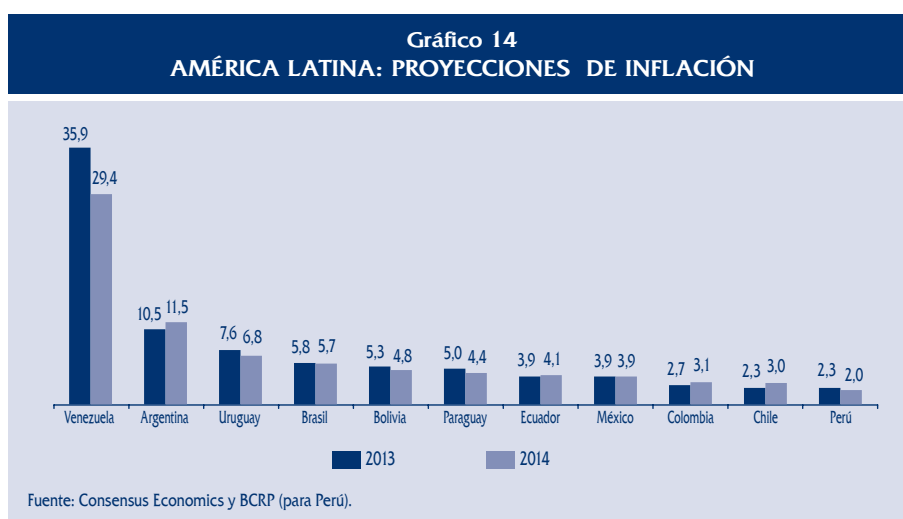


En la mayoría de países con metas explícitas de inflación, el crecimiento continuó reduciéndose tanto por un menor crecimiento de la demanda interna, como por un menor estímulo externo. En Chile, la inversión lideró la desaceleración del gasto interno. En México, la actividad industrial se deterioró, así como las exportaciones, en línea con el menor dinamismo del sector manufacturero de Estados Unidos. En Colombia, la desaceleración del crecimiento se explicó por un menor dinamismo del consumo y una caída de las exportaciones. En Brasil, por el contrario, se ha registrado una ligera aceleración del crecimiento liderada por la inversión privada, aunque viene siendo menor que la esperada.

Para este año, se prevé que la región registre un crecimiento de 3,3 por ciento, mayor a la expansión registrada el año pasado (3,0 por ciento). Esta recuperación se podría ver limitada por el crecimiento de Brasil. Para el 2014, se prevé un crecimiento de 3,7 por ciento, en línea con la recuperación de la economía global, y de 3,8 por ciento para 2015.



Respecto a la **inflación**, durante los dos últimos meses, las tasas de inflación aumentaron en la mayoría de países con metas de inflación, corrigiendo el comportamiento mostrado en el primer trimestre del año. En Brasil, la inflación se encuentra en el tramo superior del rango meta (4,5 – 6,5 por ciento) desde enero de este año, lo que ha determinado los recientes aumentos de la tasa de política. En cambio, en Chile y Colombia, las tasas anuales se mantienen cerca del límite inferior del rango meta (2,0 – 4,0 por ciento, en ambos casos). Cabe mencionar que en el caso chileno la inflación anual se ubica en 0,9 por ciento (debajo del rango meta). Por otro lado, en México la inflación se encuentra por encima del rango meta (2,0 – 4,0 por ciento) desde marzo debido a choques de oferta transitorios, que implicaron incrementos en la inflación subyacente por mayores precios de productos agropecuarios.



En el caso de **Europa del Este**, las proyecciones de crecimiento para 2013 han sido revisadas a la baja (de 2,3 a 2,0 por ciento) debido a que las mayores economías de la región atraviesan procesos de desaceleración. Se espera que el crecimiento del PBI se estabilice alrededor del tercer trimestre en respuesta a las mejores perspectivas de Europa occidental, en particular de Alemania y Francia.

En particular, si bien la economía rusa creció 1,6 por ciento en el primer trimestre, esta tasa fue menor a la observada desde inicios de 2010. El proceso de enfriamiento se ha registrado principalmente en el consumo privado, la inversión productiva y las exportaciones de crudo. Las perspectivas son a la baja para el resto del año debido a que la política económica se ve restringida por la alta inflación y una nueva regla de control del gasto presupuestal.





Por su parte, Polonia también muestra débiles tasas de crecimiento económico (en el primer trimestre registró la menor tasa en once años) con tasas negativas de crecimiento del consumo e inversión privados desde mediados de 2012. Ello no obstante los recortes continuos de tasas de interés (200 pbs desde noviembre de 2012). En Turquía, el crecimiento también se desaceleró en 2012 debido al menor dinamismo del consumo. Su economía ha venido dando señales de recuperación en lo que va del año pero con riesgos a la baja por la inestabilidad política asociada a las protestas masivas contra el gobierno. En el caso de los demás países de la región, salvo Rumania y Hungría, las proyecciones son a la baja frente al Reporte de marzo.

Mercados financieros

22. Las condiciones en los mercados financieros se mantuvieron estables hasta mediados de marzo. A dicha fecha, el índice de volatilidad implícita (VIX), que aproxima la aversión al riesgo, descendió a su nivel más bajo (11,3 puntos) desde febrero 2007. Sin embargo, desde entonces, los mercados financieros se han visto afectados por distintos eventos que incrementaron la aversión al riesgo.

En la última quincena de marzo, predominó la incertidumbre política en Italia y los eventos de Chipre. En abril, predominaron los temores de desaceleración del crecimiento mundial, particularmente de China, luego de la difusión del crecimiento del PBI del primer trimestre 2013. En mayo los mercados estuvieron afectados por las expectativas de un retiro –antes de lo previsto– del estímulo de la FED, y posteriormente, en las primeras semanas de junio, por temores de desaceleración del crecimiento mundial tras la difusión de indicadores negativos de actividad.



La mayor volatilidad de los mercados se ha visto ligeramente contrarrestada por eventos positivos en los últimos meses como el anuncio del estímulo del Banco de Japón (4 abril), el programa de Chipre con la UE/FMI y la formación del nuevo gobierno de coalición italiano (ambos a fines de abril), el recorte de la tasa de política del BCE (de la primera semana de mayo) y las expectativas de mayores estímulos (presentes durante todo mayo e inicios de junio), el relajamiento de las metas fiscales por parte de la Comisión Europea, y las precisiones dadas por el Banco de Japón (respecto a su estímulo monetario) con el fin de limitar la volatilidad de los mercados de deuda soberana japonesa.

23. Los **mercados de dinero** americanos y europeos no se vieron afectados por esta mayor volatilidad, y más bien han seguido mostrando una evolución estable (como la señalada en el Reporte de inflación previo). Ello es reflejo de la abundante liquidez internacional y las mejores condiciones de la banca, particularmente la europea.

Por el contrario, las condiciones de los mercados de renta fija se han visto considerablemente afectadas, particularmente las de los **bonos soberanos de las principales economías desarrolladas**. Las mayores expectativas del retiro del estímulo de la FED han generado liquidaciones de las posiciones en bonos de largo plazo, particularmente en la última semana de mayo, dados los temores de menores compras de títulos del Tesoro de la FED. Asimismo, en mayo, los mercados soberanos japoneses registraron una fuerte volatilidad, producto de la incertidumbre respecto al logro de la meta de inflación del Banco de Japón (BoJ) y de lograr una recuperación sostenible, llevando a una liquidación de bonos del mercado soberano de deuda japonés. El BoJ, tratando de corregir esta volatilidad, dio mayores precisiones sobre el programa de compra de activos. Cabe mencionar que esta evolución se ha revertido recientemente con los temores de desaceleración del crecimiento mundial, particularmente de China, EUA y la Eurozona, tras la difusión de indicadores de actividad negativos concentrados en la primera semana de junio.

En este contexto, los rendimientos de los títulos de 10 años del Tesoro de EUA, Alemania, Japón y Reino Unido se han elevado recientemente (particularmente en mayo). Por el contrario, las mejores condiciones en las economías de la periferia han implicado una reducción significativa de los *spreads* crediticios de varias economías de la Eurozona. Los avances en materia política (Italia), fiscal (Grecia) y recapitalización bancaria (España) han implicado una reducción de los rendimientos soberanos de estas economías. Cabe mencionar que desde fines de mayo, esta evolución se ha visto ligeramente afectada por las liquidaciones de bonos de las principales economías desarrolladas.





Cuadro 4											
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS											
	Fin de período							Var. en puntos básicos			
	Dic.08	Dic.09	Dic.10 (5)	Dic.11 (4)	Dic.12 (3)	Mar.13 (2)	Jun.13 (1)	Dic.10 (1)-(5)	Dic.11 (1)-(4)	Dic.12 (1)-(3)	Mar.13 (1)-(2)
CDS (Puntos básicos)											
EUA	67	38	42	49	38	38	27	-14	-22	-11	-11
Reino Unido	107	82	74	98	41	45	47	-27	-51	6	2
Alemania	46	26	59	102	42	37	27	-32	-75	-15	-10
Francia	54	32	108	220	93	83	71	-37	-149	-23	-13
España	101	114	350	380	300	302	252	-99	-129	-48	-50
Italia	157	109	240	484	289	306	260	20	-225	-29	-46
Grecia 1/	232	286	1 010	8 786	4 265	3 890	1 148	138	-7 639	-3 117	-2 742
Portugal	96	92	501	1 082	443	418	371	-130	-711	-72	-47
Irlanda	181	158	609	724	220	190	160	-449	-564	-60	-30
Rendimiento del bono del Tesoro de 10 años (%)											
EUA	2,21	3,84	3,29	1,87	1,76	1,85	2,13	-116	26	37	28
Reino Unido	3,02	4,02	3,40	1,98	1,83	1,77	2,06	-134	8	23	29
Alemania	2,95	3,39	2,96	1,83	1,32	1,29	1,51	-145	-32	20	23
Japón	1,17	1,30	1,13	0,99	0,79	0,55	0,82	-30	-16	3	27

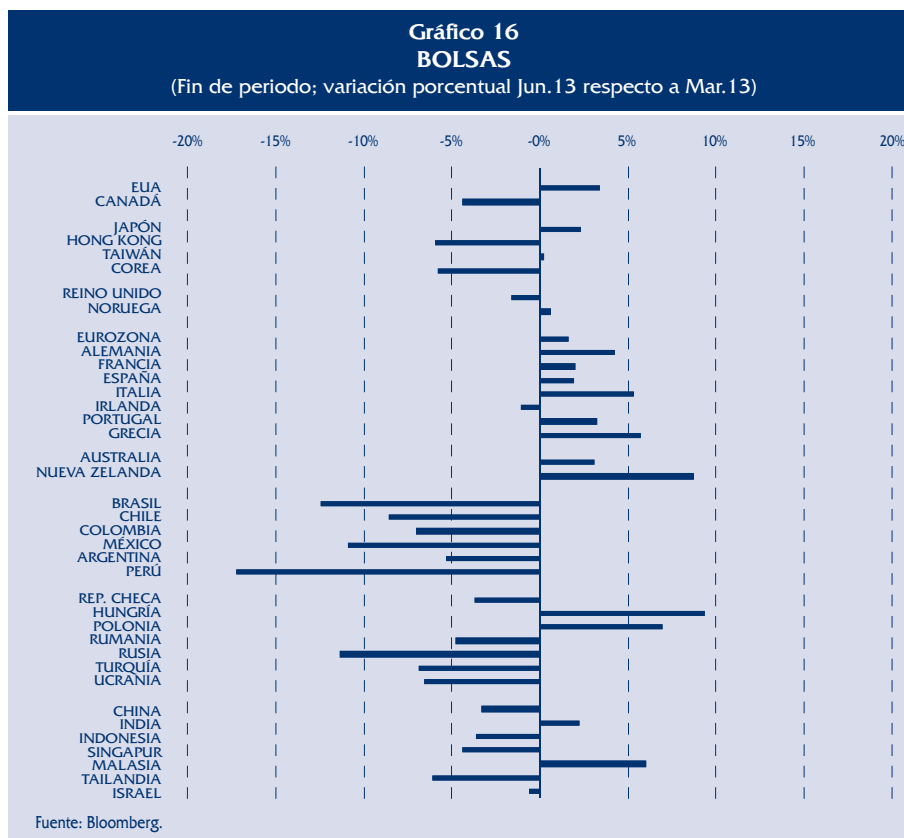
1/ En el caso griego, producto de la primera reestructuración de deuda griega el *spread* se redujo hasta un nivel de 5 730 puntos básicos, posteriormente, con la recompra de deuda griega de enero de 2013, el índice volvió a reducirse.
Fuente: Bloomberg.

En América Latina, los *spreads* CDS de la mayoría de países han aumentado desde el mes de marzo, reflejando principalmente la incertidumbre en torno a un retiro anticipado del estímulo monetario por parte de la FED y, posteriormente, las expectativas de menor crecimiento mundial tras la difusión de indicadores de actividad por debajo de lo esperado.

Cuadro 5											
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA											
	Fin de período							Var. en puntos básicos			
	Dic.08	Dic.09	Dic.10 (5)	Dic.11 (4)	Dic.12 (3)	Mar.13 (2)	Jun.13 (1)	Dic.10 (1)-(5)	Dic.11 (1)-(4)	Dic.12 (1)-(3)	Mar.13 (1)-(2)
CDS (Puntos básicos)											
Argentina	3 905	961	610	923	1 401	3 108	3 224	2 615	2 302	1 824	116
Brasil	299	123	111	161	108	137	151	40	-10	42	14
Chile	203	69	84	132	72	65	89	5	-43	17	25
Colombia	308	144	113	154	96	99	121	8	-33	25	22
México	292	134	113	153	97	97	116	3	-37	19	19
Perú	303	124	113	172	97	97	125	12	-46	28	28

Fuente: Bloomberg.

24. La recomposición del portafolio, desde activos de renta fija hacia el mercado de dinero y activos de renta variable, incidió en la evolución de las principales **plazas bursátiles**. En los mercados desarrollados, casi todas las bolsas acumularon ganancias entre marzo y junio, favorecidas además por mejores resultados corporativos.



Tipo de cambio

25. Respecto a los **tipos de cambio**, frente al cierre de marzo, el dólar se mantuvo prácticamente estable respecto a una canasta de monedas. Esta evolución refleja, por un lado, la depreciación del dólar frente a algunas monedas fuertes (como el euro) y, por otro lado, la apreciación frente a monedas de las economías emergentes.

Respecto al euro, el dólar se ha depreciado 4,1 por ciento, ante los avances alcanzados por las economías de la Eurozona en materia fiscal (luego que la Comisión Europea relajara las metas fiscales a varios países de la región) y en la recapitalización bancaria. Por el contrario, se mantuvo relativamente estable frente al yen, aunque en el año acumula una apreciación de 8,5 por ciento como consecuencia de los anuncios de estímulos por parte del BoJ.

En los tres últimos meses, la mayoría de las **monedas de Latinoamérica** se ha depreciado, en un contexto de caída de precios de *commodities*, un menor dinamismo





de las exportaciones, así como expectativas de un retiro anticipado del programa de estímulo de la FED (segunda quincena de mayo) y un deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial (primeras semanas de junio). En el caso puntual de Brasil, la persistentes altas tasas de inflación generaron presiones depreciatorias adicionales del real; mientras que en Chile, el peso chileno se debilitó ante la caída del precio del cobre.



Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO

	Dic.08	Dic.09	Dic.10 (5)	Dic.11 (4)	Dic.12 (3)	Mar.13 (2)	Jun.13 (1)	Var.% Jun.13 respecto a:			
								Dic.10 (1)/(5)	Dic.11 (1)/(4)	Dic.12 (1)/(3)	Mar.13 (1)/(2)
Canadá	1,22	1,05	1,00	1,02	0,99	1,02	1,02	2,0	-0,3	2,5	0,0
Japón	90,60	92,90	81,15	76,94	86,74	94,19	94,07	15,9	22,3	8,5	-0,1
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,46	1,62	1,56	1,55	1,63	1,52	1,57	0,6	1,1	-3,4	3,3
Eurozona (US\$/u.m.)	1,40	1,43	1,34	1,30	1,32	1,28	1,33	-0,3	3,1	1,2	4,1
Suiza	1,07	1,04	0,93	0,94	0,92	0,95	0,92	-1,4	-1,8	0,6	-3,0
Brasil	2,31	1,74	1,66	1,86	2,05	2,02	2,15	29,7	15,5	5,1	6,3
Chile	636	507	468	519	478	471	492	5,2	-5,2	2,9	4,4
Colombia	2 246	2 040	1 915	1 936	1 766	1 899	1 881	-1,8	-2,8	6,5	-0,9
México	13,65	13,06	12,36	13,95	12,86	12,31	12,70	2,8	-8,9	-1,3	3,2
Argentina	3,454	3,799	3,979	4,302	4,915	5,120	5,330	34,0	23,9	8,4	4,1
Perú	3,136	2,890	2,808	2,697	2,552	2,591	2,724	-3,0	1,0	6,7	5,1
Hungría	188,3	188,0	208,2	243,3	220,2	236,9	217,75	4,6	-10,5	-1,1	-8,1
Polonia	2,96	2,86	2,96	3,44	3,08	3,2	3,25	9,9	-5,6	5,3	2,4
Rusia	30,53	30,31	30,57	32,19	30,55	31,07	31,72	3,8	-1,5	3,8	2,1
Turquía	1,54	1,50	1,54	1,88	1,78	1,81	1,86	20,8	-1,4	4,4	2,7
China	6,82	6,83	6,59	6,29	6,23	6,21	6,13	-7,0	-2,6	-1,6	-1,3
India	48,58	46,40	44,70	53,01	54,99	54,28	57,49	28,6	8,5	4,5	5,9
Israel	3,78	3,79	3,52	3,81	3,73	3,25	3,25	-7,8	-14,7	-12,8	-0,2
Canasta de la FED	107,40	101,60	99,17	100,64	99,21	100,58	100,49	1,3	-0,2	1,3	-0,1

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Decisiones de tasas de interés

26. En los últimos meses, la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés, continuando con la tendencia reseñada en anteriores reportes de inflación. De una muestra de 31 bancos centrales, diez de ellos –Turquía, Serbia, Hungría, Corea, Tailandia, Australia, Polonia, Israel, India y la Eurozona– disminuyeron su tasa de interés entre los meses de abril y junio.

Cuadro 7 TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA							
	Dic. 11	Dic. 12	Mar.13	Jun.13	Variación (pbs.) acumulada		
					Mar.13	Dic.12	Dic.11
Turquía	5,75	5,50	5,50	4,50	-100	-100	-125
Serbia	9,75	11,25	11,75	11,00	-75	-25	125
Hungría	7,00	5,75	5,00	4,50	-50	-125	-250
Polonia	4,50	4,25	3,25	2,75	-50	-150	-175
Israel	2,75	2,00	1,75	1,25	-50	-75	-150
Corea del Sur	3,25	2,75	2,75	2,50	-25	-25	-75
Banco Central Europeo	1,00	0,75	0,75	0,50	-25	-25	-50
Tailandia	3,50	2,75	2,75	2,50	-25	-25	-100
Australia	4,25	3,00	3,00	2,75	-25	-25	-150
India	8,50	8,00	7,50	7,25	-25	-75	-125
Chile	5,25	5,00	5,00	5,00	0	0	-25
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0
México	4,50	4,50	4,00	4,00	0	-50	-50
Filipinas	4,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-100
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	0
Uruguay	8,75	9,25	9,25	9,25	0	0	50
Sudáfrica	5,50	5,00	5,00	5,00	0	0	-50
Pakistán	12,00	9,50	9,50	9,50	0	0	-250
Perú	4,25	4,25	4,25	4,25	0	0	0
Suiza	0,25	0,25	0,00	0,00	0	-25	-25
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	0
China	6,56	6,00	6,00	6,00	0	0	-56
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	0
Islandia	4,75	6,00	6,00	6,00	0	0	125
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0	0
Noruega	1,75	1,50	1,50	1,50	0	0	-25
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	0
Suecia	1,75	1,00	1,00	1,00	0	0	-75
Colombia	4,75	4,25	3,25	3,25	0	-100	-150
Indonesia	6,00	5,75	5,75	6,00	25	25	0
Brasil	11,00	7,25	7,25	8,00	75	75	-300

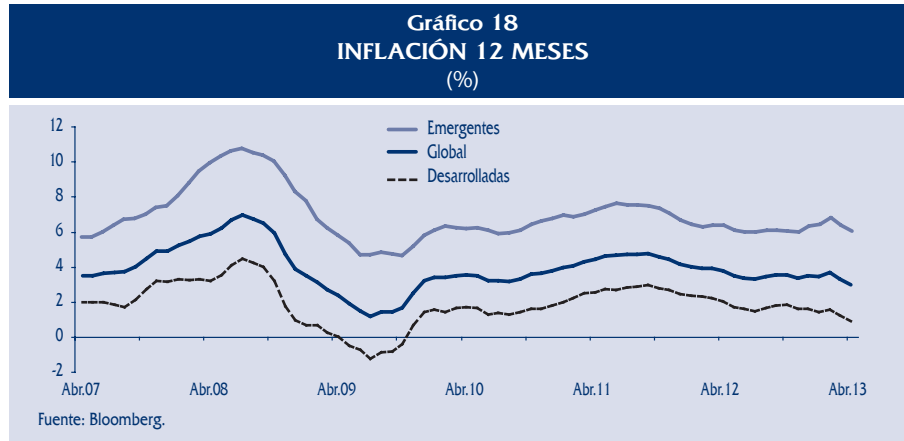
Fuente: Bloomberg y Reuters.

Estos desarrollos se dan en un contexto de bajas presiones inflacionarias en la mayoría de economías desarrolladas, lo que facilita el mantenimiento de los





estímulos monetarios. Este comportamiento difiere de lo observado en Brasil, donde las presiones inflacionarias llevaron al banco central a elevar la tasa en 75 pbs desde marzo.

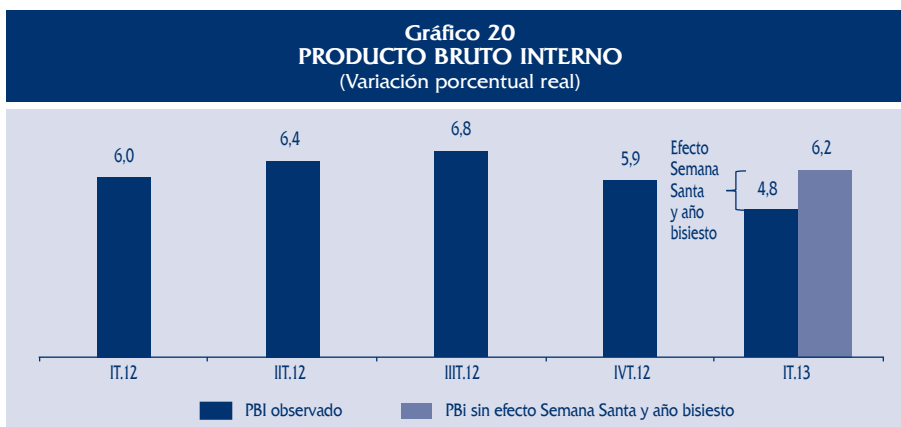


II. Actividad económica

27. El crecimiento de la economía continuó alrededor de su nivel potencial. Si bien el **PBI** creció 4,8 por ciento en el primer trimestre de 2013 con respecto al mismo periodo de 2012, esta menor tasa puede atribuirse a factores estacionales y transitorios de oferta de algunos sectores productivos. Por componentes, se observa que la presión a la baja en la tasa de crecimiento provino de sectores primarios como pesca, procesadores de recursos primarios y minería e hidrocarburos; en tanto que todos los sectores no primarios, con excepción de la manufactura, registraron tasas de incremento entre 4,8 y 11,9 por ciento. La tasa de crecimiento casi nula de la manufactura no primaria (0,2 por ciento) está principalmente asociada a la caída en algunos rubros de exportaciones no tradicionales como textiles y químicos.



Respecto a los factores estacionales, la menor tasa de crecimiento del primer trimestre puede atribuirse a que el año 2012 fue bisiesto y a que los feriados de Semana Santa de este año se dieron en marzo, en contraste con el año pasado que se dieron en abril. Descontando ambos efectos, se estima que la tasa de crecimiento del primer trimestre resultaría en 6,2 por ciento.

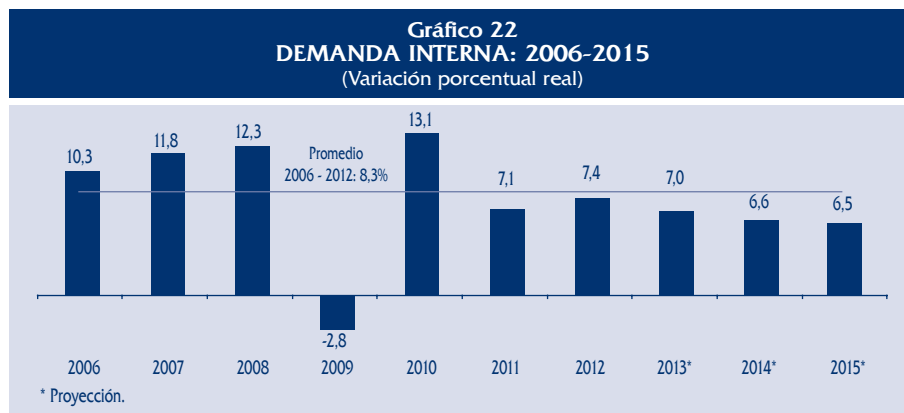
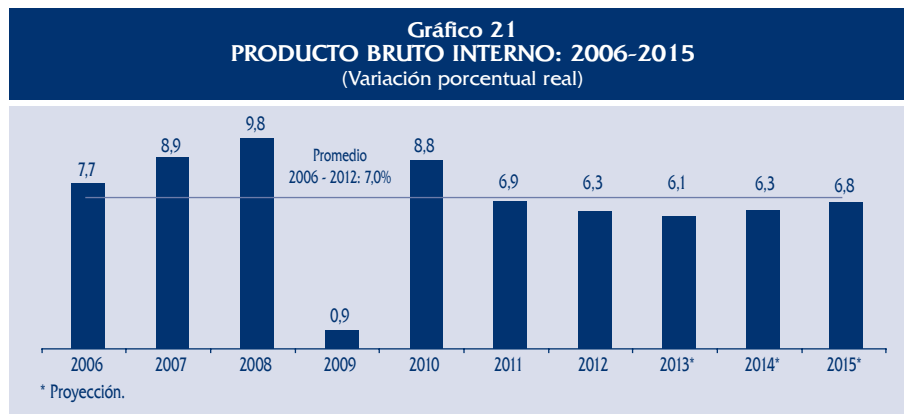




La composición del crecimiento por el lado del gasto continuó basándose en el dinamismo de la demanda interna con una tasa por encima de 8 por ciento mientras que las exportaciones netas continuaron disminuyendo (10 por ciento de caída de las exportaciones en el primer trimestre).

28. La tasa de crecimiento proyectada para el PBI en el año **2013** se ha reducido en 0,2 puntos porcentuales, de 6,3 por ciento en el Reporte de marzo a 6,1 por ciento en el presente Reporte. Esta revisión toma en cuenta el menor crecimiento previsto de las exportaciones (1,6 por ciento versus 5,1 por ciento en el Reporte previo), dada la caída observada en el primer trimestre y el menor crecimiento mundial proyectado para el año.

Para el año **2014**, el escenario central de proyección continúa considerando una tasa de crecimiento del PBI (6,3 por ciento) en torno a su nivel potencial. Por su parte, para el año **2015** se prevé una tasa de crecimiento más alta (6,8 por ciento), que contempla la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.



Proyecciones de los componentes del gasto

29. La **demanda interna** creció 8,3 por ciento en el primer trimestre de 2013, por encima del crecimiento del PBI. Por un lado se observó un impulso importante del gasto público, el cual creció 12,6 por ciento (11,4 por ciento el consumo público y 15,0 por ciento la inversión pública). De otro lado se observó una moderación en el crecimiento del consumo privado y la inversión privada. En el primer caso, se pasó de una tasa de crecimiento de 5,8 por ciento en los tres trimestres previos a una tasa de 5,5 por ciento. En el caso de la inversión privada, se mantuvo la evolución decreciente observada desde el tercer trimestre de 2012, pasando la tasa de incremento de 16,0 por ciento a 7,4 por ciento en dicho lapso.
30. Para el año 2013 la previsión de crecimiento de la demanda interna se ha incrementado de 6,8 a 7,0 por ciento, ante una mayor previsión de gasto público, principalmente de consumo (11,8 por ciento versus 10,1 por ciento en el Reporte anterior). Se mantiene la perspectiva de una moderación del crecimiento de la demanda interna en los siguientes 2 años y una recuperación de las exportaciones a partir del segundo semestre del año.

En efecto se espera que la demanda interna crezca en el 2014 (6,6 por ciento) a una tasa mayor que la del PBI (6,3 por ciento). Para el año 2015 la brecha del crecimiento del PBI y la demanda interna se invertiría puesto que el mayor crecimiento del primero obedecería a condiciones de oferta (entrada en operación de proyectos, principalmente mineros), mientras que la demanda interna se moderaría hacia un nivel más sostenible (6,5 por ciento).

Cuadro 8
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
1. Demanda interna	4,7	7,4	8,3	6,8	7,0	6,6	6,6	6,5
a. Consumo privado	6,0	5,8	5,5	5,7	5,5	5,7	5,5	5,5
b. Consumo público	-0,8	10,5	11,4	10,1	11,8	6,6	4,0	4,2
c. Inversión privada	13,2	13,6	7,4	8,8	8,8	8,2	8,2	7,9
d. Inversión pública	39,4	20,8	15,0	15,0	13,2	11,4	17,0	14,6
2. Exportaciones	19,4	4,8	-9,7	5,1	1,6	7,9	8,5	11,7
3. Importaciones	10,2	10,4	8,4	7,8	7,0	8,9	8,9	8,9
4. Producto bruto interno	6,0	6,3	4,8	6,3	6,1	6,3	6,3	6,8
Nota:								
Gasto público	9,7	14,0	12,6	11,9	12,3	8,3	8,7	8,3

RI: Reporte de Inflación.

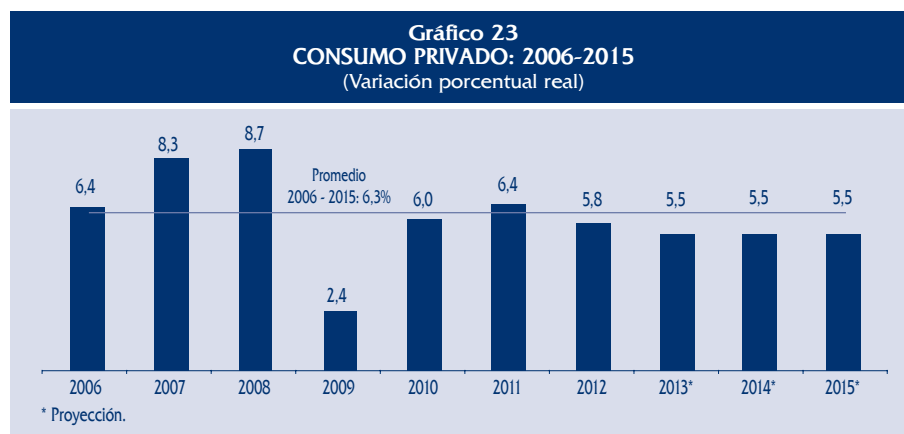
* Proyección.





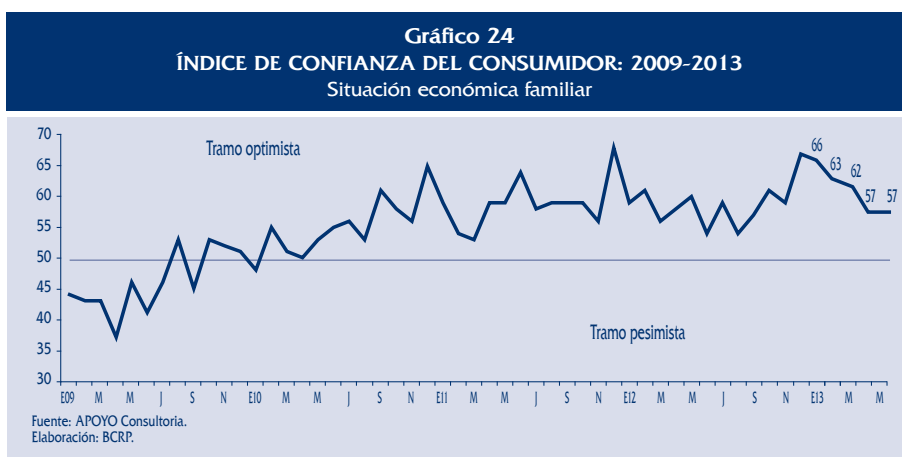
Cuadro 9 DEMANDA INTERNA Y PBI (Contribuciones a la variación porcentual real)								
	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
1. Demanda interna	4,9	7,7	8,6	7,2	7,4	7,0	7,0	6,9
a. Consumo privado	4,1	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6
b. Consumo público	-0,1	1,0	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,4
c. Inversión privada	3,1	3,0	1,8	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
d. Inversión pública	1,2	1,0	0,6	0,8	0,7	0,7	1,0	0,9
e. Variación de existencias 1/	-2,0	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1
2. Exportaciones	3,3	0,9	-1,9	0,9	0,3	1,4	1,4	2,0
3. Importaciones	2,2	2,3	1,9	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1
4. Producto bruto interno	6,0	6,3	4,8	6,3	6,1	6,3	6,3	6,8
Nota:								
Gasto público	1,2	2,0	1,6	1,8	1,9	1,3	1,4	1,4
1/ Porcentaje del PBI. RI: Reporte de Inflación. * Proyección.								

31. El **consumo privado** creció 5,5 por ciento en el primer trimestre, tasa inferior a la del trimestre anterior (5,8 por ciento). Diversos indicadores muestran un comportamiento más moderado del crecimiento del consumo en el primer trimestre. Por ejemplo, la venta de vehículos familiares nuevos creció 14,1 por ciento (versus 38,4 por ciento en el cuarto trimestre) y los créditos de consumo se expandieron 13,7 por ciento (versus 15,4 por ciento en el trimestre previo).

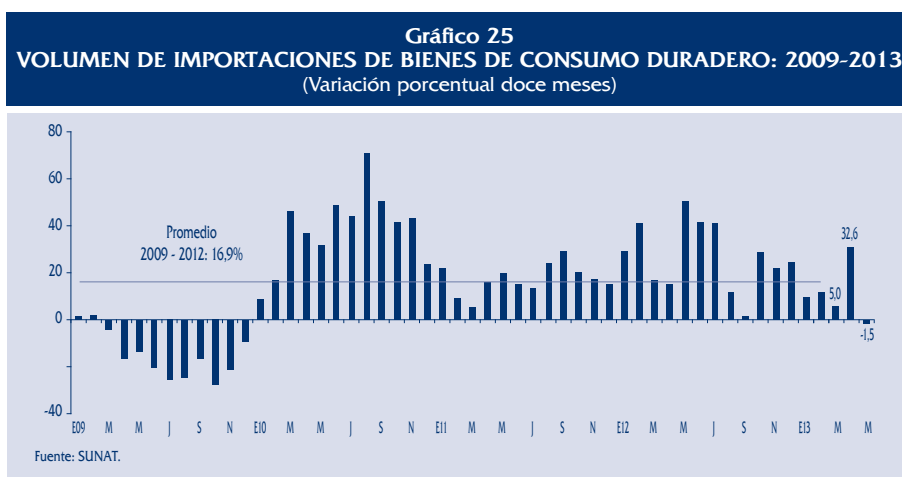


A continuación se muestran otros indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor sigue ubicándose en el tramo optimista. Este indicador mantuvo en el primer trimestre un nivel promedio de 64 puntos, superior al registrado en el cuarto trimestre del año 2012 (62 puntos). Sin embargo, este indicador ha mostrado un ligero deterioro durante los primeros meses del presente año, ubicándose en mayo en 57 puntos.

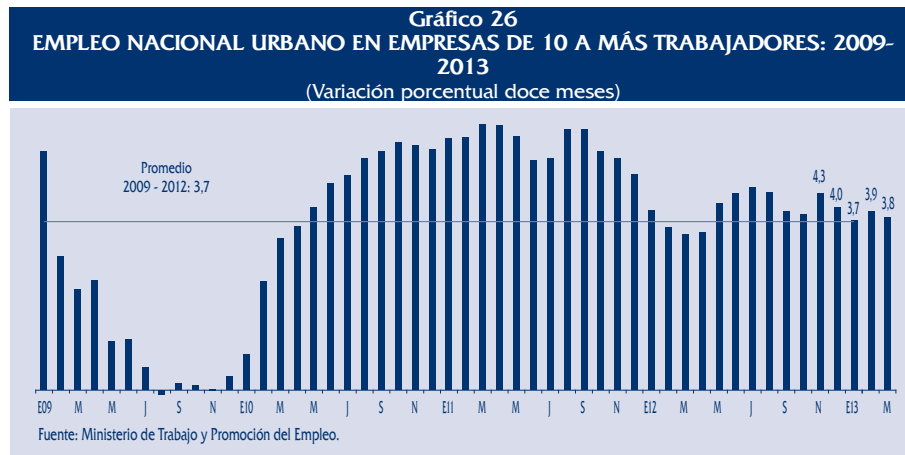


- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero creció 11 por ciento en el período enero-mayo, tasa menor al ritmo de crecimiento anual de los últimos 4 años.



- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores fue de 3,8 por ciento en el primer trimestre de 2013, ligeramente mayor al promedio 2009-2012, aunque moderándose respecto a las tasas de expansión observadas en 2011 y 2012.





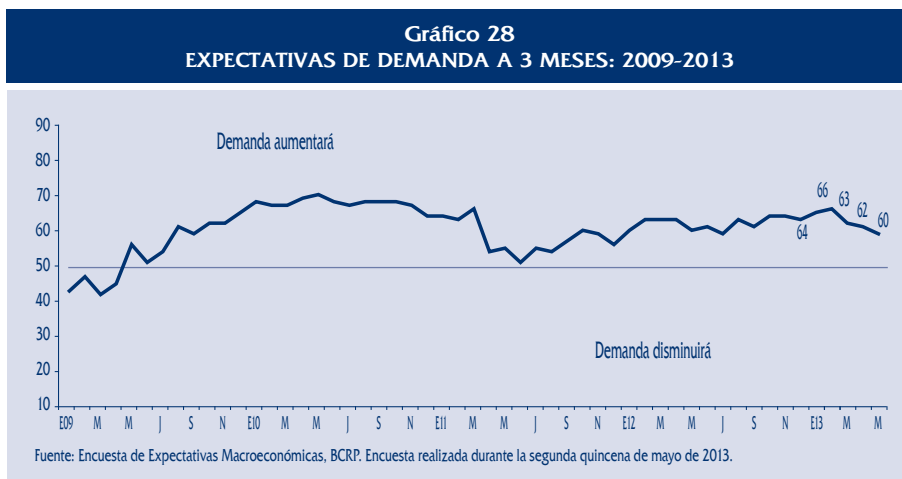
- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, se ha moderado con respecto a las tasas observadas durante el año 2012.



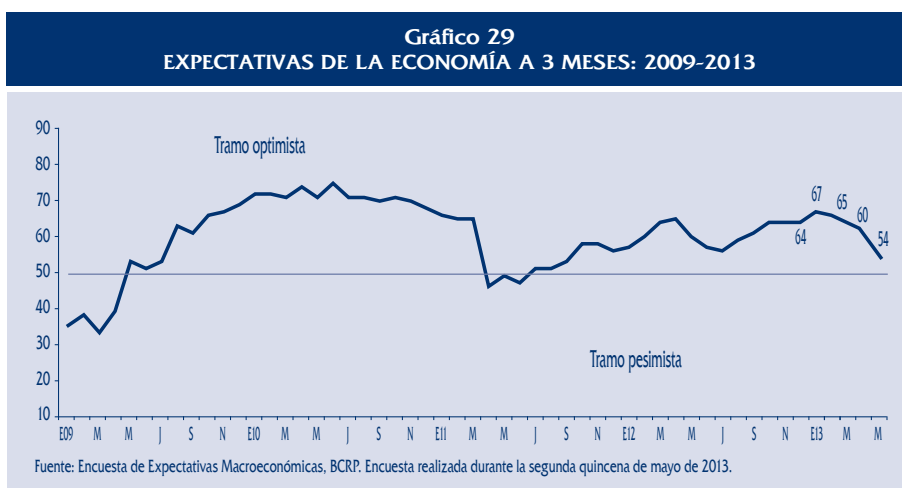
Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2013 se ha revisado de 5,7 por ciento a 5,5 por ciento. Para los años siguientes se espera un crecimiento similar.

32. La **inversión privada** creció 7,4 por ciento en el primer trimestre. A pesar de registrarse una tasa de crecimiento inferior a la del trimestre previo (11,8 por ciento), el desempeño de este indicador continúa con una dinámica superior a la del PBI. Con ello, la inversión privada como porcentaje del PBI mantiene una tendencia creciente desde el año 2010. Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 60 puntos en mayo, pero con un valor inferior a los registrados durante los primeros meses del año.



- b. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses se mantienen también en el tramo optimista, alcanzando los 54 puntos en mayo, pero con un valor inferior a los registrados durante los primeros meses del año.



- c. Los agentes económicos mantienen sus expectativas de crecimiento del PBI en 6,0 por ciento para el año 2013. El crecimiento esperado para el año 2014 se ubica en el rango de 6,0 a 6,1 por ciento mientras que para el 2015 la tasa esperada es de 6,0 por ciento.





Cuadro 10
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Puntos porcentuales)

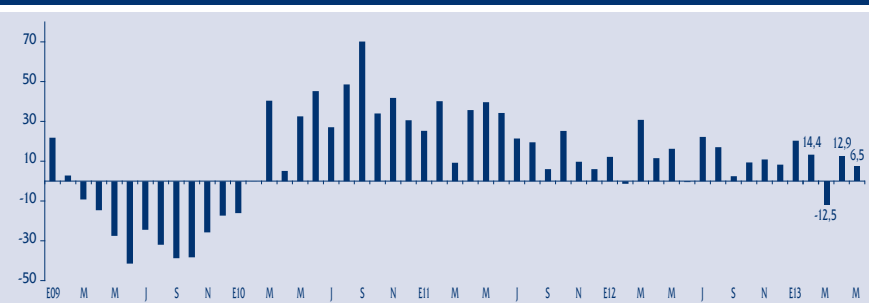
	Expectativas del:		
	RI Dic.12	RI Mar.13	RI Jun.13*
Sistema Financiero			
2013	6,0	6,3	6,0
2014	6,0	6,1	6,0
2015	--	--	6,0
Analistas Económicos			
2013	6,0	6,3	6,0
2014	6,0	6,5	6,1
2015	--	--	6,0
Empresas No Financieras			
2013	6,0	6,1	6,0
2014	6,0	6,0	6,0
2015	--	--	6,0

RI: Reporte de Inflación.

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de mayo de 2013.

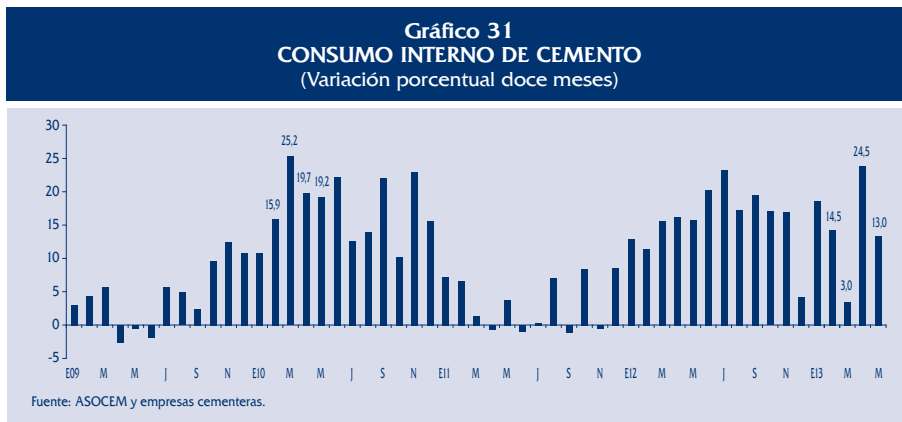
- d. El crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión fue 8,1 por ciento en el período enero-mayo, tasa menor a la registrada el año pasado (11,3 por ciento).

Gráfico 30
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL: 2009-2013
(Variación porcentual doce meses)

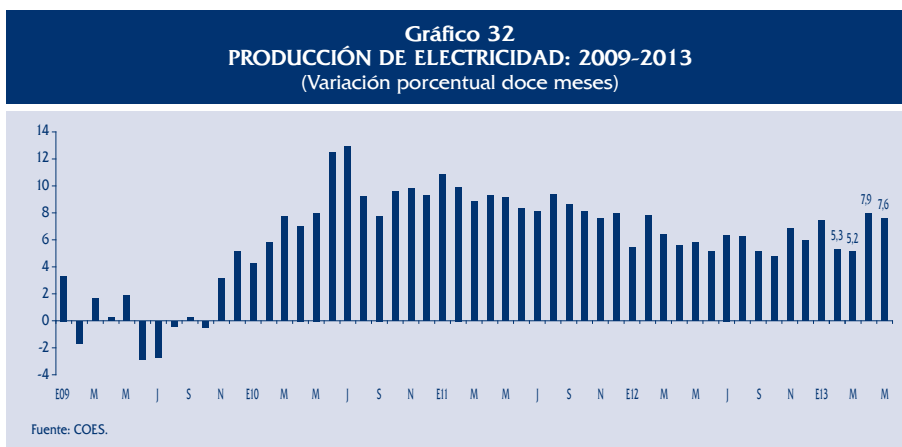


Fuente: SUNAT.

- e. El consumo interno de cemento continuó creciendo a una tasa de dos dígitos en el período enero-mayo (14,5 por ciento), tasa inferior a la registrada el año pasado.



- f. La producción de electricidad continúa mostrando dinamismo, con una tasa promedio de 6,7 por ciento en el período enero-mayo, frente al 5,9 por ciento registrado durante el año 2012.



33. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2013-2015 alcanzan US\$ 42,0 mil millones.

Cuadro 11
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

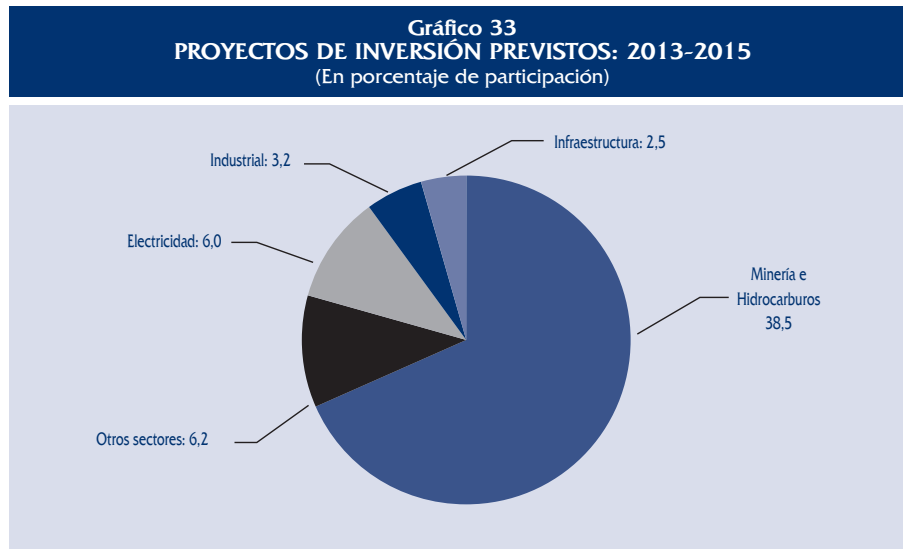
	2013 - 2015
Minería	20 346
Hidrocarburos	6 182
Electricidad	4 804
Industrial	2 347
Infraestructura	2 186
Otros sectores	6 116
Total	41 981

Fuente: Informes en diarios y medios especializados.





Los sectores minería e hidrocarburos participan con el 38,5 por ciento del total de anuncios para el período 2013-2015. Proyectos como Las Bambas, Toromocho, Constancia y la ampliación de Marcona se encuentran en desarrollo, lo que significaría a la puesta en operación inversiones totales por más de US\$ 11 mil millones. Con la contribución de los tres primeros proyectos mencionados, se tendría un incremento de casi 80 por ciento en la producción de cobre entre 2012 y 2015. A estos proyectos se unirían Cerro Verde, que obtuvo en marzo último los permisos necesarios para poder iniciar sus obras de expansión y Quellaveco, que se encuentra a la espera de la aprobación de la matriz de la empresa inversionista. Cabe señalar, que se estarían revaluando la definición de otros proyectos ante la caída de los precios de los metales, y los altos costos asociados a los mayores gastos exploratorios, retrasos en los permisos y escasez de mano de obra calificada. Se asume en el escenario base que estos proyectos recién se iniciarían hacia fines del horizonte de proyección.



Los sectores ligados a la construcción como el inmobiliario, hotelero y de salud, continúan realizando importantes anuncios de ejecución de nuevos proyectos y ampliación y remodelación de proyectos ya existentes, tanto en Lima como en provincias. Esto significa para el período 2013-2015 inversiones de alrededor de US\$ 2,6 mil millones. Por su parte, los principales operadores de centros comerciales, tiendas por departamento y de mejoramiento para el hogar invertirán más de US\$ 1,5 mil millones.

Cuadro 12
ANUNCIOS DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2013-2015

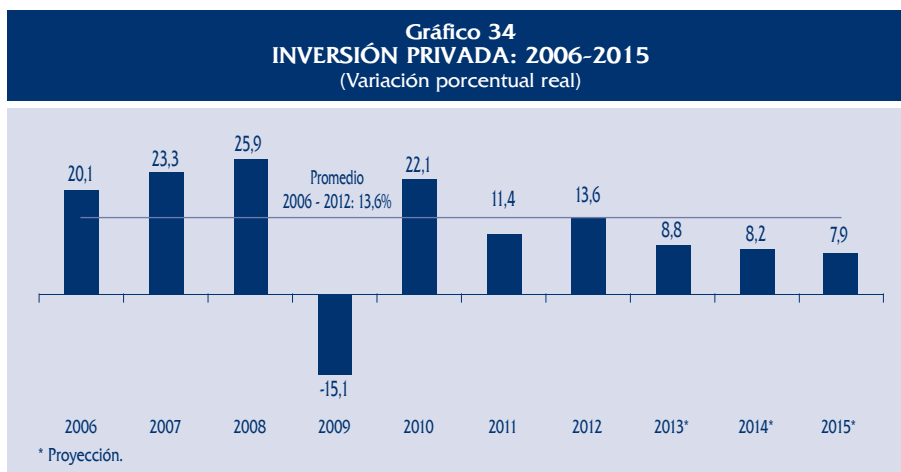
SECTOR	EMPRESA	NOMBRE DE PROYECTO
Minería	Xstrata Copper	Las Bambas
	Freeport-Macmoran Copper	Ampliación: Cerro Verde
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	Antares Minerals Inc.	Haquira
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company	El Galeno
	Aluminium Corp of China Ltd.	Toromocho
	Norsemont Mining Inc., HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Cumbres Andinas, Korea Resources Corp.	Mina Justa
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
	Grupo Milpo	Ampliación: Cerro Lindo y El Porvenir
	Hochschild Mining International Minerals Corporation	Inmaculada
	Grupo Milpo	Pukaqaqa
	Grupo Milpo	Hilarión
	Southern Perú Copper Corp	Cujajone: ampliación
	Río Alto Mining Ltd.	La Arena
	Minera Gold Corp.	Ampliación: Lagunas Norte
Shougang Corporation	Marcona: Ampliación	
Grupo Buenaventura	Ampliación: Colquijirca	
Volcan Compañía Minera S.A.A.	Alpamarca - Río Pallanga	
Minera IRL Limited	Ollachea	
Hidrocarburos	Savia Perú S.A. (ex Petro-Tech Peruana S.A.)	Lote Z-2B : Perforación, Exploración y Otras Inversiones
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación Planta Pisco y Malvinas
	Perenco	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Pacific Rubiales Energy	Desarrollo de lotes: Z1-135 - 137 - 116 - 138
	Transportadora de Gas del Perú S.A. (TgP)	Ampliación Capacidad de transporte de Gas
	Cáldida Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Petrobras	Lote 58 y Lote X
Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56	
SK Energy	Exploración Lote Z 46	
Electricidad	Odebrecht S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Inkia Energy Quimpac S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
	Energía Azul S.R.L.	Central Hidroeléctrica Santa María
	Norwind	Parque Eólico Cerro Chocan
	Inevarante	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará
	SN Power Perú S.A.	Central Hidroeléctrica Cheves
GDF Suez	Central Hidroeléctrica Quitaracsá I	
Industrial	Siderperú	Modernización de Planta
	SAB Miller	Plan de Inversión 2012-2014
	Grupo de Pilkington Limited	Planta para la fabricación de vidrio flotado (float).
	Corporación JR Lindley	Ampliación y Nuevas plantas
	Grupo Celepsa	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
Grupo Hochschild	Nueva Planta Cementera en Piura	
Infraestructura	OAS S.R.L.	Vía Parque Rimac
	APM Terminal, Callao Port Holding y Central Portuaria	Modernización del Muelle Norte
	Covisol	Autopista del Sol : Trujillo - Sullana
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4 : Pativilca - Puerto Salaverry
	Odebrecht	Vías Nuevas de Lima
Consorcio Transportadora Callao	Muelle de Minerales	
Otros sectores	Grupo Falabella	Mall Aventura Plaza: nuevos centros comerciales
	Graña y Montero	Proyectos de vivienda
	Holding Banmédica, Grupo Roe	Complejo Hospitalario Clínica San Felipe
	Besalco S.A.	Viviendas
	Inmobiliari S.A	Residencias, Centro Comercial y Oficinas en Surco
Telefónica	Fibra óptica de los Andes y expansión	

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

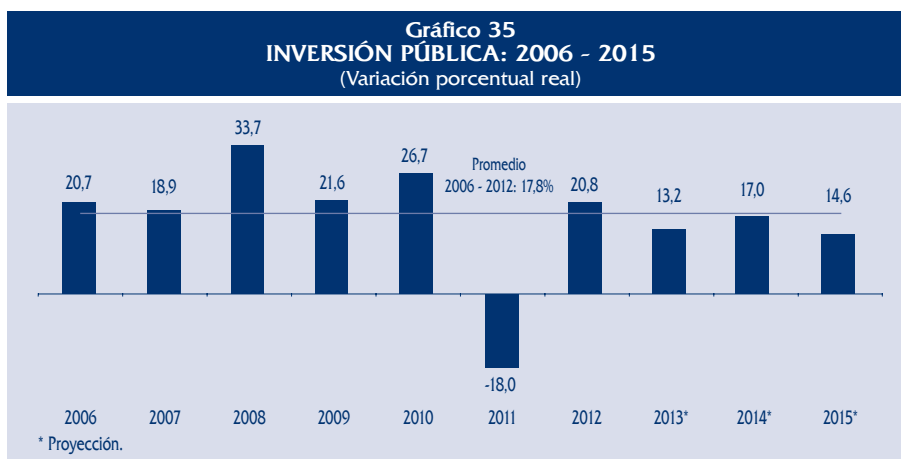




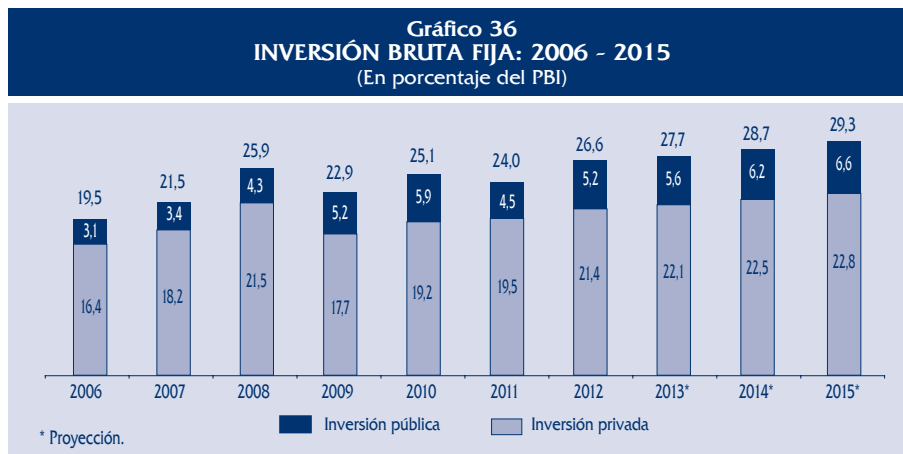
34. En base a la evolución de la cartera vigente de proyectos de inversión, la proyección de crecimiento de la inversión privada para 2013 se mantiene en 8,8 por ciento con respecto al Reporte anterior. Del mismo, se mantiene la previsión de incremento de la inversión privada para 2014 en 8,2 por ciento. Para 2015 se contempla una tasa de crecimiento de esta variable de 7,9 por ciento. De este modo, el ratio de inversión privada con respecto al PBI pasaría de 21,4 por ciento en 2012 a 22,8 por ciento en 2015.



35. La **inversión pública** del primer trimestre aumentó 15,0 por ciento respecto a similar periodo de 2012. Este aumento se registró principalmente en las inversiones del gobierno nacional (49,1 por ciento) y de las empresas estatales (32,6 por ciento). En el caso del gobierno nacional las inversiones más importantes estuvieron asociadas a rehabilitación y mejoramiento de carreteras y al Tren Eléctrico de Lima y Callao. Para el período 2013-2015 se contempla una trayectoria de la inversión pública consistente con el último Marco Macroeconómico Multianual 2014-2016, lo que implica una revisión a la baja de la tasa de crecimiento en el 2013 y al alza en 2014, con respecto a lo previsto en el Reporte de marzo. Con estas tasas de incremento, la inversión pasaría de ubicarse en 5,2 por ciento del PBI en 2012 a 6,6 por ciento en 2015.



36. Considerando la evolución de la inversión privada y la inversión pública, el coeficiente de inversión bruta fija a PBI superaría 29 por ciento en el año 2015.



37. En la proyección se considera que el incremento del coeficiente de inversión a PBI sería financiado principalmente mediante el aumento del ahorro interno, el cual continuaría con su tendencia creciente observada en los últimos años. El ahorro interno pasaría de 23,0 por ciento del producto en 2012 a 25,1 por ciento en 2015 en línea con el crecimiento del ingreso.

Cuadro 13
BRECHAS AHORRO-INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
1. Inversión bruta fija	27,9	26,6	29,5	27,5	27,7	28,2	28,7	29,3
a. Privada	24,1	21,4	25,2	21,7	22,1	22,0	22,5	22,8
b. Pública	3,8	5,2	4,3	5,7	5,6	5,9	6,2	6,6
2. Ahorro interno neto 1/	26,5	23,0	24,3	23,5	23,3	24,3	24,0	25,1
3. Ahorro externo	1,4	3,6	5,2	4,0	4,4	3,9	4,6	4,3

1/ Excluye variación de existencias.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

38. Las **exportaciones** de bienes y servicios registraron en el primer trimestre una caída de 9,7 por ciento, que reflejó los menores envíos al exterior de productos tradicionales, principalmente oro, cobre y harina de pescado. Asimismo, se observó una reducción en las exportaciones de algunos productos no tradicionales como textiles y químicos, principalmente orientados a América Latina.

Para el año 2013 se prevé un crecimiento de 1,6 por ciento de las exportaciones, inferior al previsto en el Reporte previo (5,1 por ciento). Tal como el Reporte de





marzo, el presente Reporte considera una trayectoria de recuperación del crecimiento de las exportaciones en 2014 y 2015, sobre todo en este último año, principalmente por la entrada en operación de proyectos mineros de cobre, como Toromocho, Las Bambas y Constancia. Así, para 2014 y 2015 se esperan tasas de crecimiento de 8,5 y 11,7 por ciento, respectivamente.



39. Las **importaciones** de bienes y servicios crecieron 8,4 por ciento en el primer trimestre por mayores importaciones de insumos y de servicios no financieros. En el horizonte de proyección se espera que las importaciones crezcan a tasas menores a las registradas en los años previos en línea con la moderación en el crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, para los años 2014 y 2015 se proyecta una tasa de 8,9 por ciento para ambos años, mayor a la prevista en 2013 (7,0 por ciento), tomando en consideración la mayor tasa de crecimiento del PBI esperada para esos años.



PBI por sectores productivos

40. El PBI registró un crecimiento de 4,8 por ciento en el primer trimestre de 2013, que se puede descomponer en un incremento del PBI primario en 2,2 por ciento y del PBI no primario en 5,2 por ciento. El primer resultado obedece al hecho de que los incrementos de 6,6 por ciento en el sector agropecuario y de 8,1 por ciento en hidrocarburos fueron parcialmente compensados por caídas en pesca (-4,5 por ciento), minería metálica (-2,8 por ciento) y procesadores de recursos primarios (-2,6 por ciento). En el caso del PBI no primario, el alto crecimiento del sector construcción (11,9 por ciento) fue parcialmente compensado por menores tasas de crecimiento en otros sectores no primarios, destacando la manufactura no primaria con una tasa de incremento de solo 0,2 por ciento.

Cuadro 14
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
Agropecuario	2,5	5,1	6,6	3,5	3,3	4,2	4,2	4,2
Pesca	-10,6	-11,8	-4,5	1,1	1,1	3,3	3,3	3,3
Minería e hidrocarburos	3,3	2,2	-0,8	5,0	3,3	12,7	14,1	16,2
Minería metálica	3,2	2,1	-2,8	3,9	2,0	12,3	13,5	16,3
Hidrocarburos	3,7	2,3	8,1	9,6	9,0	14,4	16,7	15,8
Manufactura	-0,7	1,3	-0,2	5,0	3,4	5,7	5,0	5,6
Recursos primarios	-3,2	-6,5	-2,6	3,6	3,0	3,7	3,5	3,3
Manufactura no primaria	-0,3	2,8	0,2	5,2	3,4	6,0	5,2	6,0
Electricidad y agua	6,3	5,2	4,8	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1
Construcción	12,5	15,2	11,9	10,5	11,6	8,2	8,2	8,0
Comercio	7,9	6,7	5,0	6,4	6,4	6,0	6,0	6,4
Otros servicios	7,7	7,3	5,6	6,6	6,6	6,1	6,2	6,6
PRODUCTO BRUTO INTERNO	6,0	6,3	4,8	6,3	6,1	6,3	6,3	6,8
Nota:								
PBI primario	1,4	1,7	2,2	4,0	3,4	6,8	7,0	8,1
PBI no primario	6,9	7,1	5,2	6,7	6,5	6,2	6,2	6,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

41. Para el año 2013, en comparación con el Reporte de Inflación anterior, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del **PBI primario** de 4,0 a 3,4 por ciento, lo que está asociado principalmente a una menor tasa de incremento esperada en minería metálica. Para los siguientes años, el PBI primario crecería a tasas más altas, previsión en línea con las mayores tasas de crecimiento previstas en minería por la entrada en operación de nuevos proyectos.

Se espera que en el año 2013, el **sector agropecuario** alcance un crecimiento de 3,3 por ciento, tasa ligeramente inferior a la proyectada en el Reporte de Inflación





de marzo tomando en consideración la menor producción de productos de agroexportación como el espárrago y café. Este último cultivo ha estado afectado por la plaga de la roya, además de una menor demanda de Colombia por mejores condiciones de cosecha en dicho país.

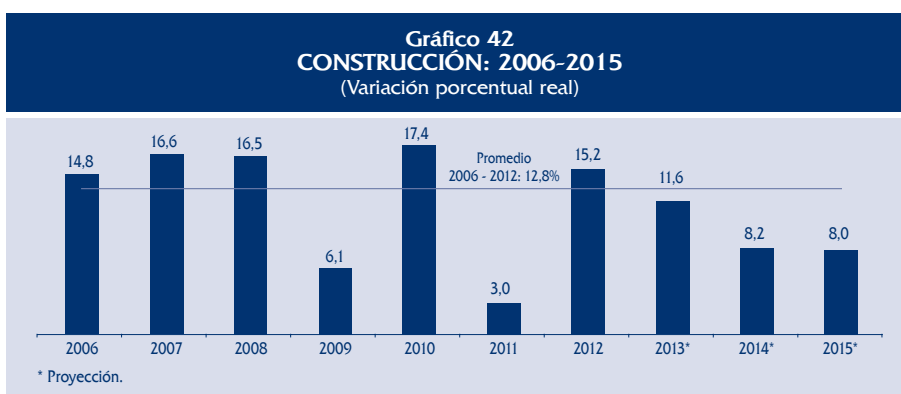
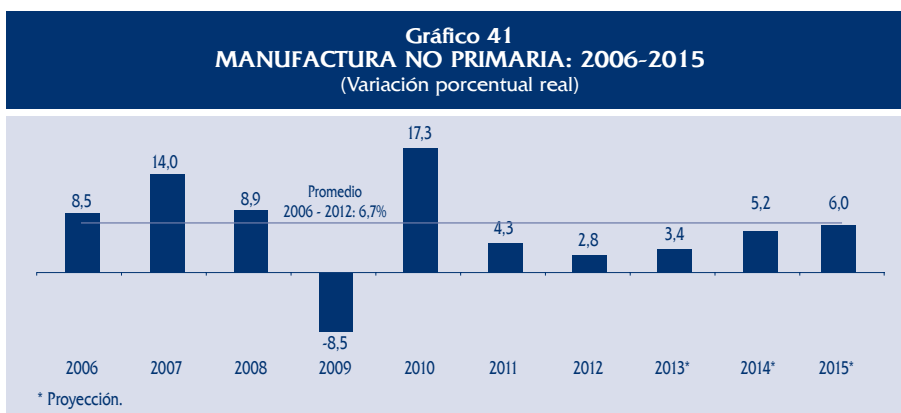
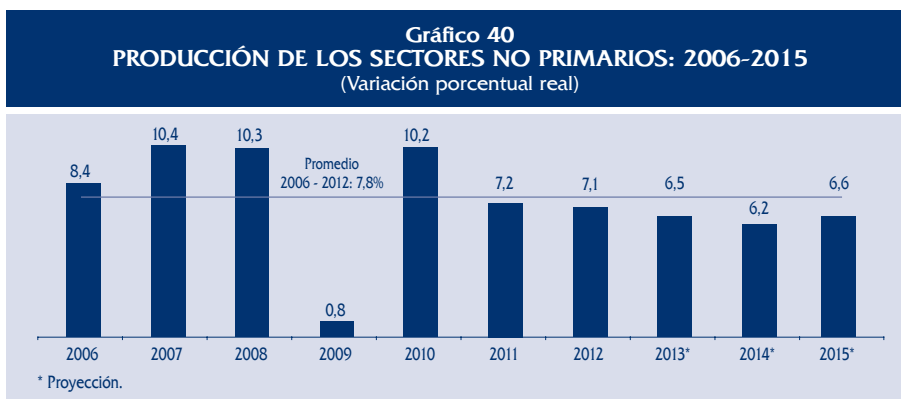
Con respecto a la evolución del **sector pesca**, para el año 2013 se mantiene la proyección en 1,1 por ciento. El ligero aumento previsto en la extracción de anchoveta (de 3,3 a 3,5 millones toneladas) sería compensado por la menor producción de conservas para consumo humano directo.

Durante el primer trimestre del año, el **sector minero metálico** experimentó una caída de 2,8 por ciento que estuvo explicada por la menor extracción de oro en 11,2 por ciento. La revisión de la proyección de este sector para el año 2013 con respecto al Reporte de Inflación anterior (de 3,9 por ciento a 2,0 por ciento) obedece a la menor producción esperada de cobre, la cual se revisa de 1,3 a 1,2 millones de toneladas métricas finas, consistente con la revisión a la baja de la producción de Antamina, Southern y Cerro Verde. Para los años 2014 y 2015 se contempla incrementos en la producción, principalmente de cobre, ante la entrada en operación de importantes proyectos como Toromocho, Constanza y Las Bambas, entre otros.

Con relación a los **hidrocarburos**, el sector creció 8,1 por ciento en los primeros tres meses del año asociado a la mayor extracción de hidrocarburos líquidos de gas natural por la mayor obtención en la planta de separación de Las Malvinas de líquidos del gas natural procedente del Lote 88 y 56 de Pluspetrol. Para 2013, se proyecta un crecimiento de 9,0 por ciento, ligeramente menor al previsto en el Reporte anterior (9,6 por ciento). Esta reducción está asociada a la menor producción de petróleo de Savia Perú en el Lote Z-2B en Piura, respecto a lo previsto en marzo, la cual aumentaría en el 2014. Dicho año se tendría el impacto sobre la producción de gas natural de la planta compresora de Camisea. Para 2015, se contempla el efecto sobre la producción de líquidos de gas de la ampliación del ducto de Camisea "loop sur".



42. Tal como en el Reporte de marzo, para 2013 y 2014 se prevé una desaceleración gradual en el ritmo de crecimiento del **PBI no primario** en línea con la moderación prevista en el crecimiento de la demanda interna. En el caso de la manufactura no primaria, su evolución también estaría asociada al crecimiento de las exportaciones no tradicionales, vinculadas a su vez a la demanda mundial, la cual se recuperaría en 2014 aunque menos que lo previsto en el Reporte previo. Por su parte, el sector construcción continuaría su crecimiento, aunque a tasas más moderadas, luego de la recuperación en el 2012, sustentado en el avance en la construcción de complejos de viviendas, centros comerciales, obras viales y de infraestructura pública, tanto en Lima como en el interior del país.

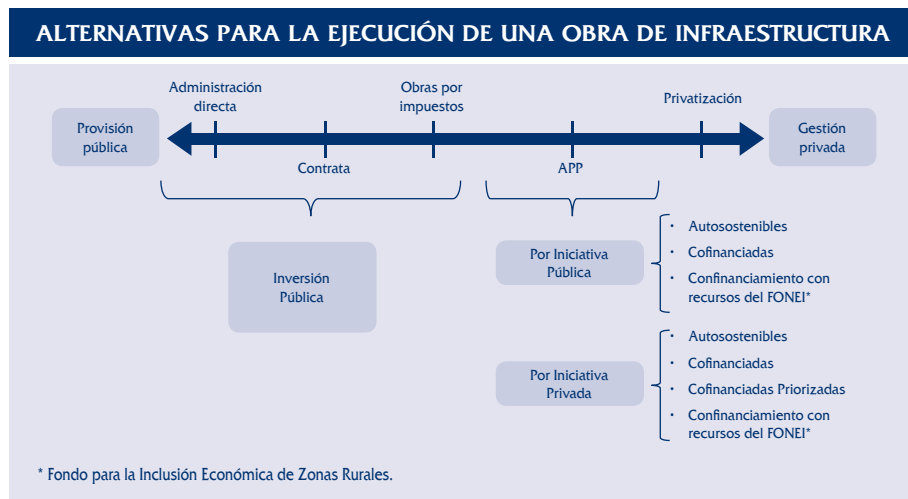


Recuadro 1
ASOCIACIÓN PÚBLICO PRIVADA COMO ALTERNATIVA PARA LA PROVISIÓN DE INFRAESTRUCTURA

La Asociación Público-Privada (APP) es una relación contractual entre una organización pública (entidades del gobierno nacional, gobiernos regionales y gobiernos locales) y una compañía privada (sociedad de propósito específico, inversionista proveedor, desarrolladores o contratista) para la provisión, operación y mantenimiento de infraestructura. Esta asociación es una oportunidad de negocio para la empresa privada en la que esta aporta los recursos económicos y experiencia en innovación tecnológica; mientras que el Estado aporta los esquemas asociativos, cofinanciamiento, instrumentos que faciliten el financiamiento privado (garantías) y un marco legal estable que permita sustentar la viabilidad de los proyectos en una perspectiva de largo plazo.

La provisión de infraestructura y servicios mediante APP incrementa la productividad del sector privado y el crecimiento, debido a la mejora en la cobertura y calidad del servicio al usuario, que reduce los costos de operación y logística de las empresas. Asimismo, las APP permiten asegurar el mantenimiento de la infraestructura, pues en estos esquemas la empresa concesionaria tiene la obligación contractual de mantener un nivel determinado de operatividad para la infraestructura a su cargo. Finalmente, si la asignación de riesgos entre el Estado y la concesionaria es adecuada, el mecanismo provee ganancias de eficiencia frente a la inversión pública tradicional.

En el Perú la provisión de infraestructura se realiza principalmente a través de la inversión pública y las APP², tal como se observa en el siguiente diagrama:



En términos contractuales, un manejo eficiente de las APP se diferencia de la provisión pública de infraestructura en los siguientes aspectos:

2 Las concesiones se rigen por el Decreto Legislativo 839 (1996) y sus modificatorias y a partir del año 2008 con el Decreto Legislativo 1012, Ley marco de Asociaciones Público Privadas.

Asociación Público Privada	Obra Pública
Contratos de <u>largo plazo</u> , que combina la etapa de diseño, construcción, financiamiento, operación y mantenimiento (bundling) y transferencia de la inversión al final del contrato.	Contratos de <u>corto plazo</u> (anuales o bianuales con diseño de contratos incompletos) por el periodo de construcción y separado de la operación y mantenimiento (unbundling).
Se financia a través pagos diferidos en el tiempo por su disponibilidad, permitiendo que los usuarios pueden pagar una parte de ello directamente al sector privado, sí hubiera disposición a pagar.	Se financia con recursos públicos y se paga a precios unitarios o anticipos.
Asignación más eficiente de riesgos al sector privado, entre las que destacan los de construcción y de demanda y/o disponibilidad.	La mayor parte de los riesgos son asumidos por el Estado.
La APP implica que la inversión sea a suma alzada, reduciendo el riesgo de modificación en los montos de inversión referencial.	La obra pública implica que la inversión sea mediante un desembolso inicial y pagos contra avance de obras.
La APP garantiza que la ejecución de la obra sea realizada y entregada en las condiciones contractuales con los niveles óptimos de operatividad durante el plazo de contrato (largo plazo).	La obra pública remunera al constructor según el avance de obra, no elimina el riesgo de inoperancia posterior a su entrega.
La APP establece el inicio de pago por las inversiones al inicio de operaciones.	La obra pública establece el inicio de pago desde inicio de la construcción.
Marco de operación ágil para la contratación de estudios (sin OSCE).	Marco de operaciones pre establecido y parametrado para la contratación de estudios en el marco de la OSCE.
PROINVERSIÓN acumula capacidad y experiencia para llevar adelante procesos de promoción de proyectos APP que se le asigna.	Los sectores, gobiernos regionales y locales carecen de expertise en la administración de procesos de promoción de proyectos APP.

En el Perú la provisión de infraestructura con la participación privada, durante el periodo 1991 – 2012, ha generado compromisos de inversión por US\$ 16 103 millones, destacando las inversiones en infraestructura de transportes, electricidad e hidrocarburos, así como las concesiones a cargo de la Municipalidad Metropolitana de Lima y EsSalud. Estos resultados, reflejan las lecciones aprendidas en los esquemas contractuales, las negociaciones estructuradas, procesos transparentes, asignación de riesgos, bancabilidad, mecanismo de financiamiento y cofinanciamiento, respaldo político, tratamiento igual a los inversionistas locales y extranjeros, entre otros.

COMPROMISOS DE INVERSIÓN EN CONCESIONES: 1991-2012 (Millones de US\$)			
	1991-1999	2000-2012	Total
Transporte	170	6 124	6 294
Terrestre	157	2 765	2 922
Puentes	8	1 736	1 743
Aeropuerto	6	1 623	1 628
Electricidad	253	4 506	4 759
Hidrocarburos 1/	--	1 230	1 230
Telecomunicaciones	--	792	792
Saneamiento	--	644	644
Agricultura	--	540	540
Otros 2/	7	180	186
A cargo de PROINVERSIÓN	431	14 015	14 446
Municipalidad Metropolitana de Lima (3 proyectos)	--	1 520	1 520
ESSALUD (4 proyectos)	--	137	137
TOTAL	431	15 672	16 103

1/ Transporte de gas de camisea.
2/ Turismo e inmuebles.
Fuente: Proinversión, Municipalidad Metropolitana de Lima (MML) y EsSalud.





Sin embargo, para mantener en forma sostenible el crecimiento económico del Perú es necesario asegurar un flujo continuo de inversión en infraestructura que permita que la productividad de la economía mantenga la expansión observada en los últimos años.

En este contexto, el Banco Central de Reserva del Perú realizó un foro de expertos nacionales e internacionales³ para discutir las alternativas de política disponibles en la promoción del uso adecuado de Asociaciones Público Privadas (APP), las principales conclusiones de este evento se resumen en:

- **Implementar una “ventanilla única”** para que haya un único interlocutor entre el concesionario y la administración pública de modo que se agilicen los procedimientos para el desarrollo de las APP.
- **Considerar el empaquetamiento de proyectos:** Se debería estandarizar los proyectos de modo que sea posible concesionarlos en grupo, así como desarrollar paquete de proyectos de infraestructura complementaria. Esto reduciría costos de transacción y dinamizaría la inversión en infraestructura.
- **Estandarizar los documentos necesarios para las transacciones APP** (contratos, requisitos, etc). Cada tipo de infraestructura debería tener un contrato modelo, que reduzca el conflicto y contengan las razones para modificar el contrato así como los mecanismos de solución de controversias. Estos documentos deben ser de alcance de todas las entidades del sector público.
- **Necesidad de generar proyectos en infraestructura socialmente rentables para las APP.** El Estado debería producir buenos proyectos, con estudios completos, de forma que la asignación de riesgos entre el sector privado y el sector público sea la más adecuada⁴. Para ello, todas las entidades del sector público deberían desarrollar un banco de proyectos APP, con estudios completos, que podría ser a través de subcontrataciones de los estudios de los proyectos.
- **Los proyectos de APP deberían estar integrados en la estrategia de inversión del gobierno.** En el marco fiscal de largo plazo (Presupuesto Multianual de Inversión) y en el presupuesto (anual) del gobierno, se deben transparentar y difundir el Plan de Concesiones y establecer el uso del límite de 7 por ciento del PBI para la deuda firme y contingente de los proyectos APP. Ello además implica, fortalecer su conocimiento en la valoración, priorización y manejo de los proyectos de inversión y asegurar la consistencia de dichos proyectos con los objetivos de la política económica y fiscal.
- **Relicitar las concesiones vencidas.** Ello implica que en caso que no se renegocie el plazo de la concesión, buscar un nuevo operador privado al término del plazo de la concesión, y de esta manera evitar que las obras de infraestructura queden bajo la administración del Estado con el riesgo de quedar sin el adecuado mantenimiento.

3 El Foro se desarrolló el 30 de abril de 2013 contando con la participación de funcionarios del sector público, representantes empresariales, proveedores de servicios públicos, investigadores especializados en políticas públicas.

4 Concesiones de proyectos de infraestructura con estudios de perfil o de pre-factibilidad muy preliminar no permiten una adecuada asignación de riesgos,

- **Invertir en mejorar el capital humano disponible en los sectores y entidades subnacionales** que producen proyectos y se encargan de su promoción de la inversión pública y privada. Asimismo, frente a la desconfianza de los funcionarios públicos para tomar decisiones por temor a que eventualmente puedan ser fiscalizados con consecuencias civiles y penales, se debe establecer los mecanismos apropiados para proteger a dichos funcionarios de acusaciones infundadas.

 - **Completar el marco legal de las APP:**
 - o **Aprobar las metodologías para calcular las garantías financieras y no financieras.** Las garantías originadas por los procesos de concesiones son obligaciones debido a que se está comprando flujos futuros de servicios de carretera, hospitales, de agua y saneamiento.

 - o **Completar el reglamento de las nuevas iniciativas privadas.** Esta medida, pendiente desde julio 2011 cuando se permitieron iniciativas privadas cofinanciadas, facilitará la mayor participación privada en las APP. La reciente reglamentación, publicada en enero 2013, trata solo de iniciativas privadas cofinanciadas priorizadas en base al banco de proyectos del SNIP.

 - o **Completar la metodología para el análisis costo beneficio.** Actualmente se ha aprobado una metodología provisional a aplicarse a los proyectos cofinanciados que actualmente se encuentran en proceso de promoción. En la medida que el análisis costo beneficio supone una asignación de riesgos entre el Estado y el socio privado, se debe invertir en mejorar la capacidad del fisco para evaluar y diseñar esquemas de reparto de riesgo, que, manteniendo la sostenibilidad fiscal, sean aceptables por los postores privados.
-





III. Balanza de pagos

43. La reducción de los términos de intercambio, el menor volumen de exportaciones y el crecimiento de las importaciones impulsada por un alto dinamismo de la demanda interna conllevaron un aumento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante el primer trimestre de 2013, la **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de 5,2 por ciento del PBI (US\$ 2,7 mil millones), aumentando respecto al observado en el primer trimestre de 2012 cuando el déficit fue de 1,4 por ciento del PBI.

El déficit continuó siendo financiado largamente por la entrada de capitales externos de largo plazo que se ubicó en US\$ 7 mil millones en el primer trimestre del año. Así, la inversión directa extranjera, asociada a la ejecución de importantes proyectos de inversión, captó recursos por US\$ 4,1 mil millones, en tanto se registró financiamiento vía bonos por US\$ 2 mil millones representando un importante incremento con respecto a lo observado en el primer trimestre de 2012.

Cuadro 15
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
I. CUENTA CORRIENTE	-671	-7 136	-2 670	-8 877	-9 601	-9 385	-11 036	-11 160
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,4</i>	<i>-3,6</i>	<i>-5,2</i>	<i>-4,0</i>	<i>-4,4</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,6</i>	<i>-4,3</i>
1. Balanza comercial	2 401	4 527	-18	2 771	675	3 002	68	1 744
a. Exportaciones	11 974	45 639	10 183	47 082	44 049	51 913	47 465	54 103
b. Importaciones	-9 573	-41 113	-10 202	-44 311	-43 375	-48 911	-47 398	-52 360
2. Servicios	-420	-2 258	-470	-2 063	-2 242	-2 502	-2 738	-3 233
3. Renta de factores	-3 460	-12 701	-2 970	-13 069	-11 151	-13 670	-11 881	-13 328
4. Transferencias corrientes	808	3 296	789	3 485	3 117	3 784	3 516	3 657
<i>Del cual:</i>								
Remesas del exterior	678	2 788	660	2 964	2 651	3 218	2 991	3 105
II. CUENTA FINANCIERA	7 342	21 963	7 203	21 377	18 601	13 385	14 036	13 160
<i>Del cual:</i>								
1. Sector privado	5 759	20 277	6 986	21 168	18 655	13 172	13 917	12 902
a. Largo plazo	5 325	16 236	5 992	16 999	16 799	11 072	12 106	11 397
b. Corto plazo 1/	433	4 042	994	4 169	1 856	2 100	1 811	1 505
2. Sector público 2/	1 583	1 685	217	209	-54	213	118	258
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	6 671	14 827	4 533	12 500	9 000	4 000	3 000	2 000

Nota:

Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado 3/	6 070	20 914	7 038	22 247	22 349	16 416	17 620	16 260
PBI (miles de millones de US\$)	47	200	51	221	219	240	238	260

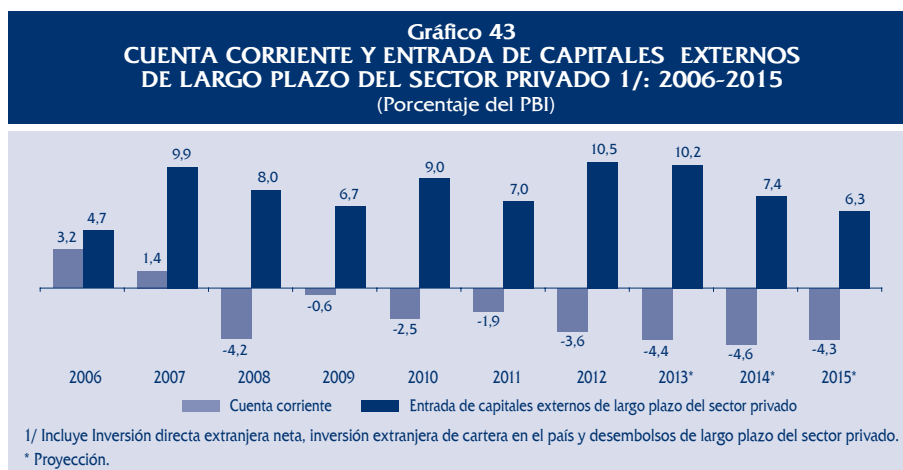
1/ Incluye errores y omisiones netos.

2/ Incluye financiamiento excepcional.

3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.



44. Para el año **2013** se revisa al alza el déficit en cuenta corriente de 4,0 por ciento del PBI en el Reporte previo a 4,4 por ciento del PBI en la proyección actual. Este mayor déficit se asocia al menor superávit comercial previsto para el año en un entorno de reducción de términos de intercambio y de revisión a la baja en el crecimiento mundial; compensado parcialmente por menores egresos por renta de factores ante la disminución esperada de las utilidades en el sector minero. Para **2014** se proyecta un mayor déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de marzo, de 3,9 a 4,6 por ciento del producto, teniendo en cuenta el deterioro previsto en los términos de intercambio y a la recuperación más lenta de la economía mundial.

Para el año **2015** se espera que el déficit en cuenta corriente se reduzca hasta 4,3 por ciento del PBI a raíz de la recuperación y crecimiento en las exportaciones asociadas a los proyectos mineros que entrarían en operación como Toromocho y Las Bambas, que tienen una producción estimada de 275 y 325 miles de toneladas métricas finas (TMF) de cobre, respectivamente. A este efecto se sumarían las mayores exportaciones no tradicionales como consecuencia de las mayores tasas de crecimiento previstas para nuestros socios comerciales.

Términos de intercambio y precios de *commodities*

45. En los primeros cinco meses del año, los términos de intercambio acumulan una caída de 1,5 por ciento asociada principalmente a una disminución de los precios de los metales. En términos generales, los precios de los *commodities* se vieron afectados por un menor ritmo de crecimiento de China, así como por los temores de retiro anticipado de los programas de estímulo por parte de la FED. La caída de estos precios fue parcialmente contrarrestada por menores precios de importación, asociados a una corrección de las cotizaciones internacionales de los alimentos. Se estima que para el resto del año, los términos continúen cayendo, implicando una disminución promedio de 2,3 por ciento respecto al nivel del año pasado. Para el año 2014 y 2015, se proyecta que continuaría el declive de los términos de intercambio en 1,2 y 0,7 por ciento, respectivamente.



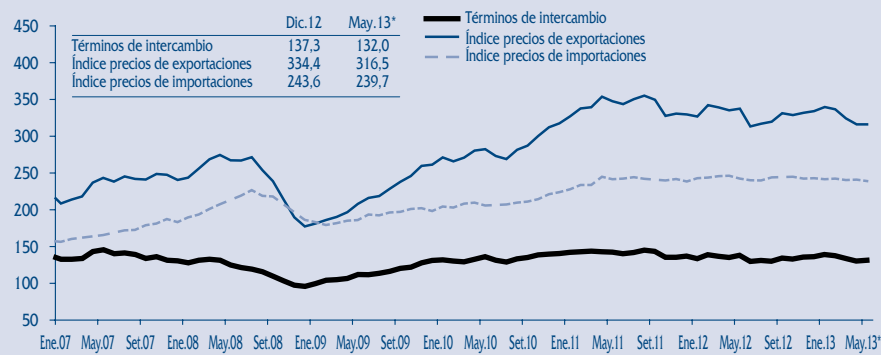


Cuadro 16
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2015
(Datos promedios anuales)

	2012		2013*			2014*		2015*
	Ene.-May.	Año	Ene.-May. 1/	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
Términos de intercambio	-4.6	-4.9	-1.5	0.3	-2.3	0.0	-1.2	-0.7
Precios de Exportaciones	-1,5	-3,3	-2,9	-1,0	-3,4	0,7	-0,9	0,5
Cobre (ctv US\$ por libra)	373	361	346	359	336	360	330	327
Zinc (ctv US\$ por libra)	91	88	89	91	87	93	90	91
Plomo (ctv US\$ por libra)	94	94	99	103	96	103	97	99
Oro (US\$ por onza)	1 663	1 670	1 561	1 608	1 467	1 600	1 400	1 400
Precios de Importaciones	3,4	1,7	-1,4	-1,3	-1,2	0,7	0,3	1,2
Petróleo (US\$ por barril)	101	94	94	93	94	92	93	91
Trigo (US\$ por TM)	238	276	273	276	275	280	280	275
Maíz (US\$ por TM)	248	273	275	256	253	222	222	224
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 157	1 125	1 083	1 104	1 082	1 110	1 074	1 068

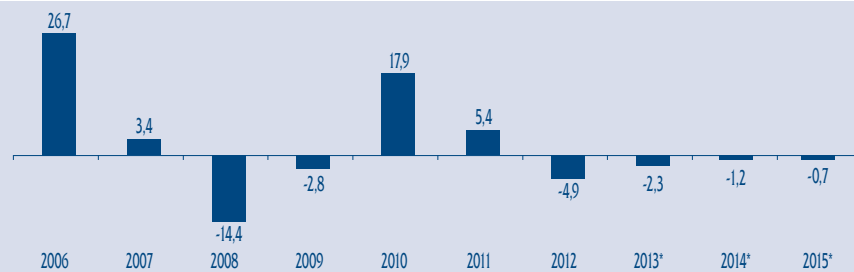
1/ Preliminar.
* Proyección.

Gráfico 44
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN
Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2007 - MAYO 2013
(1994=100)



* Preliminar.

Gráfico 45
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2006-2015
(Variaciones porcentuales)



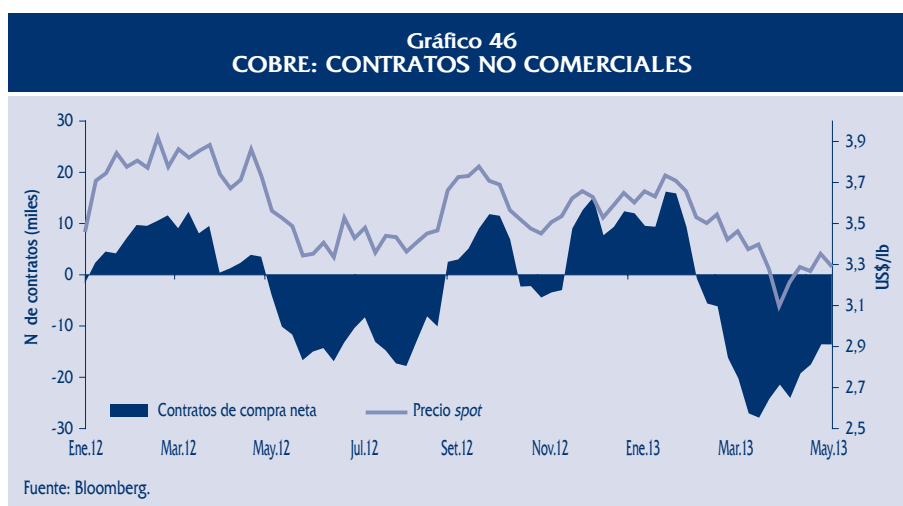
* Proyección.

Cobre

El precio del **cobre** continuó cayendo durante los primeros cinco meses del año. La cotización se redujo 9 por ciento, cerrando en un nivel promedio de US\$/lb. 3,29 en mayo. Destacó la caída de 6 por ciento del precio en abril, cuando la cotización promedio mensual disminuyó a US\$/lb. 3,27 en promedio.

La tendencia descendente del cobre del presente año se explica por la menor actividad observada en los primeros meses del año, en particular en la economía china en donde el crecimiento durante el primer trimestre fue menor al esperado. A ello se añadió la liquidación de posiciones especulativas, en particular durante los meses de marzo y abril.

Sin embargo, la cotización del cobre detuvo su caída en mayo afectada por problemas de oferta. El mercado de cobre de China se ha ajustado debido a la falta de desechos de cobre ante la caída del precio⁵; a lo que se sumaron los temores por el corte de la producción de la mina Grasberg en Indonesia, la segunda mina más grande del mundo, debido a dos derrumbes que mantendrían cerrada parte de la operación por aproximadamente tres meses.



Para el horizonte de proyección se espera que la demanda proveniente de China continúe débil. En paralelo, la producción de concentrados de cobre triplicaría su tasa de crecimiento en los siguientes dos años asociada a las nuevas operaciones y expansiones de las minas existentes que ingresarán en el periodo 2013-2015⁶,

- 5 En años recientes, el reciclaje ha explicado alrededor de un tercio de la producción de cobre refinado en China.
- 6 El Grupo Internacional de Estudios del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) estima que, luego de ajustar por posibles interrupciones en las operaciones, la producción de mina crecería 5,5 por ciento anual en los años 2013 y 2014.





lo que generaría un mercado superavitario. La tasa de crecimiento de la oferta de concentrados de cobre sería significativamente mayor que aquellas registradas durante los 5 años precedentes⁷. No obstante, los inesperados recortes en la oferta y la recuperación económica de Estados Unidos podrían darle cierto soporte al precio en el corto y mediano plazo, respectivamente. En línea con estos desarrollos, se estima que en el horizonte de proyección los precios se reduzcan respecto al nivel considerado en el Reporte de Inflación pasado.

Cuadro 17
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Producción minera global	15 569	15 943	16 053	16 076	16 700	17 561	18 541
Producción global de refinados (Primaria + Secundaria)	18 214	18 248	18 981	19 596	20 114	20 983	22 046
Utilización global de refinados	18 053	18 070	19 346	19 830	20 512	20 566	21 366
Balance de refinados 1/	161	178	-365	-234	-397	417	681
Inventarios bursátiles	378	697	573	552	593	n.d.	n.d.
Días de consumo	7,6	14,1	10,8	10,2	10,6	n.d.	n.d.

1/ No incluye los inventarios no reportados de China para el cálculo de la demanda aparente.
Fuente: ICSG.

Gráfico 47
COBRE: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015
(ctv. US\$/lb.)



Zinc

La cotización del zinc se redujo 14 por ciento entre marzo y mayo de 2013, cerrando este último mes con un precio promedio de US\$/lb. 0,83. Con ello, esta cotización acumuló una caída de 10 por ciento en lo que va del año.

7 Este año, la operación de PT Freeport en Indonesia, Collahuasi en Chile y Antapaccay en Perú explicarían más del 50 por ciento de los incrementos en la producción.

La reducción del zinc reflejó las condiciones holgadas de oferta del mercado mundial. Las proyecciones recientes muestran que durante 2013, por séptimo año consecutivo, el mercado de refinados registraría un superávit global⁸. Estos resultados son consistentes con el incremento de la producción de zinc refinado, en particular, un aumento importante en la producción de China a pesar de los mayores controles medio ambientales. Este país será autosuficiente para cubrir sus necesidades, por lo que no presionará al mercado este año. De otro lado, la expansión de la refinería de Porto Vesme en Italia impulsaría la producción en Europa y se sumaría a la mayor producción de refinados en Australia, Brasil, India, Japón, Corea del Sur y Perú.

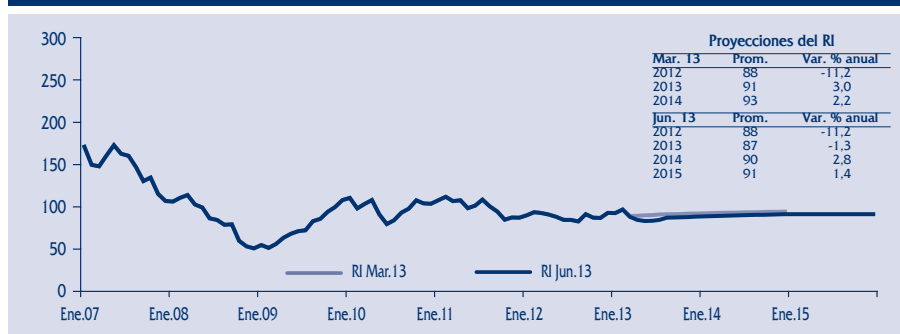
Cuadro 18
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
(Millones de toneladas métricas)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Producción minera global	11,20	11,88	11,61	12,49	12,95	13,60	13,99
Producción global de refinados	11,35	11,77	11,28	12,89	13,12	12,66	13,25
Utilización global de refinados	11,23	11,57	10,92	12,64	12,75	12,40	12,98
Balance de Refinados (en miles)	116	198	362	248	366	265	270

Fuente: Grupo de Estudios Internacional de Plomo y Zinc.

Los fundamentos del mercado del zinc continúan señalando un mercado holgado, aunque en el mediano plazo se estima que la producción de zinc refinado no se recupere al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza. 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 marzo.

Gráfico 48
ZINC: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015
(ctv. US\$/lb.)



8 Proyección del Grupo de Estudios Internacional de Plomo y Zinc (ILZG por sus siglas en inglés) para el año 2013.

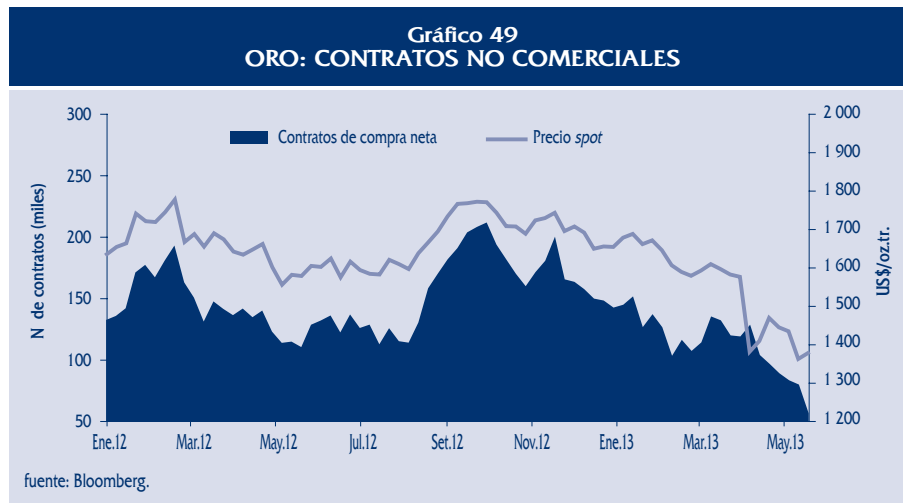




Oro

Durante los últimos tres meses, la cotización del oro cayó 11 por ciento, afectada por el cambio de las perspectivas económicas globales al conocerse la inesperada desaceleración de la economía china del primer trimestre, la menor inflación en las economías avanzadas y los temores por una pronta reducción de los estímulos monetarios de la FED. Con ello, el precio del oro disminuyó 16 por ciento en lo que va del año, cerrando mayo en una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 414.

Este entorno afectó la demanda de los inversionistas, quienes continuaron liquidando sus posiciones en oro, atraídos por otras opciones más rentables como los activos de renta variable, que registraron alzas durante los primeros cinco meses del año. Las posiciones no comerciales de oro de Comex cayeron a su menor nivel desde diciembre 2008, mientras los fondos cotizados en bolsa (ETF por sus siglas en inglés) registraron liquidaciones netas de oro, a diferencia de las compras netas que efectuaron estos fondos durante todo el año 2012⁹. Las liquidaciones de oro de las ETF ya representan el 16 por ciento del saldo máximo alcanzado a inicios de año.



Sin embargo, la caída de la cotización fue atenuada por el incremento de la demanda física de oro, en especial de economías asiáticas. Destacó la mayor demanda de joyería de India, China y Hong Kong, y en menor medida otras economías asiáticas. Del mismo modo, la demanda de los bancos centrales excedió las 100 toneladas en el primer trimestre del año, ligeramente por debajo de las compras del 2012¹⁰.

9 De acuerdo al Barclays, los ETF realizaron ventas netas de oro por 454 toneladas entre enero y mayo del 2013, cifra que contrasta con las compras netas por 279 toneladas que efectuaron en todo el 2012. El Consejo Mundial del Oro reportó que las ETF vendieron US\$ 9,3 mil millones en el primer trimestre de 2013.

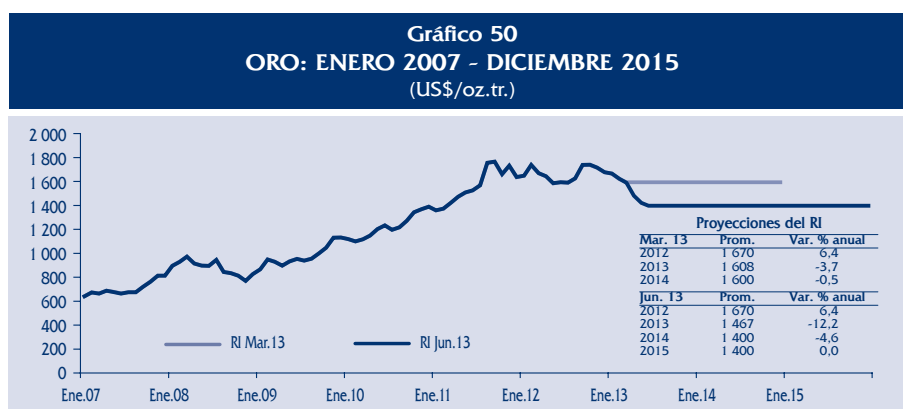
10 De acuerdo al Consejo Mundial de Oro.

Cabe señalar, sin embargo, que un menor crecimiento en China e India también afectarían la demanda por joyería. Adicionalmente, en India se ha venido aumentando el arancel a las importaciones de oro hasta 8 por ciento, desde 1 por ciento en enero 2012.

Cuadro 19				
OFERTA Y DEMANDA DE ORO				
(Toneladas)				
	2011	2012	IT.12	IT.13
Producción global de mina	2 849	2 817	662	685
Oro reciclado	1 649	1 591	383	367
Total Oferta	4 498	4 408	1 045	1 052
Joyería	1 975	1 895	491	551
Tecnología	452	408	106	102
Inversión	1 699	1 526	396	201
Bancos centrales 1/	457	533	115	109
Demanda de oro	4 582	4 362	1 108	963
Inversión OTC y flujos bursátiles 2/	-84	46	-75	120
Demanda total	4 498	4 408	1 033	1 083
Balance de mercado	0	0	12	-31

1/ Compras Netas.
2/ OTC- Operaciones sobre la mesa.
Fuente: World Gold Council.

Por otro lado, la cotización del oro continuaría afectada por las expectativas de menor inflación dado que el precio actual del oro parece estar descontando un incremento inflacionario que no se ha producido. Asimismo, el dólar continuaría fortaleciéndose debido a las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos respecto a otras economías desarrolladas. En estas circunstancias, se revisa a la baja la proyección del precio del oro en el horizonte de proyección.



Balanza comercial

46. Considerando la caída de los términos de intercambio previsto para el año 2013 en comparación con el ligero aumento previsto en el Reporte anterior, se ha revisado





a la baja la proyección del superávit de la **balanza comercial**. Con ello, el superávit comercial en el año 2013 pasaría de US\$ 2 771 millones en el Reporte de marzo a US\$ 675 millones en el presente Reporte. Esta proyección considera un menor volumen de exportaciones tradicionales en línea con la evolución observada en los primeros meses del año.

Para el año 2014 la balanza comercial disminuiría a US\$ 68 millones en un contexto de crecimiento mundial lento, en tanto para 2015 se proyecta un superávit comercial de US\$ 1 744 millones considerando la entrada en operación de proyectos mineros de cobre.



Cuadro 20
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
EXPORTACIONES	11 974	45 639	10 183	47 082	44 049	51 913	47 465	54 103
Productos tradicionales	9 251	34 247	7 588	35 179	32 605	38 564	35 115	40 499
Productos no tradicionales	2 633	11 047	2 615	11 504	11 095	12 920	11 989	13 214
Otros bienes	89	345	81	399	349	429	361	390
IMPORTACIONES	9 573	41 113	10 202	44 311	43 375	48 911	47 398	52 360
Bienes de consumo	1 846	8 247	1 984	9 184	8 863	10 560	10 093	11 679
Insumos	4 542	19 256	4 847	20 485	20 123	21 953	21 541	23 567
Bienes de capital	3 109	13 356	3 334	14 377	14 158	15 986	15 392	16 731
Otros bienes	76	253	36	265	231	412	371	383
BALANZA COMERCIAL	2 401	4 527	-18	2 771	675	3 002	68	1 744

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

47. La proyección de las **exportaciones** para 2013 se ha revisado a la baja, con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 44 mil millones, lo que presenta una reducción de 3,5 por ciento respecto al 2012. La revisión contempla tanto menores precios de exportación como una disminución en los volúmenes, principalmente de productos tradicionales, tomando en consideración lo ejecutado en los primeros meses del año debido a menores envíos de oro por menores leyes en las minas de Barrick y Yanacocha y cobre por menores envíos de Antamina, así como de otros productos como café (afectado por la plaga de la roya). En el caso de las exportaciones no tradicionales se considera una reducción en la tasa de crecimiento, dada la revisión a la baja en el crecimiento mundial y lo observado en los primeros meses del año, principalmente menores exportaciones de textiles y químicos a América Latina.

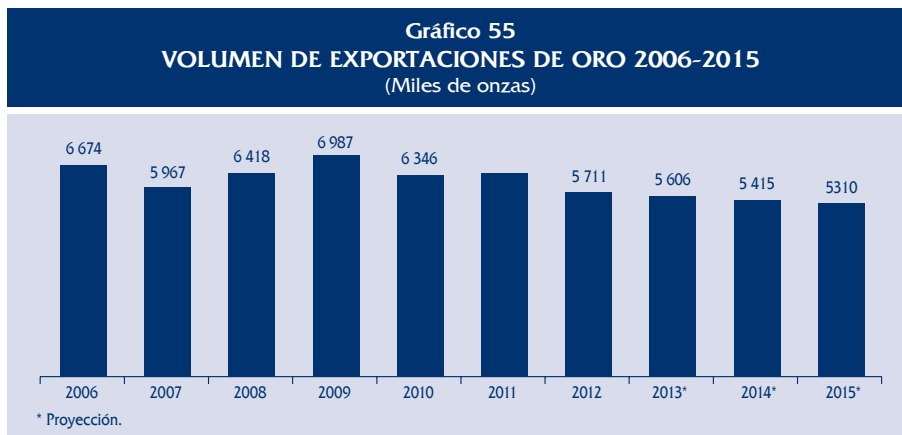
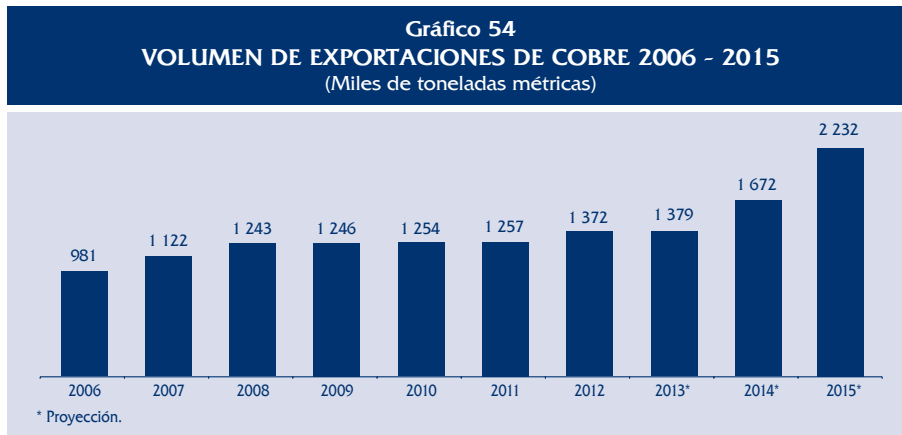
Cuadro 21 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)								
	2012		2013*		2014*		2015*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13 RI Jun.13	RI Mar.13 RI Jun.13	RI Jun.13	RI Jun.13	
1. Valor:								
a. Exportaciones	18,5	-1,4	-15,0	3,2	-3,5	10,3	7,8	14,0
Productos tradicionales	19,0	-4,4	-18,0	2,7	-4,8	9,6	7,7	15,3
Productos no tradicionales	16,9	9,1	-4,5	4,1	0,4	12,3	8,1	10,2
b. Importaciones	16,7	11,2	6,6	7,8	5,5	10,4	9,3	10,5
2. Volumen:								
a. Exportaciones	18,2	2,2	-14,3	4,2	-0,1	9,5	8,7	13,4
Productos tradicionales	20,0	0,4	-18,0	3,9	-0,9	9,6	10,1	15,8
Productos no tradicionales	12,5	9,0	-1,4	5,2	2,2	9,1	5,6	7,1
b. Importaciones	10,8	9,5	7,8	9,2	6,7	9,6	8,9	9,2
3. Precio:								
a. Exportaciones	0,4	-3,3	-0,7	-1,0	-3,4	0,7	-0,9	0,5
Productos tradicionales	-0,7	-4,6	0,0	-1,1	-4,0	0,0	-2,2	-0,4
Productos no tradicionales	4,0	0,3	-3,2	-1,0	-1,7	3,0	2,3	2,9
b. Importaciones	5,4	1,7	-1,1	-1,3	-1,2	0,7	0,3	1,2

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.



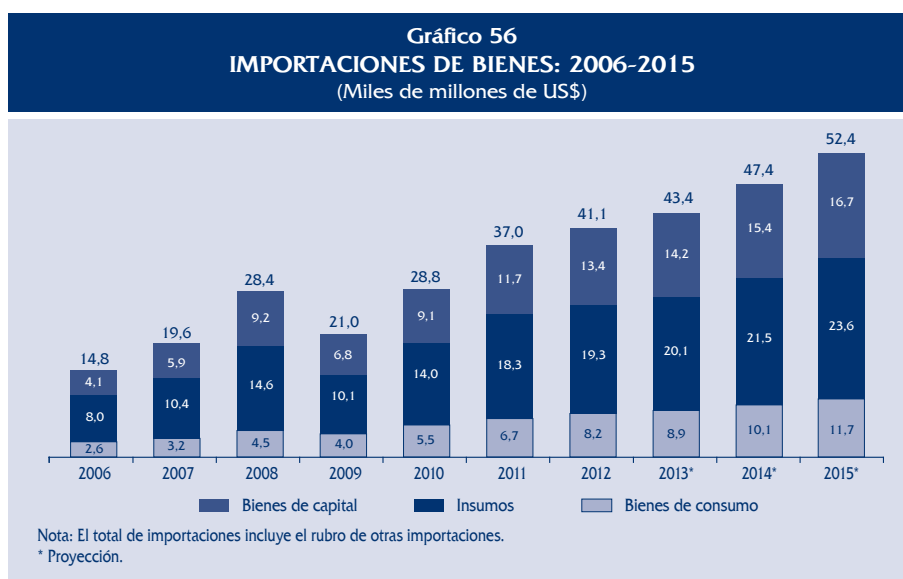


Para 2014 las exportaciones ascenderían a US\$ 47 mil millones, lo que representa un valor menor a lo previsto en el Reporte de marzo, principalmente por menores cotizaciones de productos mineros como oro, cobre y zinc. Para el 2015 las exportaciones bordearían los US\$ 54 mil millones debido a mayores exportaciones de productos mineros, principalmente cobre por la contribución de la entrada en operación de proyectos como Toromocho, Las Bambas y Constanza.



48. La proyección de las **importaciones** para 2013 se ha revisado a la baja en línea con el menor crecimiento previsto de la actividad económica con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 43 mil millones, lo que presenta un incremento de 5,5 por ciento respecto a 2012. El menor valor de las importaciones previsto para este año refleja en particular la revisión a la baja en las importaciones de insumos, lo que será consistente con la menor producción industrial esperada, y de bienes de consumo.

Para 2014 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 47 mil millones, en tanto que para el 2015 este agregado alcanzaría los US\$ 52 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando tasas de crecimiento cercanas al 9,0 por ciento, consistentes con la evolución de la actividad económica, aunque menores a lo observado en 2011 y 2012.



Cuenta financiera

49. En el primer trimestre de 2013 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** alcanzó un resultado de US\$ 6 mil millones, representando un flujo de 11,7 por ciento del PBI. Este monto fue mayor al observado en el primer trimestre del año previo principalmente por el mayor financiamiento del sector no financiero a través de emisiones de bonos en los mercados internacionales y, en menor medida, por el incremento de la inversión directa extranjera en el país; lo que fue parcialmente atenuado por el mayor flujo observado de capitales al exterior por parte de inversionistas institucionales locales.





Cuadro 22
CUENTA FINANCIERA DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
1. ACTIVOS	-421	-2 477	-627	-4 209	-4 209	-4 396	-4 459	-3 778
2. PASIVOS	5 746	18 712	6 619	21 209	21 008	15 468	16 566	15 175
Inversión directa extranjera en el país	3 576	12 240	4 126	10 841	11 108	9 404	9 400	9 435
Sector no financiero	1 509	3 598	2 007	7 002	6 708	4 397	5 666	5 340
Préstamos de largo plazo	705	2 023	264	2 706	1 904	2 028	2 026	1 828
Inversión de cartera	804	1 575	1 743	4 296	4 804	2 369	3 640	3 513
Sector financiero	662	2 875	486	3 365	3 192	1 666	1 500	400
Préstamos de largo plazo	729	2 092	186	1 865	1 692	1 170	892	200
Inversión de cartera	-67	783	300	1 500	1 500	496	608	200
3. FLUJO NETO	5 325	16 236	5 992	16 999	16 799	11 072	12 106	11 397
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>11,4</i>	<i>8,1</i>	<i>11,7</i>	<i>7,7</i>	<i>7,7</i>	<i>4,6</i>	<i>5,1</i>	<i>4,4</i>

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Durante **2013** la cuenta financiera de largo plazo del sector privado sería US\$ 17 mil millones, similar al previsto en el Reporte de marzo. Esta proyección toma en cuenta una recomposición en el financiamiento externo del sector no financiero hacia una mayor inversión extranjera de cartera, principalmente en la forma de mayores emisiones de bonos en el exterior observadas hasta el mes de abril (US\$ 4,8 mil millones), en un contexto de exceso de liquidez en el mercado internacional y la percepción de un menor riesgo país por parte de estos inversionistas en los primeros cuatro meses del año. En marzo se observó más bien una menor oferta de fondos hacia economías emergentes por expectativas de retiro del estímulo monetario a EEUU en un horizonte no lejano. Así mismo, se espera un mayor flujo de financiamiento externo a través de inversión directa para algunos proyectos de inversión de gran envergadura.

Para **2014** y **2015** se proyectan flujos positivos de US\$ 12,1 mil millones y US\$ 11,4 mil millones, equivalentes a 5,1 y 4,4 por ciento del PBI, respectivamente. La revisión al alza es consistente con el mayor financiamiento externo requerido para la ejecución de proyectos de inversión privada en cartera. Por otro lado, la moderación observada para el 2015, con respecto al año 2014, se explica parcialmente por el término del periodo de construcción de algunos grandes proyectos de inversión cuyo inicio de operaciones está programado para dicho año y un menor fondeo externo de largo plazo esperado para el sector financiero.

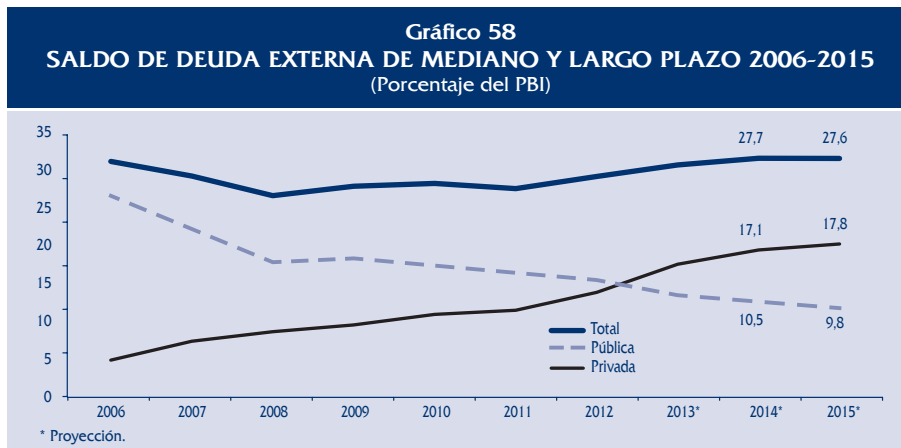


50. Por su parte, la **cuenta financiera del sector público** tuvo un flujo positivo de US\$ 216 millones durante los primeros tres meses del año, en gran medida explicado por la colocación de Bonos Corporativos del Fondo MiVivienda por US\$ 500 millones. Estas operaciones fueron en parte compensadas por la amortización de la deuda pública en US\$ 578 millones, cifra que incluye el prepago al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$ 423 millones.

Para 2013 se prevé un flujo negativo de US\$ 62 millones, lo que contrasta con el flujo positivo de US\$ 201 millones previsto en el Reporte de marzo. La revisión a la baja se explica por las menores operaciones en el mercado secundario de títulos de deuda como consecuencia de una moderación en la demanda de los agentes no residentes por bonos soberanos en un contexto en que los mercados financieros internacionales han reaccionado a la posibilidad de que las tasas de interés en Estados Unidos suban antes de lo esperado, y en menor medida por la reducción en los desembolsos previstos para el año en proyectos de inversión.

51. Con ello, el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo pasaría de 25,2 por ciento del PBI en 2012 a 26,9 por ciento en 2013. La tendencia creciente observada en el endeudamiento externo del sector privado, que pasaría de 12,0 por ciento del PBI en 2012 a 15,5 por ciento del PBI en 2013, determinaría que por primera vez éste sea superior al del sector público, que continuaría su trayectoria decreciente durante el 2014 y 2015. La deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 13,2 por ciento del PBI en 2012 a 10,5 y 9,8 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente.





52. Durante los tres primeros meses de 2013 el **flujo de capitales externos de corto plazo** fue positivo en US\$ 620 millones, en contraste con el déficit de US\$ 336 millones observado en el mismo período de 2012. Para el año se proyecta un flujo positivo de US\$ 2,5 mil millones, cifra menor a lo esperado en el Reporte previo como consecuencia de la moderación esperada del fondeo externo ante el panorama internacional y las medidas de encaje adoptadas por el Banco Central para atenuar el impacto del influjo de capitales sobre la expansión del crédito.
53. Frente a los inlujos de capitales del exterior, y con el fin de evitar una excesiva volatilidad en el mercado cambiario así como continuar reduciendo la vulnerabilidad de la economía ante eventos de reducción abrupta del financiamiento externo, el Banco Central intervino en el mercado cambiario adquiriendo US\$ 4 370 millones en el primer trimestre. De esta manera, al cierre de mayo las reservas internacionales ascendieron a US\$ 66 765 millones, lo que representa el 32,7 por ciento del PBI, cubren más de 5 veces el adeudado externo de corto plazo y respalda el 96,8 por ciento del total de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado (liquidez total).



Cuadro 23
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	May.03	May.08	May.13
Reservas Internacionales Netas (RIN, Millones de US\$)	10 360	34 859	66 765
Posición de Cambio del BCRP (Millones de US\$)	3 813	27 542	48 406
RIN / Producto Bruto Interno (Porcentaje) 1/	17,9	30,6	32,7
RIN / Deuda externa de corto plazo (Número de veces) 2/	2,3	2,9	5,9
RIN / Liquidez total (Porcentaje)	83,9	109,2	96,8

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

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

Recuadro 2

ACUERDO DE ASOCIACIÓN TRANSPACÍFICO: ASPECTOS GENERALES

El Acuerdo de Asociación Transpacífico (Trans-Pacific Partnership Agreement; en adelante, TPP), a conformarse por doce países (Australia, Brunei Darussalam, Canadá, Chile, Estados Unidos, Japón¹¹, Malasia, México, Nueva Zelanda, Perú, Singapur y Vietnam), es una iniciativa de plataforma de integración económica en la región Asia-Pacífico que comprende un mercado que concentra el 31,8 por ciento del PBI global, con más de 750 millones de personas (11,2 por ciento de la población mundial) y con un ingreso por habitante promedio ponderado de US\$ 33,4 mil en dólares de paridad de poder adquisitivo (PPP).

ACUERDO TRANSPACÍFICO: INDICADORES SELECCIONADOS

	PBI (% Mundo) 2012	PBI per cápita - PPP (US\$ miles) 2012	Población (% Mundo) 2012	IDH (*) 2012	ICG (*) 2012	X - Bienes (% Mundo) 2012	M - Bienes (% Mundo) 2012	Arancel nominal medio (%) 2011	IED Influjos (% Mundo) 2011
Acuerdo Transpacífico	31,8	33,4	11,2	-	-	23,8	28,1	-	30,0
Perú	0,4	10,7	0,4	77	61	0,2	0,2	3,7	0,3
Australia	1,2	42,6	0,3	2	20	1,4	1,4	2,8	2,4
Brunei Darussalam	0,0	54,4	0,0	30	28	0,1	0,0	2,5	0,1
Canadá	1,8	42,7	0,5	11	14	2,5	2,6	4,5	2,9
Chile	0,4	18,4	0,2	40	33	0,4	0,4	6,0	0,8
Estados Unidos	18,9	49,9	4,4	3	7	8,4	12,6	3,5	17,2
Japón	5,6	36,3	1,8	10	10	4,4	4,8	5,3	1,1
Malasia	0,6	16,9	0,4	64	25	1,2	1,1	6,5	0,6
México	2,1	15,3	1,6	61	53	2,0	2,1	8,3	1,5
Nueva Zelanda	0,2	29,7	0,1	6	23	0,2	0,2	2,0	0,4
Singapur	0,4	60,4	0,1	18	2	2,2	2,1	0,0	2,5
Vietnam	0,4	3,5	1,3	127	75	0,6	0,6	9,8	0,4

(*) Ubicación entre 187 y 144 países a nivel mundial para el Índice de Desarrollo Humano (IDH) e Índice de Competitividad Global (ICG), respectivamente.
Fuentes: IMF, PNUD, WEF, WTO y UNCTAD.

El TPP se construye sobre la base del “Acuerdo Estratégico Transpacífico de Asociación Económica” (denominado P4) vigente desde el año 2006 y suscrito por Brunei Darussalam, Chile, Nueva Zelanda y Singapur, miembros originales de la Asociación Transpacífico.

11 En proceso de ingreso formal a las negociaciones del TPP (la Oficina del Representante Comercial de Estados Unidos, USTR informó el 24 de abril de 2013 que la Administración de E.E.U.U. notificó al Congreso Estadounidense la intención de incluir a Japón en las negociaciones del TPP).





El artículo 20.6 del P4 permite la posibilidad de adhesión de otros países del APEC u otros Estados con el objeto de promover la creación de una alianza estratégica mayor para la liberalización del comercio en la región Asia-Pacífico. Sobre esta base, actualmente se realiza el proceso de negociación del TPP para extender el alcance del P4 y, de esta forma, establecer una futura Área de Libre Comercio del Asia-Pacífico.

Las negociaciones del TPP se iniciaron en marzo de 2010 en Melbourne (Australia). La ronda 17 se realizó justamente el mes de mayo pasado en Lima y se tiene prevista una siguiente ronda de negociación en Malasia.

El TPP constituye un instrumento de política comercial de carácter integral que comprende aspectos adicionales al ámbito de acceso al mercado y medidas arancelarias. Entre los temas que el TPP comprende se incluyen: Acceso a Mercados, Reglas de Origen, Procedimientos Aduaneros, Medidas Sanitarias y Fitosanitarias, Obstáculos Técnicos al Comercio, Contratación Pública, Propiedad Intelectual, Defensa Comercial, Políticas de Competencia, Comercio Transfronterizo de Servicios, Servicios Financieros, Entrada Temporal de Personas de Negocios, Telecomunicaciones, Comercio Electrónico, Inversiones, Medio Ambiente, Laboral, Cooperación, Coherencia Regulatoria, Pequeñas y Medianas Empresas, Competitividad, Desarrollo, Asuntos Institucionales y Solución de Controversias.

En la actualidad, el Perú tiene acuerdos comerciales con seis de los países involucrados en el TPP; uno con cada uno de las siguientes naciones: Canadá, Chile, EEUU, México y Singapur; y dos con el Japón. Ninguno de estos acuerdos vigentes dejará de aplicarse tras la entrada en vigencia del TPP.

ACUERDO TRANSPACÍFICO: ACUERDOS COMERCIALES BILATERALES DEL PERÚ			
Países participantes del TPP	Acuerdos con el Perú	Nombre de acuerdos actuales con el Perú	Entrada en vigencia
Australia	No	-	-
Brunei Darussalam	No	-	-
Canadá	Sí	Tratado de Libre Comercio entre Canadá y la República del Perú	01/08/2009
Chile	Sí	Acuerdo de Libre Comercio entre el Gobierno de la República del Perú y el Gobierno de la República de Chile	01/03/2009
Estados Unidos	Sí	Acuerdo de Promoción Comercial Perú-Estados Unidos	01/02/2009
Japón	Sí	Acuerdo de Asociación Económica entre la República del Perú y Japón Acuerdo de Implementación entre el Gobierno de la República del Perú y el Gobierno de Japón conforme al artículo 16 del Acuerdo de la Asociación Económica entre la República del Perú y Japón	01/03/2012 01/03/2012
Malasia	No	-	-
México	Sí	Acuerdo de Integración Comercial entre la República del Perú y los Estados Unidos Mexicanos	01/02/2012
Nueva Zelanda	No	-	-
Singapur	Sí	Tratado de Libre Comercio entre el Gobierno de la República del Perú y el Gobierno de la República de Singapur	01/08/2009
Vietnam	No	-	-

El TPP consolida la política de apertura comercial del Perú que actualmente comprende acuerdos comerciales de naturaleza bilateral y regional con 52 países (vigentes, con 49 países, y por entrar en vigencia, con 3 países) que permiten que el país esté integrado comercialmente con un mercado de 3 mil millones de personas, que representa el 43 por ciento de la población mundial y concentra el 73 por ciento del PBI global, presentando una creciente apertura.

Como resultado de este proceso de integración, el 90 por ciento del comercio internacional de bienes del Perú fue realizado con países con los cuales se cuenta con un acuerdo comercial vigente, por entrar en vigencia o en negociación.

El valor agregado del TPP para el Perú reside en tres aspectos principales:

- a. Fortalecimiento de las oportunidades comerciales existentes e inclusión de oportunidades que no fueron contenidas en los acuerdos comerciales suscritos con las seis economías con las cuales el Perú tiene acuerdos bilaterales.
 - b. Ampliación del acceso al mercado de Australia, Brunei Darussalam, Malasia, Nueva Zelanda y Vietnam con los cuales se aprovecharía la eliminación arancelaria y la normativa de aspectos no comerciales orientados a fortalecer la inversión y la competitividad.
 - c. Participación en un bloque comercial de significativa dimensión económica que servirá como plataforma de integración económica en la región Asia-Pacífico.
-





IV. Finanzas públicas

54. El escenario internacional de menores precios de exportación se reflejó no sólo en un menor crecimiento estimado del PBI para el año sino también en una menor recaudación respecto a lo previsto en el Reporte de marzo. En cuanto al gasto del gobierno general, se estima un gasto similar al contemplado en el último Marco Macroeconómico Multianual y superior en más de 10 por ciento al registrado el año previo.
55. El resultado económico del primer trimestre muestra un menor superávit respecto al mismo periodo del año anterior (de 7,1 a 5,9 por ciento del PBI). Ello se explica por el mayor ritmo de crecimiento de los gastos corrientes producto del incremento en remuneraciones en el sector público, y el menor resultado que tuvieron las empresas estatales en este periodo por mayores gastos en bienes y servicios de Petroperú. Por su parte, los ingresos corrientes y el gasto de capital también crecieron en términos reales pero a un menor ritmo que el observado en el primer trimestre del 2012.

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	22,4	21,6	22,6	21,6	21,3	21,6	21,4	21,5
<i>Variación % real</i>	7,6	7,2	3,8	5,8	3,5	6,8	6,8	7,5
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	14,2	18,6	14,9	19,6	19,6	19,7	19,8	20,0
<i>Variación % real</i>	3,3	8,1	8,2	11,2	10,4	7,1	7,5	8,2
Del cual:								
Gasto corriente	11,1	13,1	11,6	13,6	13,7	13,5	13,5	13,3
<i>Variación % real</i>	-2,9	5,4	7,6	9,8	9,9	5,9	4,5	5,2
Gastos de capital	3,1	5,5	3,3	6,0	5,9	6,2	6,3	6,8
<i>Variación % real</i>	34,2	15,3	10,3	14,5	11,7	9,7	14,6	14,5
3. Otros	0,2	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	8,5	3,2	7,3	2,0	1,7	1,9	1,5	1,3
5. Intereses	1,4	1,1	1,5	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
6. Resultado económico	7,1	2,2	5,9	1,0	0,7	1,0	0,6	0,5

Nota (miles de millones de S/.):

1. Ingresos corrientes del gobierno general	28	114	30	123	120	134	131	144
2. Gastos no financieros del gobierno general	18	98	20	112	111	122	122	134
3. PBI nominal	125	526	132	569	565	620	614	671

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

2/ Incluye el gasto devengado por las compensaciones netas al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Los estimados para el 2013 y 2014 se han revisado a la baja, pasando de un resultado económico de 1,0 por ciento del PBI para ambos años a 0,7 y 0,6 por ciento del PBI, respectivamente. Este menor resultado se explicaría principalmente por el impacto en los ingresos de los menores precios de exportación esperados en este escenario de proyección. Para 2015 se espera un resultado económico de 0,5 por ciento del PBI en un contexto de mayor crecimiento previsto de la inversión pública. Todas las previsiones de gasto público son consistentes con lo contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual 2014 – 2016.

Cabe mencionar que la Ley de Equilibrio Financiero aprobada para este año señala, entre otras disposiciones, que el resultado económico no debe ser deficitario, con lo cual se reemplazan las reglas macro fiscales de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (déficit fiscal menor a 1 por ciento del PBI y aumento máximo del gasto real de consumo de 4 por ciento).



Evolución de los ingresos fiscales

56. En el primer trimestre de 2013 los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 22,6 por ciento del producto, mayor en 0,2 puntos porcentuales a lo obtenido en similar período de 2012, lo que representó un crecimiento de 3,8 por ciento en términos reales. Este desempeño responde a que los ingresos no tributarios pasaron de 5,3 a 5,7 por ciento del producto, mientras que los ingresos tributarios se redujeron de 17,2 por ciento a 17,0 por ciento del PBI. Dentro de los ingresos no tributarios (crecieron 10,7 por ciento), destacó el incremento de las contribuciones sociales (crecieron 11,9 por ciento) y también el Gravamen Especial Minero (50 por ciento). Este último incremento se debió a la diferencia en el sistema de pago respecto al aplicado a inicio del 2012.





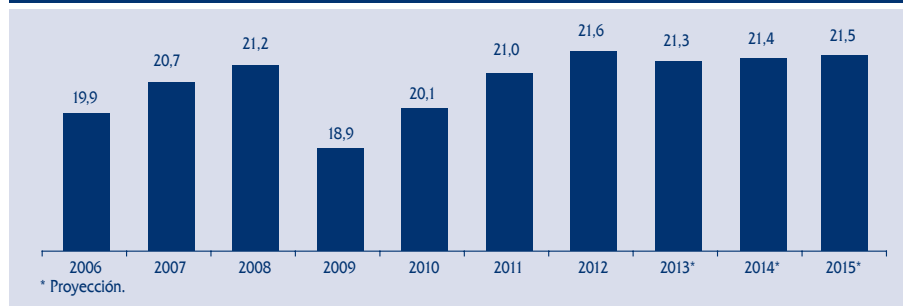
Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,2	16,4	17,0	16,2	16,1	16,3	16,2	16,3
Impuesto a la Renta	8,2	7,1	7,6	6,9	6,7	7,0	6,7	6,7
Impuesto General a las Ventas	8,6	8,4	8,6	8,5	8,4	8,5	8,4	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,3	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
Devoluciones de impuestos	-2,2	-2,0	-2,2	-2,1	-1,9	-2,1	-1,9	-1,8
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,3	5,2	5,7	5,3	5,2	5,3	5,2	5,2
TOTAL	22,4	21,6	22,6	21,6	21,3	21,6	21,4	21,5

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

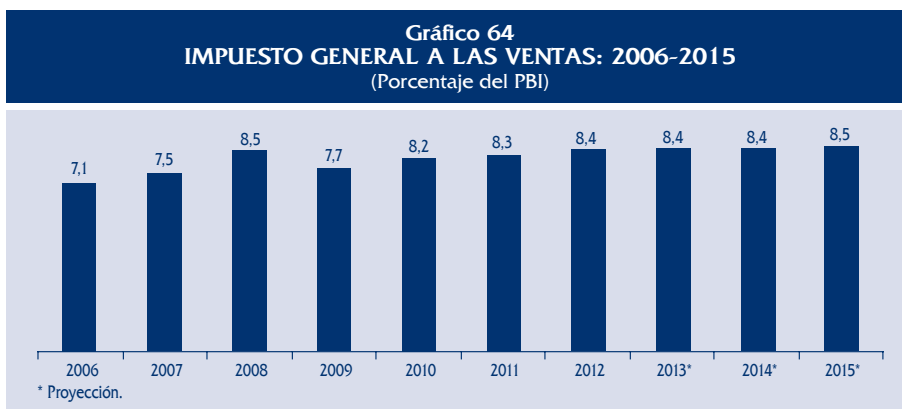
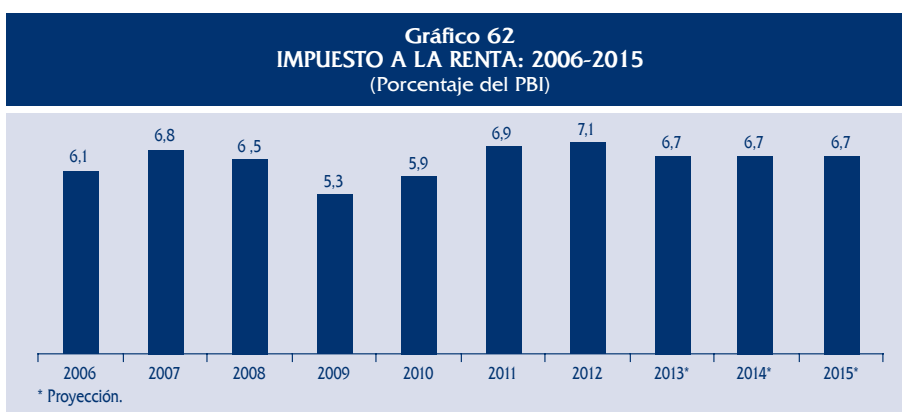
Gráfico 61
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015
(Porcentaje del PBI)



Para el año **2013** se ha revisado a la baja el crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 5,8 por ciento en el Reporte previo a 3,5 por ciento en el Reporte actual, lo que se explica principalmente por los menores ingresos esperados por regularización de impuesto a la renta, acorde con los menores pagos por este concepto por parte del sector minero. Con ello, el coeficiente de los ingresos corrientes con respecto al PBI pasaría de 21,6 previsto en marzo a 21,3 por ciento del PBI; en tanto que para el año **2014** también se ha revisado a la baja este agregado en 0,2 puntos porcentuales. Para 2015, se prevé que este coeficiente de ingresos corrientes a PBI se mantenga estable en 21,5 por ciento del producto.

En el horizonte de proyección la recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendería a 6,7 por ciento del PBI, menor respecto a lo previsto en marzo. Se prevé en 2013 una reducción con respecto al año previo debido a la menor recaudación en el sector minero ante los menores precios previstos de los minerales. Esto sería parcialmente compensado en el horizonte de proyección por las mayores rentas del trabajo, en un contexto de previsión de un mayor crecimiento del empleo formal.

Por su parte, en el primer trimestre de 2013, el **Impuesto General a las Ventas (IGV)** aumentó 3,5 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 5,7 por ciento para el IGV interno y en un 0,5 por ciento para el IGV externo. En un contexto de dinamismo de la demanda interna y medidas orientadas a ampliar la base tributaria se espera que la recaudación del IGV se eleve en 0,1 puntos porcentuales del PBI entre 2013 y 2015, alcanzando 8,5 puntos del PBI en 2015. Esta trayectoria es consistente con una dinámica de crecimiento a tasas mayores a 7 por ciento entre 2014 y 2015.





En el primer trimestre de 2013, el **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)**, registró una tasa de crecimiento positiva de 16,2 por ciento en términos reales, descomponiéndose en un incremento de 37,0 por ciento para el ISC combustibles y de 1,7 por ciento para el ISC otros.

Cabe señalar que en el primer trimestre de este año se registró un ingreso excepcional por ISC combustibles proveniente de un pago que realizó Petroperú, empresa que tuvo que cancelar obligaciones pasadas luego de una resolución del Tribunal Fiscal. En términos reales, el ISC se incrementaría a 8,3 por ciento hacia el 2013, reflejando en parte los mayores ingresos por las modificaciones en las tasas aplicables a bebidas alcohólicas. Posteriormente se mantendrían tasas de crecimiento en torno a 5,5 por ciento en términos reales. Con ello, se proyecta que la recaudación por este concepto se mantenga en 1,0 por ciento del producto, reduciéndose ligeramente a 0,9 puntos del producto en 2015.



Evolución del gasto público

57. En el **primer trimestre de 2013** el gasto no financiero del gobierno general representó el 14,9 por ciento del producto, lo que representó un aumento de 0,7 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2012 (14,2 por ciento). Este resultado corresponde a un aumento en el gasto no financiero de 8,2 por ciento en términos reales que se descompone en un aumento de 7,6 por ciento para el gasto corriente y un aumento de 10,3 por ciento para el gasto de capital.

Cuadro 26
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Variación porcentual real)

	2012				2013	
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.
GASTO CORRIENTE	-2,9	1,5	2,7	16,9	5,4	7,6
Gobierno Nacional	-11,5	-3,9	-2,3	21,1	1,8	6,2
Gobiernos Regionales	10,8	11,7	9,9	10,7	10,7	11,5
Gobiernos Locales	34,6	15,7	19,0	6,3	16,7	8,2
GASTO DE CAPITAL	34,2	1,1	26,4	11,9	15,3	10,3
Gobierno Nacional	-31,8	-39,6	2,4	8,2	-13,0	20,0
Gobiernos Regionales	44,0	41,9	43,4	33,0	38,3	15,3
Gobiernos Locales	213,1	74,3	44,0	5,1	38,3	2,0
GASTO TOTAL	3,3	1,4	8,6	15,1	8,1	8,2
Gobierno Nacional	-14,4	-12,4	-1,5	18,0	-1,2	7,7
Gobiernos Regionales	17,0	19,0	18,7	19,0	18,5	12,4
Gobiernos Locales	87,1	39,2	31,6	5,5	28,0	5,1

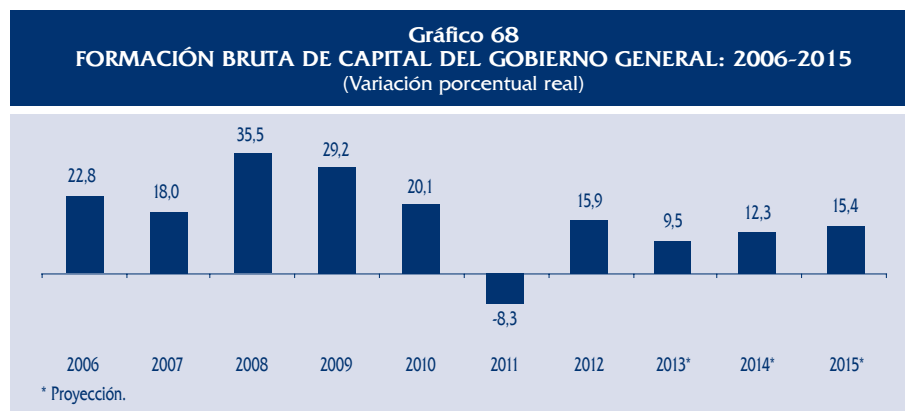
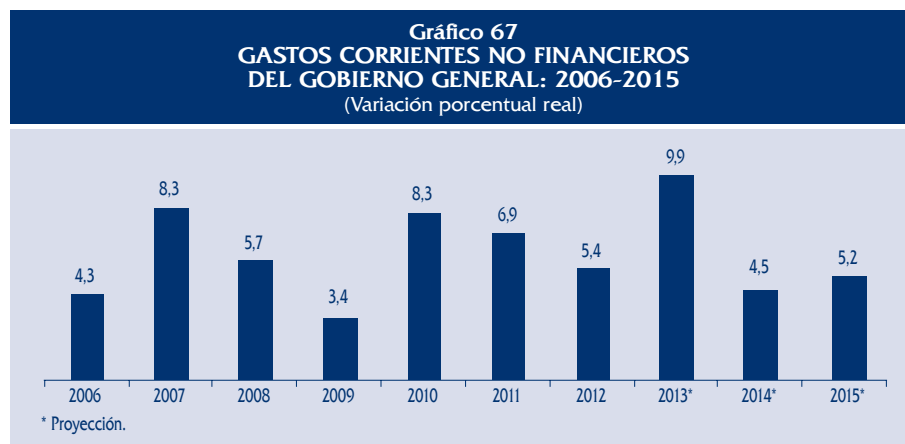
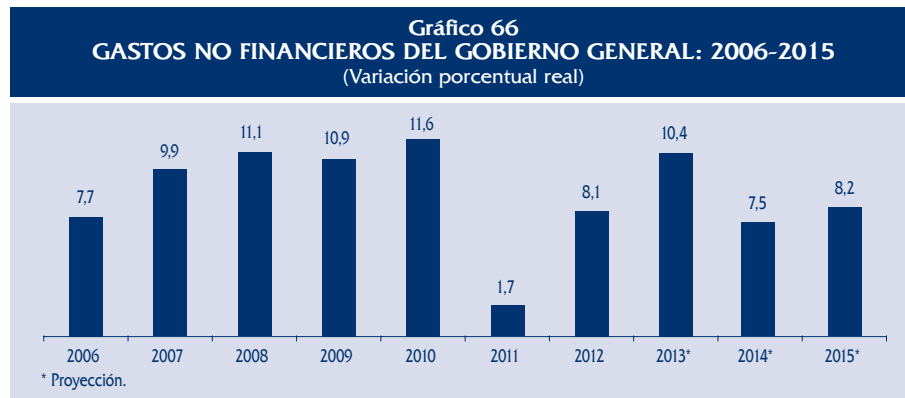
58. Para el año 2013 se estima un crecimiento real de 10,4 por ciento del gasto no financiero del gobierno general como consecuencia de los incrementos salariales aprobados en el Presupuesto 2013 y que se destinarían principalmente a los sectores Educación, Interior y Defensa. De esta forma, esta variable se ubicaría en el año 2013 en un nivel equivalente a 19,6 por ciento del PBI, coeficiente mayor al registrado en 2012 (18,6 por ciento). Para el horizonte de proyección se prevé que este agregado como porcentaje del PBI siga una trayectoria creciente hasta alcanzar un nivel de 20 por ciento del PBI en 2015, como consecuencia del incremento en los gastos de capital, principalmente de los gobiernos sub-nacionales.

Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
GASTO CORRIENTE	11,1	13,1	11,6	13,6	13,7	13,5	13,5	13,3
Gobierno Nacional	7,3	8,7	7,5	8,9	9,1	8,8	8,9	8,8
Gobiernos Regionales	2,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Gobiernos Locales	1,5	1,8	1,6	2,0	1,9	2,0	1,9	1,8
GASTO DE CAPITAL	3,1	5,5	3,3	6,0	5,9	6,2	6,3	6,8
Gobierno Nacional	0,9	1,9	1,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,3
Gobiernos Regionales	0,7	1,3	0,8	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6
Gobiernos Locales	1,5	2,4	1,5	2,5	2,5	2,7	2,7	2,9
GASTO TOTAL	14,2	18,6	14,9	19,6	19,6	19,7	19,8	20,0
Gobierno Nacional	8,2	10,6	8,6	11,0	11,1	10,8	11,1	11,1
Gobiernos Regionales	3,0	3,9	3,3	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3
Gobiernos Locales	3,0	4,2	3,1	4,5	4,4	4,7	4,5	4,7

* Proyección.





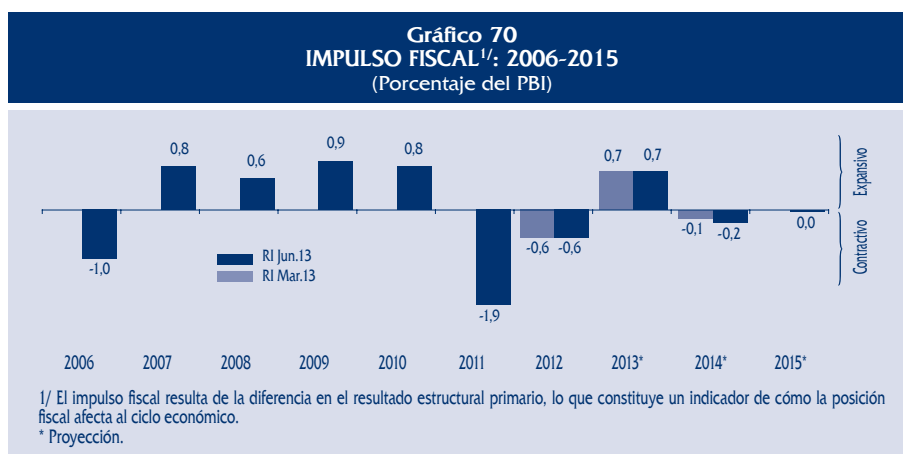
Resultado económico estructural e Impulso fiscal

59. El **resultado económico estructural**, indicador de la posición fiscal de largo plazo que deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y

de los precios de los principales minerales de exportación, fue de 0,3 por ciento del PBI en 2012. Para el año 2013 se proyecta un resultado estructural negativo de 0,4 por ciento del PBI, asociado al mayor gasto del gobierno general, en tanto que para 2014 y 2015 se proyecta una reducción del déficit estructural a niveles cercanos a cero.



60. La variación en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico. Para el año 2013 el impulso fiscal sería de 0,7 (posición expansiva) en línea con los incrementos salariales que se registrarían en el año; en tanto que para 2014 este indicador sería de -0,2 por ciento del PBI, ligeramente menor al previsto en el Reporte de marzo, convergiendo hacia un impulso fiscal nulo para el año 2015.



**Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero**

61. El menor superávit estimado en el horizonte de proyección (de 1,0 a 0,7 por ciento del PBI para el 2013 y 0,6 por ciento del PBI para el 2014) reduciría las fuentes disponibles de recursos del gobierno, lo que se traduciría en una menor acumulación de depósitos respecto a lo contemplado en el Reporte de Inflación de marzo.

Cabe señalar que este requerimiento excluye las operaciones de administración de deuda previstas para 2013, que comprende el prepago de deuda externa por US\$ 1 679 millones y la emisión de bonos soberanos S/. 3 086 millones. En línea con ello, en febrero el gobierno emitió bonos por S/. 1 905 millones (a valor nominal), siendo el 85 por ciento adquirido por inversionistas locales.

Cuadro 28
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones S./.)

	2012		2013*			2014*		2015*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Jun.13
I. USOS	-7 075	-6 968	-6 491	-2 506	-780	-2 483	-398	2 337
1. Amortización	1 768	4 342	1 269	3 078	3 038	3 659	3 327	5 697
a. Externa	1 230	3 105	1 074	1 837	1 825	2 734	2 643	2 352
<i>Millones US\$</i>	459	1 177	417	712	706	1 060	1 025	912
b. Interna	538	1 237	195	1 241	1 213	924	683	3 346
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	92	509	8	223	190	240	168	168
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-8 843	-11 310	-7 760	-5 585	-3 818	-6 142	-3 724	-3 360
II. FUENTES	-7 075	-6 968	-6 491	-2 506	-780	-2 483	-398	2 337
1. Externas	216	1 224	64	2 491	2 303	2 633	2 633	3 655
<i>Millones US\$</i>	81	464	25	966	891	1 021	1 021	1 418
2. Bonos 2/	3 192	4 378	108	1 448	1 081	1 745	1 762	1 674
3. Internas 3/	-10 484	-12 569	-6 662	-6 445	-4 163	-6 861	-4 793	-2 992

Nota:

Deuda bruta del sector público no financiero

Miles de millones S/. 100,4 103,8 99,3 101,5 100,1 104,1 103,7 105,8

Porcentaje del PBI 20,2 19,7 18,6 17,8 17,7 16,8 16,9 15,8

Deuda neta del sector público no financiero 4/

Miles de millones S/. 28,8 25,4 16,6 17,7 13,4 12,6 11,8 8,7

Porcentaje del PBI 5,8 4,8 3,1 3,1 2,4 2,0 1,9 1,3

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto del 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 bruta menos depósitos del sector público no financiero.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

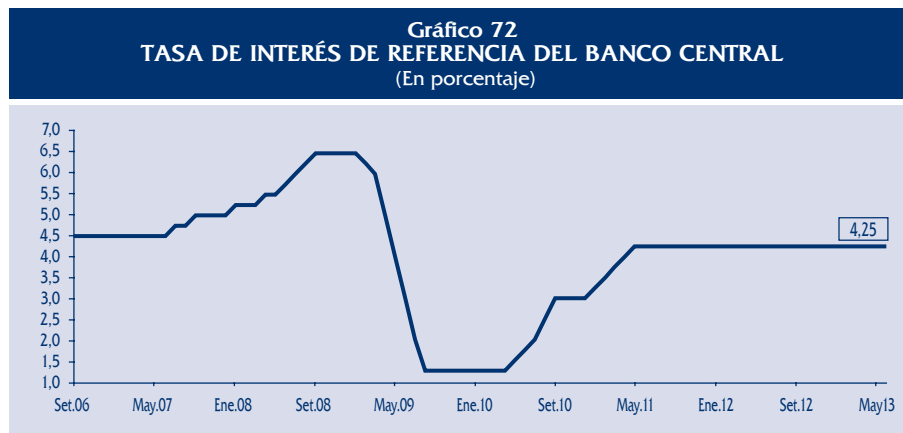
La deuda bruta y deuda neta alcanzaron a marzo de 2013 el 18,6 por ciento y el 3,1 por ciento del PBI, respectivamente. El incremento esperado en la actividad económica y el aumento en los depósitos del sector público, dado los resultados positivos en las finanzas públicas, determinarán que la deuda bruta continúe su descenso pasando a constituir el 15,8 por ciento del PBI en el 2015 y la deuda neta llegue al 1,3 por ciento en la misma fecha.





V. Política monetaria

62. El Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento, nivel en el que se encuentra desde mayo 2011. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron la reducción de la inflación y su retorno al rango meta de 1 a 3 por ciento, debido a la reversión de los factores de oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano al potencial con expectativas inflacionarias ancladas en el rango meta y un escenario internacional en el que se mantiene la incertidumbre acerca de la situación económica de Estados Unidos, Europa y China.



RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

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

Esta decisión obedece a que la inflación se encuentra en el rango meta en un contexto de crecimiento económico cercano a su potencial. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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

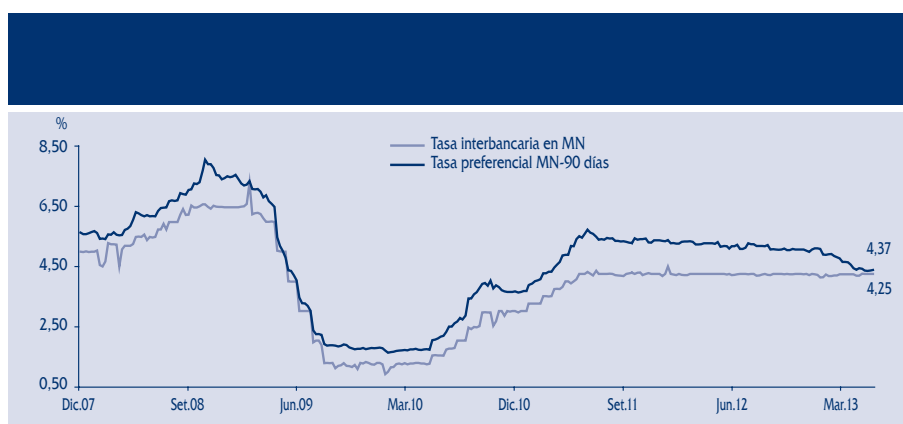
Esta decisión obedece a que la inflación se mantiene en el rango meta en un contexto de crecimiento económico cercano su potencial. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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

Esta decisión obedece a que la inflación se mantiene dentro del rango meta en un contexto de crecimiento económico cercano a su potencial. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

Tasas de interés en moneda nacional

63. En moneda nacional, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días disminuyó 18 puntos básicos desde el cierre de marzo, alcanzando un nivel de 4,37 por ciento. Esta tasa de interés, por tener una menor prima por riesgo crediticio y por ser de corto plazo, es la tasa de interés que mantiene una mayor relación con la tasa de referencia de la política monetaria; y su evolución es consistente con una situación holgada de liquidez en moneda nacional y con una tasa de interés de referencia que se mantiene en 4,25 por ciento desde mayo 2011.



64. En cuanto a las tasas de interés de créditos en moneda nacional para empresas se observa una reducción entre 25 y 38 puntos básicos, respecto a lo registrado hasta el primer trimestre de este año, en línea con la evolución de las tasas de corto plazo. Asimismo, la tasa de interés para créditos hipotecarios en soles disminuyó en 19 puntos básicos respecto a marzo 2013. En contraste, la tasa de interés para créditos al consumo continúa con su tendencia creciente observada desde los meses previos. (en mayo se incrementó 265 puntos básicos respecto al cierre del primer trimestre), lo que principalmente estaría reflejando el efecto de los incrementos de la morosidad de este segmento del mercado de crédito.





Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/
(Porcentaje)

Moneda nacional						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	40,7	9,3
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	38,5	9,4
Mar.12	6,1	7,0	11,2	23,4	35,6	9,4
Jun.12	6,0	7,3	11,2	23,1	34,9	9,3
Set.12	5,7	7,5	11,1	22,9	38,0	8,9
Oct.12	6,0	7,5	11,0	23,0	38,8	8,9
Nov.12	6,2	7,6	10,9	23,0	38,6	8,8
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	41,2	8,8
Ene.13	6,0	7,4	11,0	22,2	40,9	8,9
Feb.13	6,0	7,5	11,0	22,4	39,6	9,1
Mar.13	5,8	7,4	10,8	22,0	39,3	9,2
Abr.13	5,4	7,2	10,7	21,9	40,7	9,1
May.13	5,4	7,2	10,8	21,7	41,9	9,0
Variación Acumulada (pbs)						
May.13-Mar.13	-38	-25	1	-35	265	-19
May.13-Dic.12	-37	-18	-13	-76	76	28

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

65. En cuanto a las tasas pasivas en moneda nacional, se sigue observando una reducción entre 5 y 26 puntos básicos respecto al cierre del primer trimestre para plazos mayores a 30 días, en tanto que la tasa de depósitos a un mes se elevó en 24 puntos básicos.

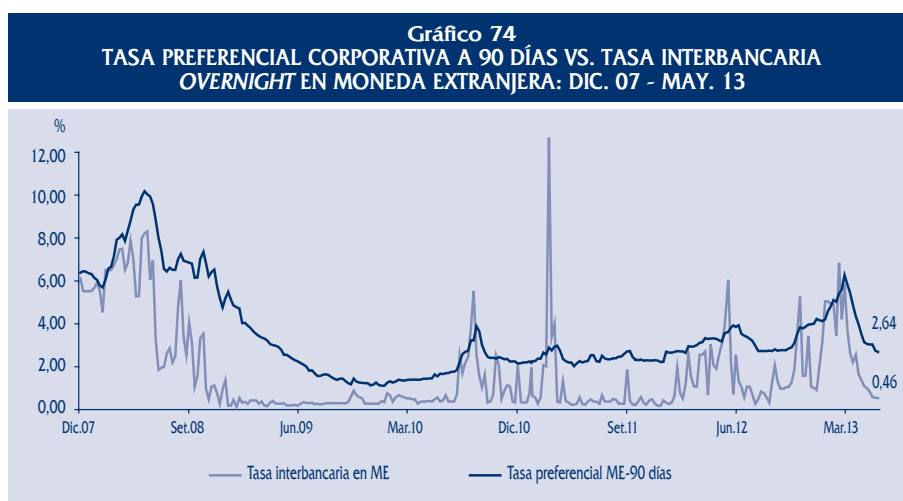
Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
(Porcentaje)

	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
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Mar.12	3,7	3,9	4,5
Jun.12	3,7	3,9	4,3
Set.12	3,7	3,8	4,3
Dic.12	3,6	3,6	4,1
Ene.13	3,4	3,6	4,0
Feb.13	3,1	3,4	3,9
Mar.13	3,0	3,3	3,8
Abr.13	3,0	3,2	3,6
May.13	3,2	3,2	3,5
Variación Acumulada (pbs)			
May.13-Mar.13	24	-5	-26
May.13-Dic.12	-36	-41	-51

Esta evolución de las tasas de interés en moneda nacional muestra que las condiciones monetarias en soles se mantienen favorables en línea con lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo 2013.

Tasa de interés en moneda extranjera

66. En moneda extranjera, se observó un incremento en la disponibilidad de liquidez en dólares respecto al primer trimestre, lo que se reflejó en una disminución de la tasa de interés preferencial corporativa en 222 puntos básicos desde marzo, alcanzando un nivel de 2,64 por ciento. Asimismo, la tasa de interés del mercado interbancario en moneda extranjera alcanzó un nivel promedio de 0,46 por ciento en mayo, menor en 169 puntos básicos al nivel promedio observado al cierre del primer trimestre.



La mayor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera de la banca responde en parte a los mayores depósitos en dólares que recibieron los bancos en abril (US\$ 363 millones) como resultado de las emisiones en el exterior de bonos corporativos que en dicho mes alcanzaron US\$ 1 860 millones. Asimismo, los bancos han sustituido parte de sus adeudados de corto plazo por adeudados de largo plazo, con lo que sus requerimientos de encaje por adeudados se han reducido en abril y mayo.

67. Las tasas de interés activas para créditos a empresas en moneda extranjera muestran una evolución similar a las tasas del mercado monetario en dólares, reduciéndose respecto al cierre del primer trimestre entre 27 y 120 puntos básicos, resaltando la disminución de la tasa para créditos a corporaciones y grandes empresas. Se observa una evolución contraria en las tasas para créditos al consumo e hipotecarios, los que se incrementaron 16 y 15 puntos básicos, respectivamente.





Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/
(Porcentaje)

Moneda extranjera						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	19,4	8,1
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	22,0	8,2
Mar.12	3,8	5,7	8,9	16,4	23,0	8,2
Jun.12	4,0	6,1	8,7	15,2	22,9	8,0
Set.12	3,8	5,8	9,2	15,6	23,6	8,0
Oct.12	3,7	5,9	9,2	15,5	24,0	8,1
Nov.12	4,0	5,9	9,2	15,9	24,2	8,0
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	22,4	8,0
Ene.13	4,1	6,7	8,7	14,4	23,1	8,0
Feb.13	4,3	6,8	9,4	13,8	24,0	8,3
Mar.13	4,6	7,5	10,1	14,8	24,1	8,2
Abr.13	4,1	7,0	9,2	14,4	24,1	8,3
May.13	3,5	6,3	9,2	14,5	24,3	8,3
Variación Acumulada (pbs)						
May.13-Mar.13	-109	-120	-92	-27	16	15
May.13-Dic.12	-57	-10	19	-100	190	34

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

68. En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se registra también disminución para los plazos menores a 180 días de entre 100 y 216 puntos básicos respecto al cierre del primer trimestre, en línea con la evolución de las tasas del mercado interbancario. Para los depósitos entre 181 y 360 días, la tasa pasiva se incrementó ligeramente en 11 puntos básicos.

Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES
(Porcentaje)

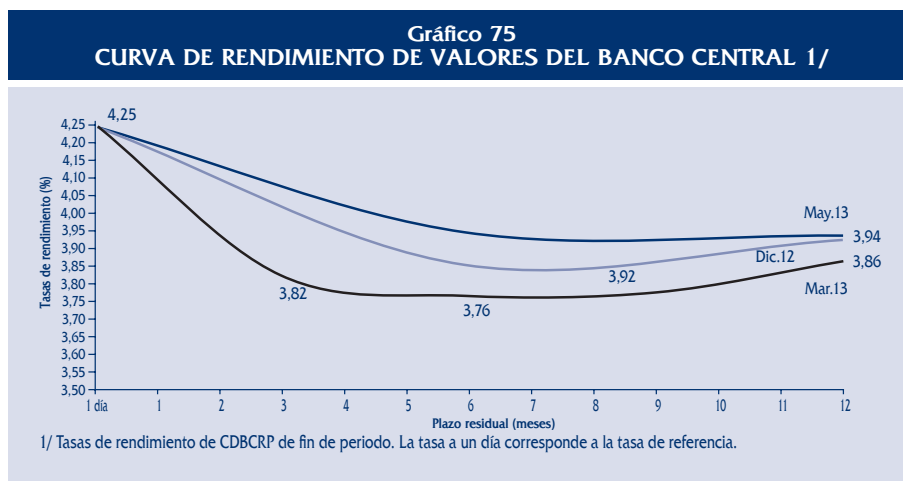
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Mar.12	1,3	1,2	1,6
Jun.12	1,7	1,2	1,6
Set.12	0,9	1,1	1,6
Dic.12	1,7	1,6	1,6
Ene.13	2,3	1,5	1,5
Feb.13	3,0	2,0	1,3
Mar.13	2,5	2,2	1,5
Abr.13	1,0	1,9	1,7
May.13	0,4	1,2	1,6
Variación Acumulada (pbs)			
May.13-Mar.13	-216	-100	11
May.13-Dic.12	-132	-41	-3

Esta evolución de las tasas de interés en dólares muestra cierta flexibilidad en las condiciones monetarias y crediticias en moneda extranjera, con lo que las tasas de

interés en dólares son algo menores de las contempladas en el Reporte de Inflación de marzo 2013.

Operaciones monetarias

69. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto de elevada liquidez en la banca. Con este objetivo se emitieron CDBCRP hasta el plazo de 12 meses, cuya curva de rendimiento sigue presentando una pendiente negativa, reflejo de la abundante disponibilidad de liquidez de la banca.



Entre marzo y mayo de 2013, el Banco Central realizó colocaciones netas de sus Certificados de Depósitos (CDBCRP) por S/. 4 052 millones, principalmente en abril (S/. 4 300 millones), lo que fue más que compensado por una mayor cantidad de vencimientos netos de Depósitos a Plazo por S/. 4 500 millones. En el mismo periodo, el sector público aumentó sus depósitos en el Banco Central en S/. 4 388 millones.

Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en sus pasivos totales. Así, los instrumentos monetarios del BCRP pasaron de representar el 19,7 por ciento de las Reservas Internacionales en marzo, a 18,9 por ciento en mayo de 2013. Por su parte, la participación de los depósitos totales por encaje también aumentó de 27,9 a 29,0 por ciento, principalmente por los mayores depósitos por encaje en moneda nacional, que pasaron de 12,4 al 13,3 por ciento. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización de las intervenciones cambiarias con una participación de 36,6 por ciento de los pasivos totales del BCRP.





Cuadro 33
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Mar.13	May.13
I. Reservas Internacionales Netas	100%	100%
	(US\$ 67 918 mills.)	(US\$ 66 765 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	35,4%	36,6%
En moneda nacional	21,3%	23,9%
En moneda extranjera	14,2%	12,7%
III. Depósitos totales por encaje	27,9%	29,0%
En moneda nacional	12,4%	13,3%
En moneda extranjera 1/	15,5%	15,7%
IV. Instrumentos del BCRP	19,7%	18,9%
CD BCRP	12,7%	15,2%
CDR BCRP	0,0%	0,3%
Depósito a Plazo	6,9%	3,4%
V. Circulante	17,2%	17,2%
VI. Otros	-0,1%	-1,7%

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

Circulante

70. El circulante promedio entre marzo y abril 2013, creció a un ritmo de 17,3 por ciento anual, en línea con la evolución de la actividad económica que en los últimos meses se encuentra en un nivel próximo al potencial. Para el segundo trimestre, se espera que el circulante crezca a una tasa mayor que en el primer trimestre, lo que está en línea con la evolución de los indicadores adelantados de actividad económica que muestran un mayor crecimiento de la economía en el segundo trimestre respecto al primero.

Gráfico 76
CIRCULANTE PROMEDIO
(Var % respecto a similar periodo del año anterior)



Encajes

71. Asimismo, con la finalidad de mantener un crecimiento ordenado del crédito y la liquidez, e incentivar una mayor sustitución de los créditos en dólares por soles, el Banco Central ha incrementado los requerimientos de encaje en ambas monedas poniendo un mayor énfasis en dólares. Así, en lo que va del año, se ha incrementado el encaje en dólares en 4 oportunidades, 75 puntos básicos en enero, 100 puntos básicos en febrero, 50 puntos básicos en marzo y 25 puntos básicos en abril acumulando 250 puntos básicos; en tanto, el encaje en soles sólo se elevó en 25 puntos básicos en enero.

Adicionalmente, con el fin de incentivar una sustitución de los créditos hipotecarios y vehiculares de dólares hacia soles, a partir de marzo, el Banco Central estableció un encaje adicional de 0,75 por ciento (1,50 por ciento) para las instituciones financieras cuyo saldo de crédito supere 10 por ciento (20 por ciento) de su saldo a febrero 2013.

En mayo, con el objetivo de complementar la anterior medida y permitir que las instituciones tengan mayores fondos en soles para brindar créditos hipotecarios en dicha moneda y de esta manera brindar incentivos para sustituir su fondeo mediante adeudados y bonos del exterior en dólares por soles, el BCRP amplió el límite de las obligaciones de largo plazo con el exterior exoneradas de encaje de 2,2 a 2,3 veces el patrimonio efectivo al 30 de setiembre de 2012 ó S/. 400 millones, el mayor, siempre y cuando, el monto de dichas obligaciones en moneda extranjera no supera 2,0 veces dicho patrimonio.

72. Con estas medidas el encaje medio en moneda nacional se elevó de 18,8 por ciento, en diciembre, a 20,0 por ciento en mayo y en dólares, de 41,2 por ciento en diciembre a 43,3 por ciento en mayo.





En junio, con el objetivo de reducir la dispersión del encaje medio entre las entidades del sistema financiero y así disminuir la heterogeneidad en el costo de fondeo de las instituciones, el BCRP estableció un límite máximo a la tasa de encaje medio de 20 por ciento. Esta medida libera encaje por alrededor de S/. 500 millones correspondiendo a entidades financieras de menor tamaño que son aquellas que mayormente registran tasas de encaje media mayores a 20 por ciento.

Recuadro 3

RACIONALIDAD DE LAS MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE DEL BCRP

Las medidas de encaje implementadas por el BCRP tienen carácter preventivo y buscan mantener una evolución ordenada de la liquidez y del crédito. En los últimos años la actividad económica ha venido experimentando altas tasas de crecimiento, en un contexto de gran incertidumbre financiera global y una elevada liquidez internacional producto de las políticas de expansión monetaria realizadas por los bancos centrales de economías desarrolladas. Como consecuencia de esto, las economías emergentes, y en particular, la economía peruana está registrando una entrada de capitales externos sin precedentes.

En este contexto, existe el riesgo de que se generen vulnerabilidades en el sistema financiero si es que el crédito, en particular en dólares, crece tasas muy elevadas, ya que en economías dolarizadas como la peruana, una fuerte depreciación del tipo de cambio puede afectar negativamente la situación financiera de las empresas y familias que toman estos créditos pero que no generan ingresos en dólares.

Para evitar estos posibles riesgos, el BCRP ha modificado el régimen de encaje en varias oportunidades en el último año. Así, con la finalidad de **evitar el excesivo crecimiento de los créditos y a su vez sustituir créditos en dólares por créditos en soles**, el BCRP ha incrementado en 5 oportunidades la tasa de encaje en soles y dólares, acumulando así un aumento de 225 puntos básicos en ambas monedas durante el 2012. En lo que va del 2013, se ha incrementado el encaje en soles en una oportunidad (25 puntos básicos en enero) y el encaje en dólares en 4 oportunidades (250 puntos básicos en total en enero, febrero, marzo y abril).

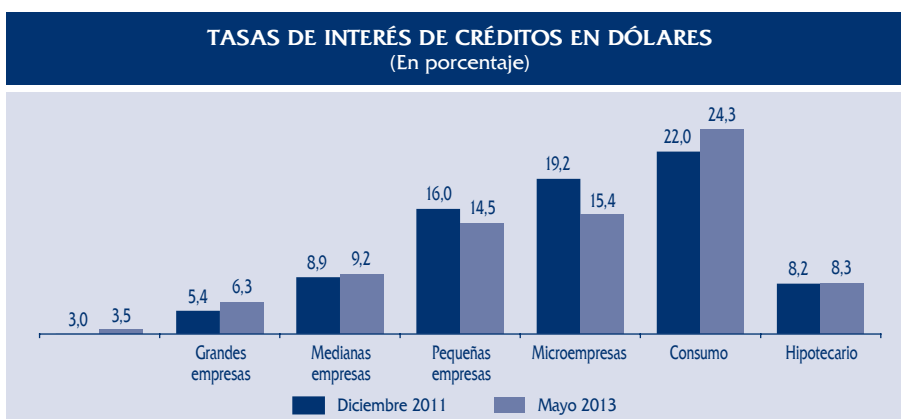
Asimismo para moderar la expansión de crédito hipotecario y vehicular en dólares e incentivar su sustitución por créditos en soles, en marzo 2013, el BCRP estableció un incremento en 75 (150) pbs del encaje en dólares si el saldo del crédito hipotecario y automotriz en dicha moneda supera 1,1 (1,2) veces dicho saldo a febrero 2013 ó 20% (25%) del patrimonio efectivo al cierre del 2012, el mayor. Además, dicha medida sirve para evitar futuros descalces de monedas debido que las familias tienen incentivos a endeudarse en soles al encarecerse los créditos en moneda extranjera.

También para evitar el excesivo apalancamiento del sistema financiero en dólares e incentivar un mayor fondeo en soles, el BCRP estableció una ampliación del límite para los adeudados y bonos del exterior exoneradas de encaje de 2,2 a 2,3 veces el patrimonio, siempre y cuando, sus pasivos externos de largo plazo en dólares no superen 2,0 veces el patrimonio efectivo.

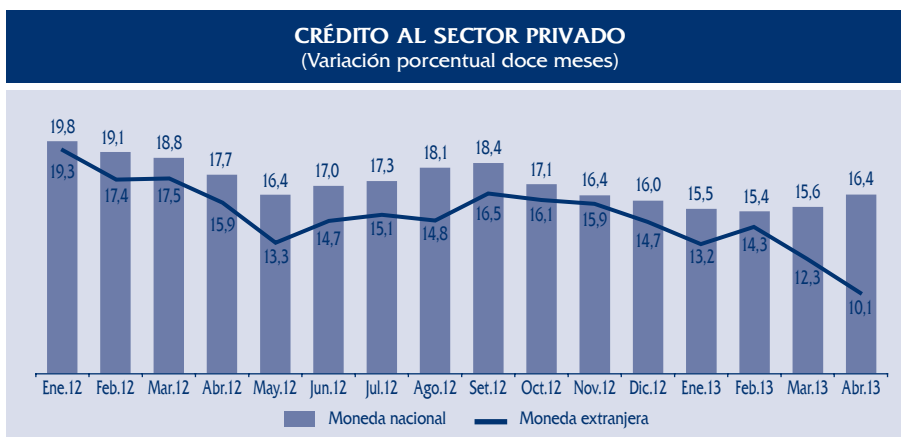
Más recientemente con el objetivo de reducir la dispersión de la tasa de encaje en moneda nacional de las instituciones financieras, en junio 2013 el BCRP estableció un límite máximo para la tasa de

encaje medio de 20 por ciento. Dicha medida permitiría eliminar o reducir la heterogeneidad en el costo de fondeo de las instituciones, lo que puede afectar su capacidad para competir.

Los incrementos en las tasas de encaje han inducido incrementos en las tasas de interés en la mayoría de los segmentos de créditos en dólares. Así, para el caso de créditos en dólares a clientes corporativos, la tasa de interés ha pasado de 3,0 por ciento en diciembre 2011 a 3,5 por ciento en mayo 2013, mientras que en el caso de las tasas de interés para créditos a las grandes y medianas empresas, éstas se han elevado de 5,4 a 6,3 por ciento en el primer caso y de 8,9 a 9,2 por ciento en el segundo caso.

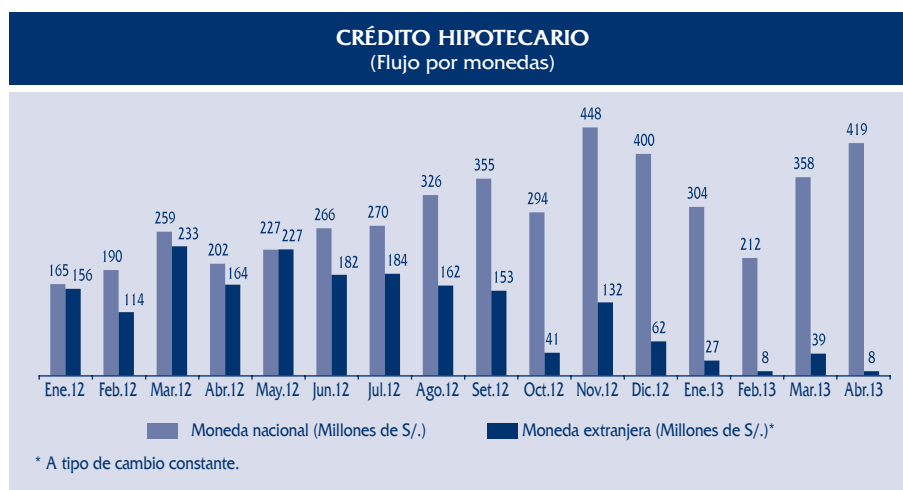


Asimismo, las medidas establecidas por el Banco Central han contribuido a reducir el ritmo de crecimiento de los créditos en dólares y han inducido una mayor sustitución de créditos en dólares a soles. Así, desde octubre del 2012 se observa una desaceleración en el ritmo de crecimiento doce meses de los créditos en dólares. En tanto, el crédito en moneda nacional ha mantenido tasas de crecimiento por encima del 15 por ciento, que es explicado, en parte, por la sustitución de créditos en dólares por soles.





El ritmo de crecimiento de los créditos hipotecarios en dólares ha disminuido de 15,4 por ciento en febrero 2013 a 11,6 por ciento en abril 2013. Además, en el periodo marzo – abril 2013, periodo en el que está vigente la nueva medida de encaje para los créditos hipotecarios y vehiculares que induce a mayores colocaciones en soles, se observa un cambio importante en la composición del crédito hipotecario por monedas, el 98,3 por ciento se otorgó en moneda nacional, S/. 777 millones y únicamente US\$ 18 millones se otorgó en moneda extranjera.

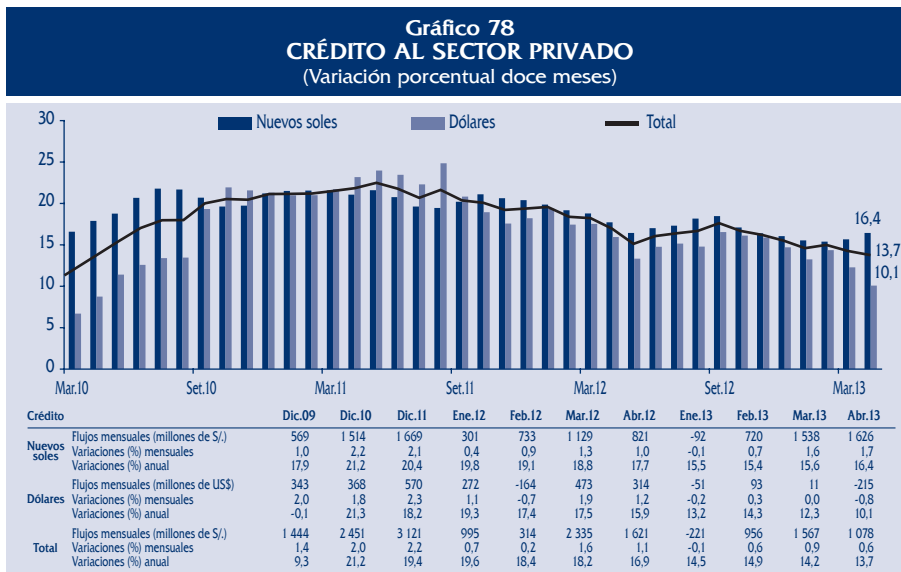


Un menor grado de dolarización del crédito, como el que ya se observa en el caso de los créditos hipotecarios, juntamente con un ritmo de expansión del crédito más sostenible, contribuye a la estabilidad del sistema financiero y con ello al logro de la estabilidad monetaria.

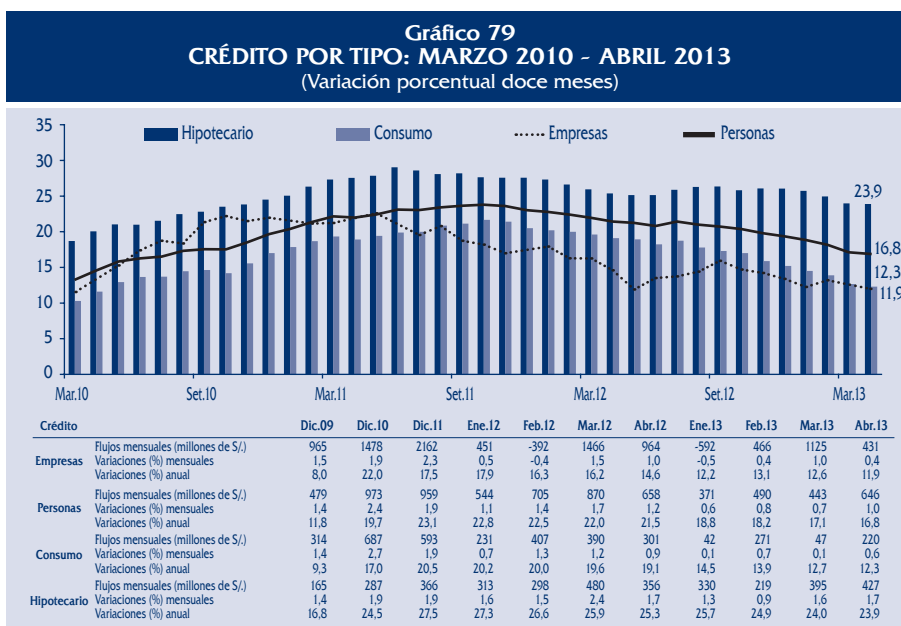
Crédito al sector privado

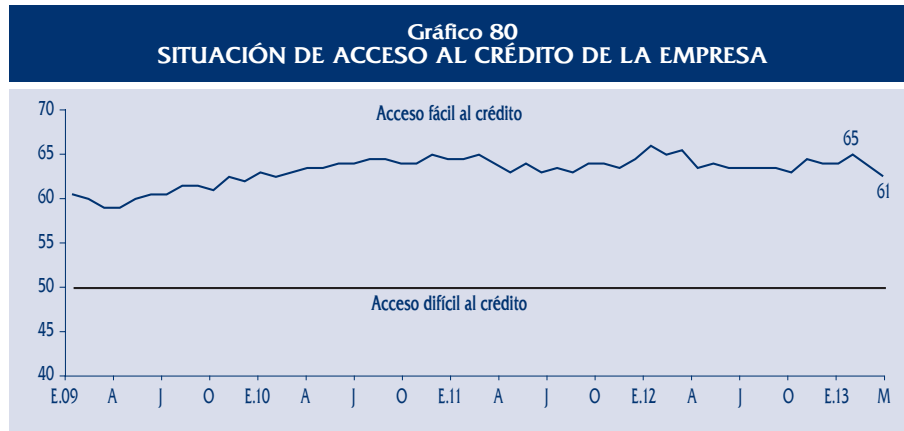
73. El crédito al sector privado ha moderado su ritmo de expansión con una variación anual en abril de 13,7 por ciento frente a un crecimiento de 14,2 por ciento al cierre del primer trimestre y 15,4 por ciento en 2012, debido principalmente a la moderación del crédito en moneda extranjera que creció en 10,1 por ciento. Por tipo de colocación, el crédito a empresas y para consumo son los que registran una mayor moderación. Así, el crédito a empresas pasó de crecer 12,6 por ciento en el primer trimestre 2013 a 11,9 por ciento en abril y el crédito de consumo pasó de 12,7 por ciento al cierre de marzo a 12,3 por ciento en abril.

En el caso del crédito a las empresas, el menor ritmo de crecimiento se explica en parte por la menor demanda por crédito de las empresas que han incrementado su uso de financiamiento externo mediante la emisión de bonos en el mercado internacional, que en lo que va del año asciende a US\$ 3 555 millones.

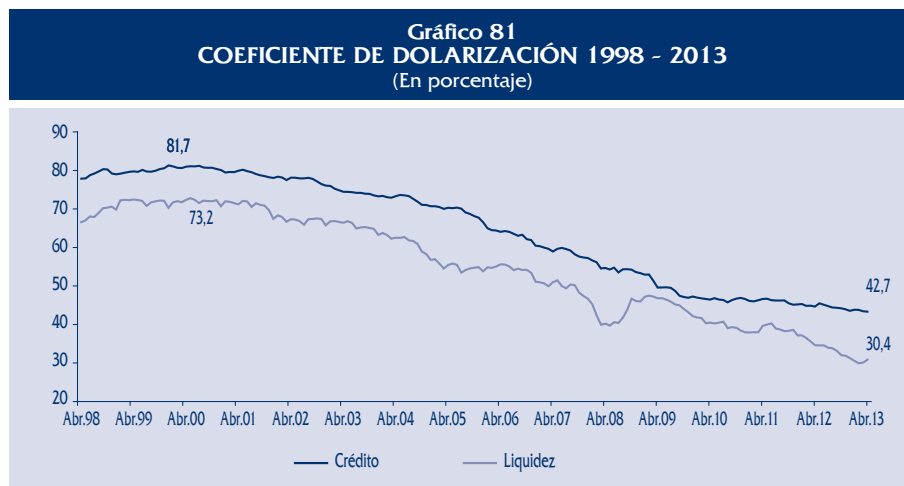


Por su parte, el crédito hipotecario mantuvo un ritmo de crecimiento elevado (23,9 por ciento), similar al observado en marzo (24,0 por ciento), destacando el mayor dinamismo del crédito en moneda nacional que creció 35 por ciento en abril, mientras que el crédito en moneda extranjera lo hizo en 11,6 por ciento. Esta evolución del crédito hipotecario está permitiendo un proceso más rápido de desdolarización que el observado en meses previos; lo que es positivo toda vez que la dolarización, en particular, para los créditos a personas, generan riesgos importantes asociados a los descalces cambiarios que podrían hacer más vulnerables el sistema financiero a episodios de salidas de capitales.





74. La dolarización del crédito continuó reduciéndose en abril, pasando de 43,2 por ciento en febrero a 42,7 por ciento en abril; mientras que la dolarización de la liquidez se incrementó ligeramente de 29,4 a 30,4 por ciento, entre febrero y abril.



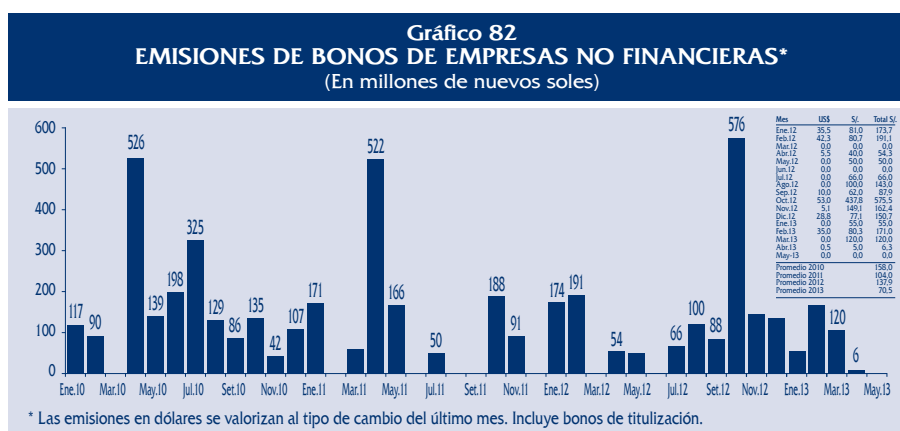
Por componentes de crédito se observa, tal como se destacó anteriormente, una reducción en la dolarización del crédito hipotecario, que pasó de 43,8 a 43,6 por ciento. Si se considera los flujos de crédito, en abril se otorgaron créditos hipotecarios en soles por S/. 419 millones y en dólares únicamente US\$ 2,9 millones. También destacó, la reducción de la dolarización de los créditos a empresas, indicador que se redujo de 53,7 por ciento en marzo a 53,4 por ciento. Las medidas de encaje adoptadas durante este y el año pasado tienen como objetivo reforzar este proceso de desdolarización, en un contexto de elevados y persistentes flujos de capitales.

Cuadro 34 COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/									
	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Ene.13	Feb.13	Mar.13	Abr.13
Créditos a empresas	62,0	55,8	56,0	55,0	53,8	54,2	54,2	53,7	53,4
Créditos a personas	34,3	29,1	26,4	25,1	23,9	24,1	24,0	23,9	24,1
Créditos de consumo	15,1	12,2	10,7	9,8	9,7	9,9	10,0	10,0	10,2
Vehicular	80,5	68,9	64,0	69,7	76,5	77,1	77,3	77,2	77,7
Tarjetas de crédito	8,8	7,7	7,2	6,3	6,4	6,6	6,7	6,7	6,9
Créditos hipotecarios	67,9	58,0	52,2	49,2	44,8	44,6	44,3	43,8	43,6
TOTAL	53,0	46,8	46,1	44,7	43,0	43,2	43,2	42,9	42,7
Memo: Dolarización del crédito a T.C. constante	47,8	43,7	43,7	43,3	43,0	43,0	42,8	42,5	41,9

1/ Incluye sucursales en el exterior.

Mercado de Capitales

75. Las emisiones de bonos de las empresas no financieras en el mercado de capitales local disminuyeron considerablemente su ritmo de expansión en el último trimestre. En mayo no se registraron colocaciones de bonos por parte de las empresas no financieras, en tanto que las empresas del sector financiero colocaron valores por S/. 140 millones.



En el mercado internacional se observó un mayor dinamismo en la emisión de bonos por parte de empresas no financieras, en particular en marzo y abril. En lo que va del año se han emitido US\$ 3 555 millones y entre marzo y lo que va de junio estas emisiones ascienden a US\$ 1 860 millones.

Cabe precisar, sin embargo, que en mayo no se observaron emisiones adicionales de bonos, situación que podría explicarse en parte por el incremento observado en los rendimientos de los bonos soberanos en las economías emergentes, evolución asociada a las expectativas del mercado de un posible adelanto en el retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Para el año 2013 se han anunciado emisiones adicionales por US\$ 780 millones, destacando las emisiones de bonos de Nexus Capital Partner II y Andino Investment Holding.



**Cuadro 35**
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2012	2 960		
Sector no financiero	1 810		
Volcan	600	10	5,38%
Camposol	125	5	9,88%
Terminales Portuarios Euroandinos	110	25	8,13%
Ajecorp	450	10	6,50%
Coazucar (Grupo Gloria)	325	10	6,38%
Maestro	200	7	6,75%
Sector financiero	1 150		
BBVA Banco Continental	500	10	5,00%
Interbank	250	8	4,80%
Scotiabank Perú	400	15	4,50%
AÑO 2013	6 351		
Sector no financiero	3 555		
Copeinca	75	5	9,00%
Exalmar	200	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	300	10	4,63%
Alicorp	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	350	10	4,63%
Corporacion Lindley	260	10	4,63%
Ferreyrcorp	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	850	15	4,25%
Consorcio Transmantaro	450	10	4,38%
Sector financiero	2 016		
BBVA Banco Continental	300	4	2,31%
Fondo MiVivienda	500	10	3,50%
BBVA Banco Continental	500	5	3,38%
Banco de Crédito	716	10	4,25%
Emisiones anunciadas	780		
Chinalco	130		
Andino Investment Holding	150		
Nexus Capital Partner II	500		

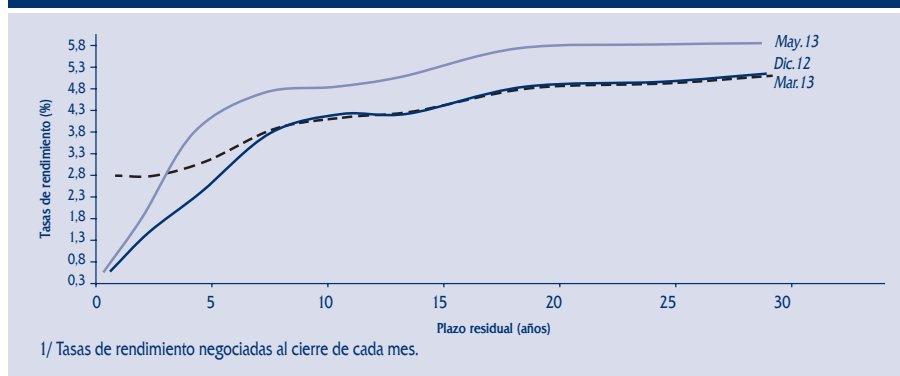
En línea con la evolución de los mercados de renta fija globales, las tasas de interés de mercado de los bonos soberanos presentaron una reversión de la tendencia descendente experimentada durante el 2012 y el primer trimestre de 2013. Así, entre marzo y mayo las tasas se incrementaron en promedio 70 puntos básicos, en un contexto de mayor oferta de inversionistas no residentes y AFP. Las tasas de rendimiento del tramo corto de la curva (menor a 5 años) continúan ubicándose por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de 4,25 por ciento. El rendimiento de los bonos soberanos PERU 2037 aumentó en 88 puntos básicos de abril a mayo de 2013, mientras que el rendimiento de los bonos globales PERU 2037 se incrementó en 61 puntos básicos en el mismo periodo. Al igual que en el Reporte de Marzo, este resultado sería un indicador de la reversión de las expectativas apreciatorias que se vienen observando.

Cuadro 36
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS Y GLOBALES DE PERÚ
Y BONOS DEL TESORO AMERICANO SEGÚN FECHA DE MADURACIÓN
 (Datos fin de periodo, en puntos porcentuales)

	Dic.12 (3)	Abr.13 (2)	May.13 (1)	Variación (En puntos básicos)	
				May.13 / Abr.13 (1)-(2)	May.13 / Dic.12 (1)-(3)
Bonos Soberanos (S/.)					
PERU 2013	2,70	1,40	2,05	65	-65
PERU 2015	2,71	1,70	2,35	65	-36
PERU 2017	3,05	2,80	3,60	80	55
PERU 2020	3,80	3,87	4,90	103	110
PERU 2023	4,09	4,13	4,92	79	83
PERU 2026	4,24	4,28	5,05	77	81
PERU 2031	4,79	4,83	5,75	92	96
PERU 2037	4,90	4,92	5,80	88	90
PERU 2042	5,10	5,04	5,85	81	75
Bonos Globales (US\$)					
PERU 2015	0,82	0,19	1,06	87	24
PERU 2016	1,10	1,07	1,70	63	60
PERU 2019	1,84	1,76	2,44	69	60
PERU 2025	3,00	3,06	3,70	65	71
PERU 2033	3,64	3,75	4,48	72	83
PERU 2037	3,70	3,97	4,58	61	88
Bonos del Tesoro Americano					
Bono a 2 años	0,25	0,21	0,30	9	5
Bono a 3 años	0,35	0,31	0,49	18	14
Bono a 5 años	0,71	0,68	1,02	34	31
Bono a 10 años	1,70	1,67	2,13	46	43
Bono a 30 años	2,87	2,88	3,28	40	41

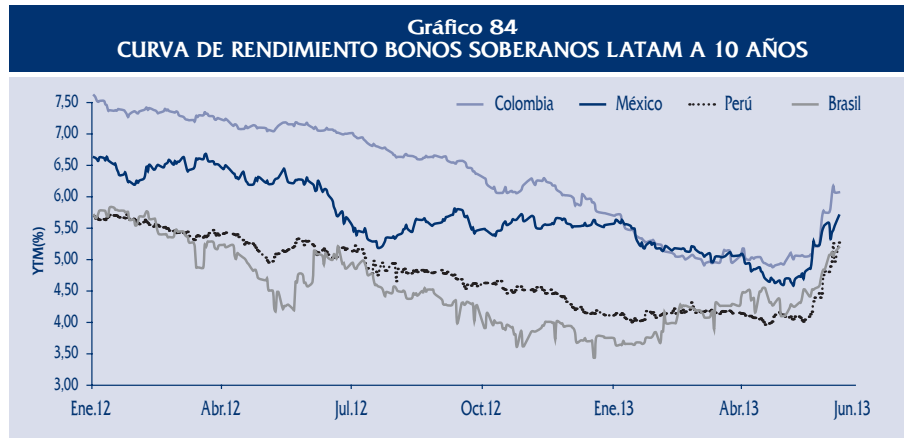
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 83
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO 1/

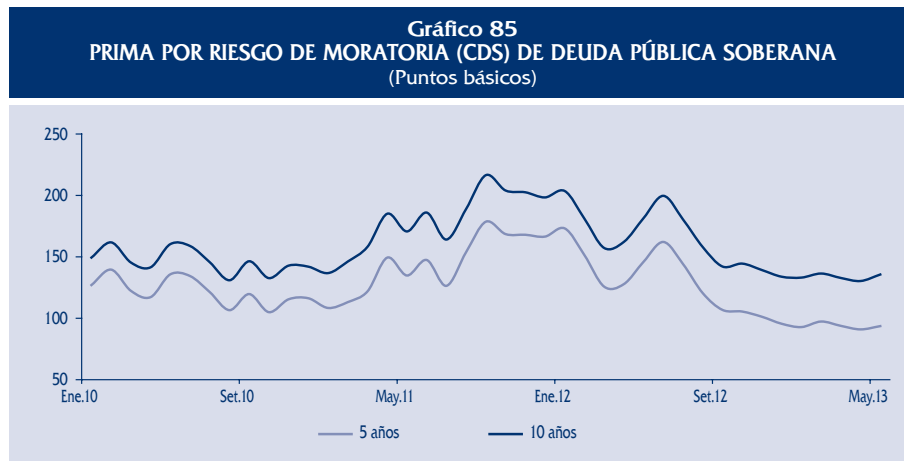


Cabe mencionar, sin embargo, que el incremento de los rendimientos de los bonos soberanos reflejan una corrección de los precios de estos valores, cuyos rendimientos habían alcanzado sus mínimos históricos en los últimos meses.





76. En el último trimestre, los *spreads* de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años, medido por la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés), presentaron un comportamiento mixto. La prima por riesgo a 5 años se mantuvo estable, en tanto que la prima por riesgo a 10 años se incrementó ligeramente en 3 puntos básicos, siguiendo la tendencia de los demás países de la región.



77. Las administradoras de fondos de pensiones incrementaron sus inversiones en el exterior en US\$ 655 millones respecto al cierre del primer trimestre y en US\$ 1 698 millones respecto a diciembre 2012. Con ello, el porcentaje de inversiones en el exterior de las AFPs se elevó de 29,4 por ciento en diciembre 2012 a 31,6 por ciento en marzo 2013 y a 33,9 por ciento en abril. El resto de sus inversiones en dólares aumentaron en US\$ 157 millones. Esta evolución del portafolio de las AFPs estaría permitiendo un mayor grado de diversificación en sus inversiones, lo que contribuye positivamente a sus perfiles de riesgo y rentabilidad.

Cuadro 37
CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS
POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP
(Millones de nuevos soles)

	Dic.11		Dic.12		Abr.13	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES DOMÉSTICAS	58 185	71,1	68 055	70,3	66 461	66,1
1. Gobierno	13 915	17,0	16 939	17,5	16 446	16,4
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP (1)	886	1,1	2 830	2,9	3 105	3,1
Bonos del Gobierno Central	13 029	15,9	14 109	14,6	13 341	13,3
2. Sistema Financiero	14 333	17,5	16 268	16,8	17 152	17,1
Acciones y Valores representativos sobre acciones	5 294	6,5	5 572	5,8	5 625	5,6
3. Empresas no Financieras	23 175	28,3	26 058	26,9	24 357	24,2
Acciones y Valores representativos sobre acciones	16 881	20,6	19 272	19,9	17 167	17,1
4. Administradoras de Fondos	3 000	3,7	3 680	3,8	3 615	3,6
5. Sociedades Titulizadoras	3 763	4,6	5 111	5,3	4 891	4,9
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	23 437	28,6	28 512	29,4	34 058	33,9
1. Gobierno	949	1,2	1 705	1,8	3 198	3,2
2. Sistema Financiero	2 738	3,3	2 640	2,7	3 326	3,3
3. Empresas no Financieras	8 220	10,0	6 249	6,5	6 070	6,0
4. Administradoras de Fondos	11 529	14,1	17 918	18,5	21 464	21,3
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	-	-	-	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	260	0,3	286	0,3	26	0,0
TOTAL	81 881	100,0	96 853	100,0	100 546	100,0
Inv. en el Exterior / Cartera Administrada	28,6%		29,4%		33,9%	

1/ Incluye Depósitos *Overnight* y Certificados de Depósito con Negociación Restringida del BCRP.
Fuente: SBS.

Cuadro 38
INVERSIONES DE LAS AFP
(Millones de US\$)

Fecha	Total	
	En el exterior	En dólares
Dic.12	11 184	16 656
Ene.13	11 698	16 868
Feb.13	11 821	16 711
Mar.13	12 111	16 865
Abr.13	12 766	17 023

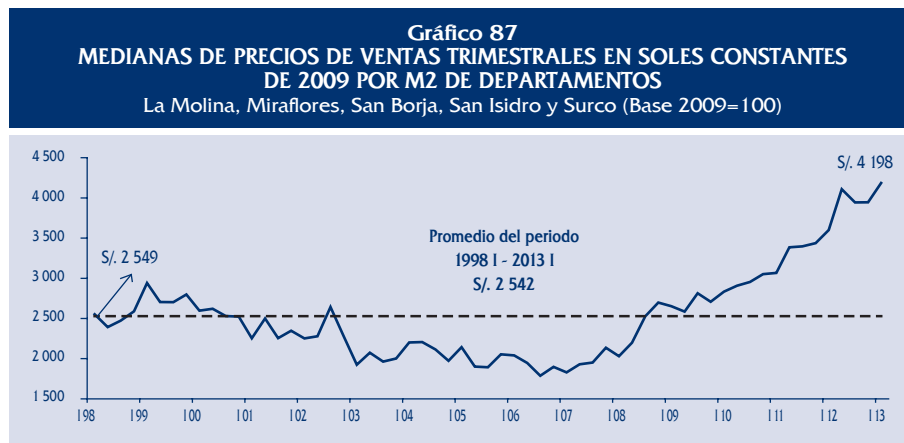
78. En el mercado de renta variable, el IGBVL de mayo se contrajo en 19,2 por ciento respecto a marzo asociado a la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y la evolución de los precios de los minerales. A nivel sectorial, el escenario internacional adverso afectó principalmente a las empresas mineras y en menor medida a las empresas industriales. Por el contrario, las acciones del sector servicios, asociadas a la evolución de la demanda interna, se incrementaron en 12,6 por ciento en lo que va del año.





Mercado Inmobiliario

79. En el primer trimestre del año, los precios por metro cuadrado de los cinco distritos de la muestra, en soles constantes, aumentaron 7,0 por ciento respecto al cuarto trimestre de 2012 y 24,5 por ciento respecto similar trimestre del año anterior, en línea con el crecimiento de la demanda de viviendas financiadas con créditos hipotecarios. El gráfico muestra la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales en soles constantes de 2009 por metro cuadrado de departamentos.



Ratio Precio de venta / Ingreso por alquiler anual (PER).

El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés) muestra el número de años que se tendría que otorgar en alquiler un inmueble para recuperar el valor de la adquisición. Al primer trimestre de 2013, el precio de adquisición de un departamento equivale en promedio al ingreso proveniente de 15,3 años de alquiler.

Cuadro 39
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M²

Medianas 1/	2011 - IT	2011 - IIT	2011 - IIIT	2011 - IVT	2012 - IT	2012 - IIT	2012 - IIIT	2012 - IVT	2013 - IT
Jesús María	12,6	13,1	12,9	13,0	13,0	15,7	15,5	14,9	15,0
La Molina	16,5	17,2	15,2	15,8	12,7	10,7	12,4	11,6	13,7
Lince	14,3	15,6	16,5	14,1	13,9	14,2	14,2	16,4	14,1
Magdalena	11,6	13,7	12,7	12,5	14,5	14,1	13,1	16,0	14,0
Miraflores	12,9	14,0	15,6	15,7	19,0	17,0	15,3	15,0	14,8
Pueblo Libre	15,6	15,6	15,0	15,3	15,4	16,5	15,2	16,0	14,1
San Borja	15,3	17,2	16,6	17,2	15,3	19,5	16,8	18,2	18,6
San Isidro	15,6	15,9	14,9	16,7	19,7	17,7	17,2	18,4	18,0
San Miguel	17,7	15,9	13,7	12,8	14,8	15,3	16,1	15,6	14,4
Surco	15,9	15,8	13,3	16,3	16,6	16,7	17,1	15,0	16,8
Agregado									
Promedio	14,8	15,4	14,6	14,9	15,5	15,7	15,3	15,7	15,3

1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta y alquileres de cada distrito.
Fuente: BCRP.
El Global Property Guide califica el mercado inmobiliario de acuerdo al índice PER en Precio subvaluado (5,0-12,5), Precio normal (12,5-25,0) y Precio sobrevaluado (25,0-50,0).

Este ratio ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años. No obstante, se mantiene en los rangos considerados como normales, los cuales de acuerdo a Global Property Guide comprenden valores entre 12,5 y 25.

Gráfico 88
RATIO PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL



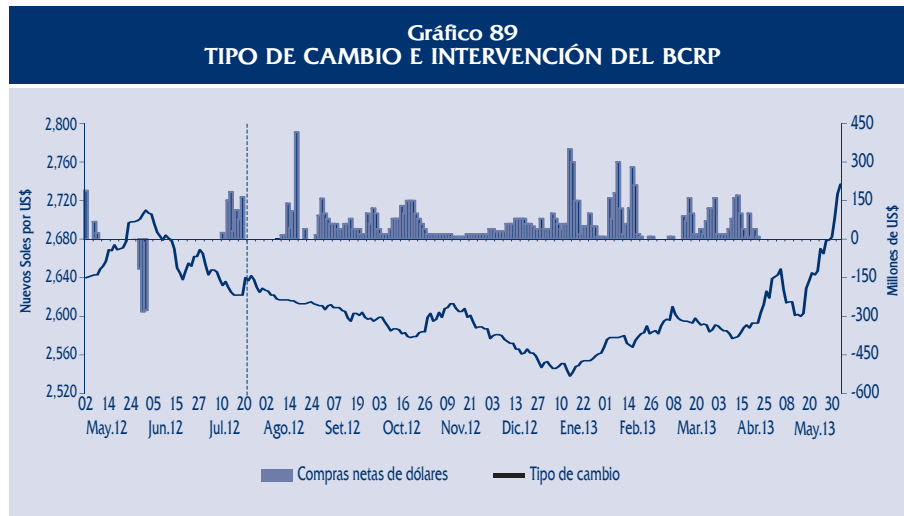
Tipo de cambio

80. En el segundo trimestre, el Nuevo Sol continuó con su tendencia depreciatoria observada desde fines de enero. Al cierre de mayo, el tipo de cambio aumentó 5,63 por ciento frente al cierre del primer trimestre y 7,25 por ciento respecto al 2012. Esta evolución estuvo influenciada por la incertidumbre en el mercado local y la mayor percepción de riesgo global asociado al posible retiro anticipado del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, lo que llevó a una mayor demanda por dólares de agentes domésticos y una



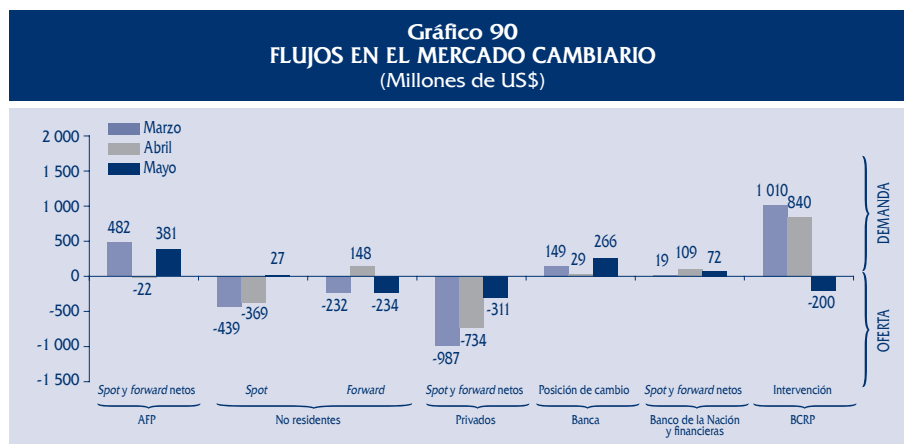


menor exposición en papeles denominados en nuevos soles por parte de los no residentes.



Con esta nueva coyuntura en los mercados financieros internacionales, el BCRP dejó de intervenir en el mercado cambiario como comprador (la última intervención fue el 19 de abril). En mayo y hasta el 20 de junio emitió Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de cambio (CDR) a plazo de 2 meses por un monto total de S/. 1 409 millones (US\$ 513 millones aproximadamente) para moderar la volatilidad del tipo de cambio, lo cual se realizó en 4 oportunidades.

En el periodo marzo-abril la oferta de dólares provino principalmente de agentes privados, en particular de empresas mineras y clientes minoristas, lo que fue compensado por la demanda de las AFPs, los bancos y el BCRP. En mayo las AFP y los bancos continuaron siendo los principales demandantes de dólares.



81. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que los agentes del sistema financiero y analistas económicos revirtieron sus expectativas apreciatorias ante la incertidumbre sobre la situación de la economía global.

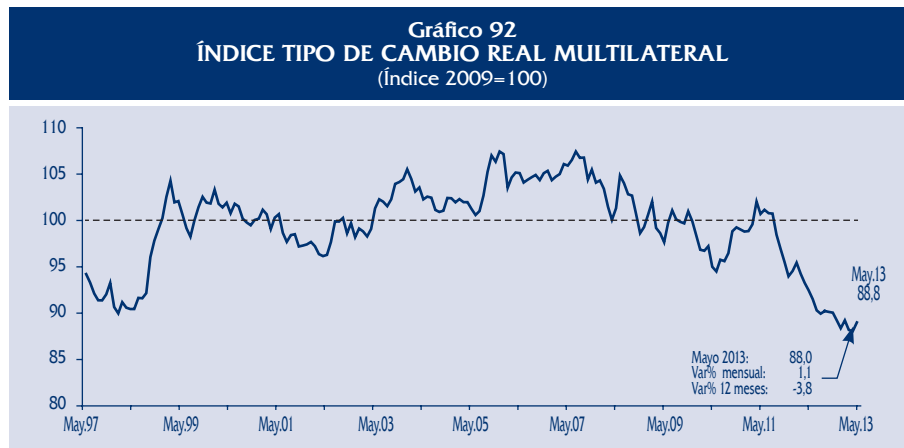
Cuadro 40			
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO			
(Nuevos Soles por US Dólar)			
	Expectativas del:		
	RI Dic.12	RI Mar.13	RI Jun.13*
Sistema Financiero			
2013	2,55	2,50	2,55
2014	2,50	2,45	2,55
2015	--	--	2,55
Analistas Económicos			
2013	2,53	2,50	2,56
2014	2,50	2,45	2,54
2015	--	--	2,50
Empresas No Financieras			
2013	2,60	2,55	2,60
2014	2,60	2,55	2,60
2015	--	--	2,63
Promedio			
2013	2,56	2,52	2,57
2014	2,53	2,48	2,56
2015	--	--	2,56

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de mayo del 2013.



82. El índice de tipo de cambio real multilateral pasó de 88,0 a 88,8 entre marzo y mayo de 2013, lo que representó una depreciación real de 0,93 por ciento en el periodo. Esta depreciación real corresponde a una subida del tipo de cambio nominal respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales de 1,12 por ciento en el periodo.





Recuadro 4
EVOLUCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS DE LOS BONOS SOBERANOS

Las expectativas de un retiro anticipado del estímulo monetario de la FED han generado, en el último mes, liquidaciones en los mercados de renta fija de las economías emergentes y mayor demanda por activos de renta variable en Estados Unidos y Alemania. Así la mayoría de las monedas de los mercados emergentes se depreciaron, los precios de algunos *commodities* cayeron y los rendimientos de los bonos de las economías emergentes se elevaron.

El bono del Tesoro Norteamericano a 10 años se elevó de 1,67 a 2,22 por ciento en mayo, y en la región los bonos soberanos en moneda nacional de similar plazo para Brasil, Colombia, y México lo hicieron en 144, 157 y 104 puntos básicos, respectivamente. En el caso del Perú, se observó un incremento de 127 puntos básicos de 4,11 a 5,38 por ciento.

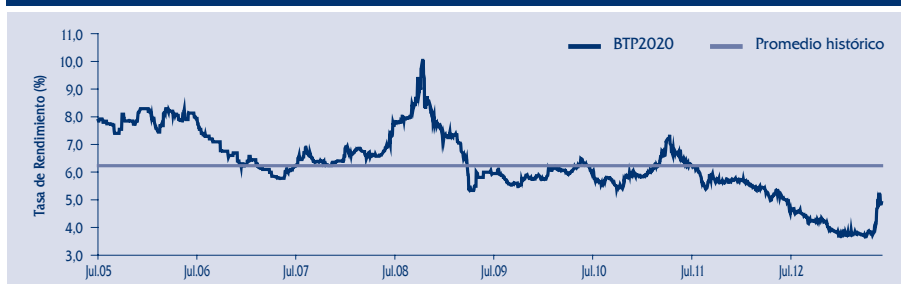
TASAS DE RENDIMIENTO BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS									
País	Cotización YTM (%)					Variación YTM (Puntos Básicos)			
	30/12/2012	30/04/2013	04/06/2013	10/06/2013	11/06/2013	Diario	Semanal	Abr. 2013	Dic 2012
Perú 2023	4,10	4,11	4,89	5,28	5,38	10	49	127	128
Colombia 2024	5,70	4,91	5,81	6,06	6,48	42	67	157	78
Mexico 2023	5,49	4,59	5,32	5,70	5,63	-7	31	104	14
Brasil 2023	3,74	4,09	5,08	5,20	5,53	33	45	144	180
Estados Unidos 2023	1,70	1,67	2,15	2,21	2,20	-3	4	51	48
Alemania 2023	1,31	1,22	1,54	1,60	1,60	0	6	39	29
Japón 2023	0,79	0,60	0,88	0,84	0,88	5	1	28	9
Promedio						11	29	93	69
Indice JP Morgan	292	302	295	290	289	-1	-6	-12	-2

TASAS DE RENDIMIENTO BONOS GLOBALES USD A 10 AÑOS

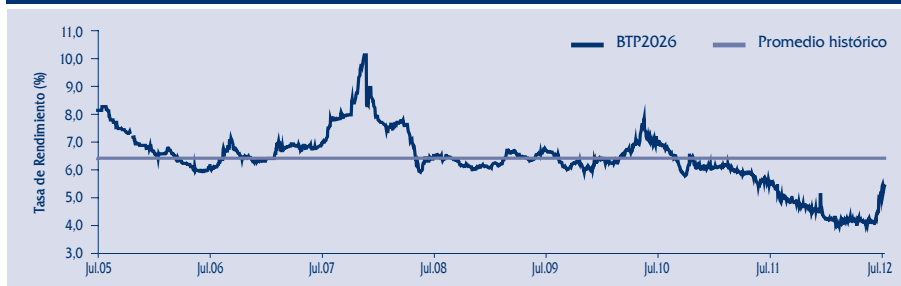
País	Cotización YTM (%)					Variación YTM (Puntos Básicos)			
	30/12/2012	30/04/2013	04/06/2013	10/06/2013	11/06/2013	Diario	Semanal	Abr. 2013	Dic 2012
Perú 2025	3,06	3,08	3,62	3,72	3,76	4	15	69	71
Colombia 2024	2,97	2,97	3,88	3,92	4,16	24	28	119	119
Mexico 2022	2,82	2,94	2,55	2,55	2,54	0	-1	-39	-28
Brasil 2024	2,60	2,69	3,64	3,86	3,95	9	31	126	135
Promedio LATAM						9	18	69	74

Estos incrementos en los rendimientos de los bonos soberanos representan una reversión de los niveles mínimos alcanzados hacia inicios del 2013 (3,7 por ciento para el BTP 2020 y 4,0 por ciento en el caso del BTP 2026). Así, el BTP 2020 presenta un promedio histórico desde su emisión en julio de 2005 hasta junio 2013 de 6,26 por ciento y una desviación estándar de 1,18, su valor máximo histórico es de 10,05 por ciento, mientras que el BTP 2026 presenta un promedio histórico de 6,40 por ciento (desviación estándar de 1,01) y un valor máximo de 10,13 por ciento desde su emisión en junio de 2006.

EVOLUCIÓN TASA DE RENDIMIENTO BTP 2020



EVOLUCIÓN TASA DE RENDIMIENTO BTP 2026



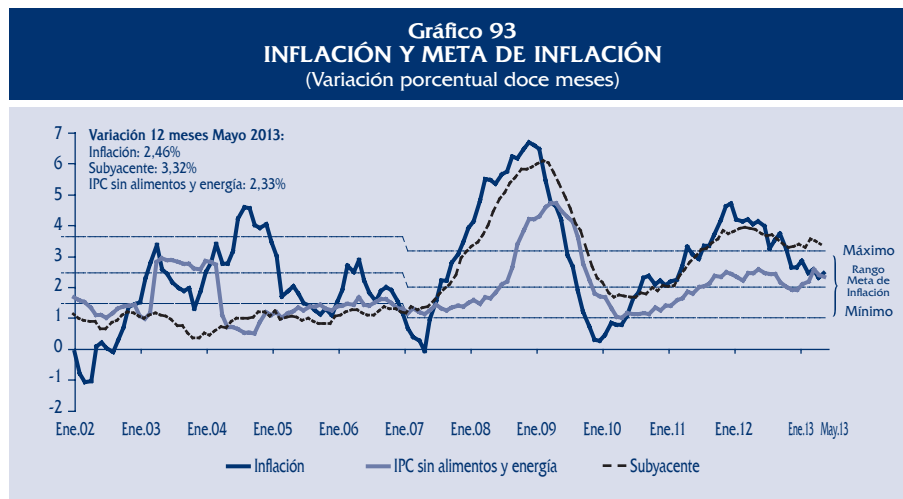
Cabe precisar que aún cuando los rendimientos de los bonos peruanos y de las economías emergentes estuvieron impactados por las medidas de flexibilización cuantitativa (QE en sus siglas en inglés) de la Reserva Federal, también su evolución reciente refleja, en parte, una mejora en los fundamentos de estas economías, en particular, un menor riesgo soberano, políticas macroeconómicas consistentes y un sistema financiero que se ha mantenido sólido durante todo el periodo reciente de la crisis financiera global.





VI. Inflación

83. El escenario de proyección para el periodo 2013-2015 contempla que la tasa de inflación seguiría su tendencia convergente hacia el nivel meta de 2 por ciento consistente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda en los siguientes años y expectativas de inflación que se mantienen adecuadamente ancladas alrededor de la meta anunciada. Adicionalmente, en el corto plazo, el menor impulso externo asociado a la reducción del crecimiento mundial, en particular de China, ha causado una reducción en las cotizaciones internacionales de los insumos alimenticios y del petróleo. Esto aunado a una mayor oferta interna de productos agrícolas llevó a un menor crecimiento de los precios de alimentos contribuyendo de esta manera para que la tasa de inflación de los últimos doce meses bajara de 2,65 por ciento en diciembre a 2,46 por ciento en mayo. Sin mayores presiones inflacionarias previstas por el lado de los precios externos, ni por el lado de la demanda agregada, y con expectativas dentro del rango meta, se estima que la inflación se mantendría en el rango entre 1,5 y 2,5 por ciento entre el 2013 y el 2015.



84. La **inflación subyacente**, indicador que excluye del cálculo del IPC los rubros de más alta volatilidad de precios, tuvo un crecimiento anual de 3,3 por ciento al mes de mayo, tasa igual a la de diciembre. Los mayores precios observados en los servicios, principalmente educación y salud llevaron, en cambio, a que la inflación sin alimentos y energía pasara de 1,9 por ciento en diciembre a 2,3 por ciento en mayo.

85. El componente **no subyacente de la inflación**, continuó desacelerándose, pasando de una tasa anual de 1,5 por ciento en diciembre 2012 a 0,9 por ciento en mayo

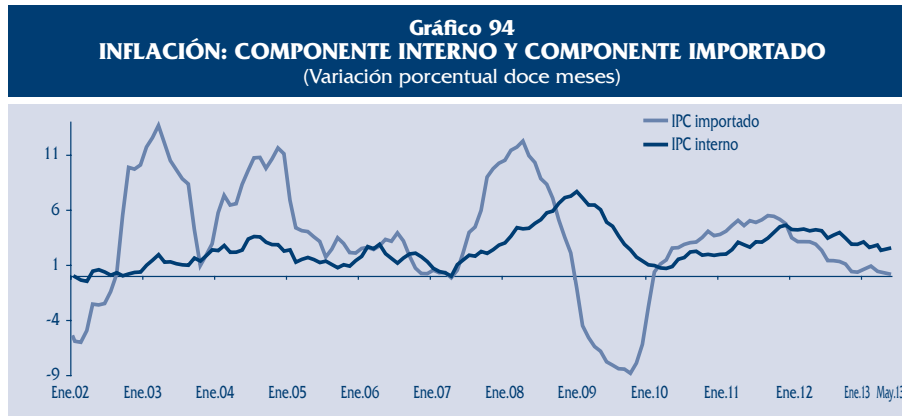
de 2013, tras haberse superado ya los choques transitorios de oferta que afectaron al alza de precios internacionales de los alimentos durante 2011, y por la reducción en el precio de la gasolina, que registró al mes de mayo una disminución anual de 7,4 por ciento. En términos agregados, el componente no subyacente tuvo una contribución de solo 0,31 puntos porcentuales de los 2,46 puntos porcentuales que aumentó la inflación en los últimos doce meses.

Cuadro 41 INFLACIÓN (Variación porcentual)						
	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-May.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	2,08	4,74	2,65	1,39	2,46
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	1,38	2,42	1,91	1,48	2,33
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	2,12	3,65	3,27	1,92	3,32
Bienes	32,9	1,53	3,17	2,56	1,21	2,49
Servicios	32,2	2,72	4,13	3,97	2,62	4,14
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	2,00	6,79	1,52	0,39	0,89
Alimentos	14,8	1,18	11,50	2,36	0,38	0,62
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	0,89	-1,76
Transportes	8,9	1,94	3,61	1,99	0,20	2,89
Servicios públicos	8,4	0,01	1,50	0,54	0,45	0,28
Alimentos	37,8	2,4	8,0	4,1	1,4	3,2

Cuadro 42 INFLACIÓN (Contribución ponderada)						
	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-May.	12 meses
I. IPC	100,0	2,08	4,74	2,65	1,39	2,46
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	0,78	1,36	1,05	0,81	1,27
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,38	2,38	2,11	1,25	2,15
Bienes	32,9	0,50	1,04	0,82	0,39	0,80
Servicios	32,2	0,88	1,34	1,29	0,86	1,35
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,69	2,36	0,54	0,14	0,31
Alimentos	14,8	0,17	1,68	0,37	0,06	0,10
Combustibles	2,8	0,34	0,23	-0,05	0,03	-0,06
Transportes	8,9	0,17	0,32	0,18	0,02	0,25
Servicios públicos	8,4	0,00	0,12	0,04	0,03	0,02
Alimentos	37,8	0,91	3,03	1,59	0,56	1,27

86. El componente importado del IPC tuvo un crecimiento anual de 0,15 por ciento al mes de mayo, reflejando en gran medida el efecto de la apreciación registrada en el periodo (0,9 por ciento en promedio) y los menores precios de combustibles (1,8 por ciento de caída anual al mes de mayo).

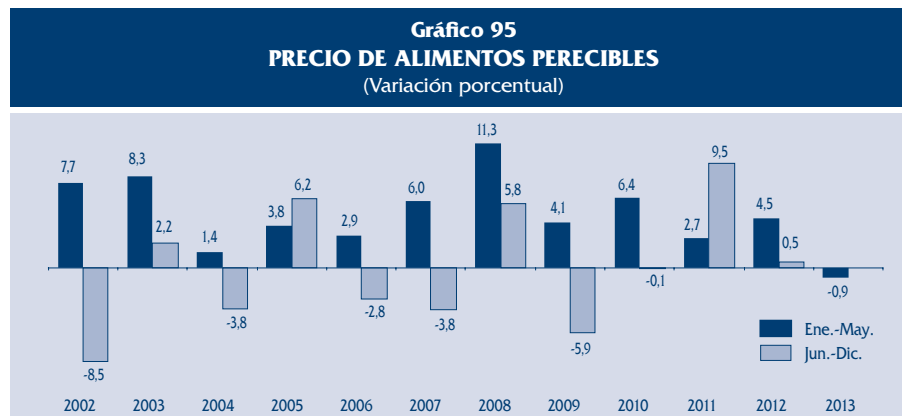




Cuadro 43
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006-2013
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-May.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	3,78	4,87	0,41	0,75	0,15
Alimentos	3,0	0,76	9,59	1,99	0,01	1,44
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	0,89	-1,76
Aparatos electrodomésticos	1,3	-0,58	-1,13	-2,44	-0,63	-2,20
Otros	3,7	1,20	0,83	1,73	1,72	1,55
II. IPC INTERNO	89,2	1,87	4,72	2,92	1,46	2,74
III. IPC	100,0	2,08	4,74	2,65	1,39	2,46
Tipo de cambio		-2,15	-4,24	-4,80	3,04	-0,91

87. Entre los meses de enero y mayo los precios de los **alimentos agrícolas perecibles** disminuyeron 0,9 por ciento, resultado que difiere de lo observado en el periodo 2002-2012. Las alteraciones climáticas que suelen afectar el abastecimiento de los alimentos en el primer trimestre del año fueron contrarrestados por la mayor oferta de algunos productos agrícolas cuya siembra en los últimos meses de 2012 se vio favorecida por los mayores precios y mejor clima.



88. En términos de su **contribución a la inflación**, los rubros que tuvieron mayor impacto al alza de la inflación en el periodo enero-mayo fueron la matrícula y pensión de enseñanza, las comidas fuera del hogar, el pescado, la zanahoria y los huevos. En contraste, los rubros que contribuyeron a moderar la inflación en los primeros cinco meses del año fueron el azúcar, la papa, los cítricos, el transporte nacional y el choclo.

Cuadro 44
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - MAYO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,43	Azúcar	0,5	-13,2	-0,09
Comidas fuera del hogar	11,7	2,4	0,30	Papa	0,9	-8,3	-0,08
Pescado fresco y congelado	0,7	21,9	0,15	Cítricos	0,5	-7,2	-0,05
Zanahoria	0,1	65,8	0,08	Transporte nacional	0,3	-11,9	-0,05
Huevos	0,6	15,1	0,08	Choclo	0,1	-21,4	-0,04
Pasaje urbano	8,5	0,7	0,06	Papaya	0,2	-13,2	-0,03
Otras frutas frescas	0,4	12,3	0,05	Ají	0,1	-29,7	-0,02
Consumo de agua	1,6	2,9	0,05	Uva	0,1	-15,6	-0,02
Compra de vehículos	1,6	3,3	0,05	Carne de pollo	3,0	-0,6	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	0,8	0,04	Palta	0,1	-13,7	-0,02
Total			1,29	Total			-0,42

Cuadro 45
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
JUNIO 2012 - MAYO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,5	0,69	Azúcar	0,5	-22,5	-0,17
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,3	0,49	Gasolina y lubricantes	1,3	-7,4	-0,12
Pasaje urbano	8,5	3,1	0,26	Cebolla	0,4	-20,4	-0,09
Carne de pollo	3,0	7,0	0,20	Papaya	0,2	-26,7	-0,07
Pescado fresco y congelado	0,7	13,0	0,10	Teléfonos	2,9	-2,0	-0,05
Consumo de agua	1,6	5,6	0,10	Tomate	0,2	-12,5	-0,03
Leche en conserva	1,6	5,7	0,09	Huevos	0,6	-4,4	-0,03
Papa	0,9	9,7	0,08	Otras hortalizas	0,4	-5,1	-0,03
Artículos del cuidado personal	4,9	1,4	0,07	Electricidad	2,9	-0,9	-0,02
Cítricos	0,5	12,0	0,06	Arroz	1,9	-1,3	-0,02
Total			2,14	Total			-0,63

89. El rubro de **matrícula y pensión de enseñanza** tuvo una variación de 4,7 por ciento. La mayor variación se dio en el mes de marzo (4,1 por ciento) por el inicio del año escolar. Cabe señalar que los componentes de mayor peso dentro del rubro son las pensiones en instituciones privadas (universidades y colegios) .

El rubro de **comidas fuera del hogar** continuó con la tendencia creciente de los últimos cinco años. En el período enero-mayo presentó una variación acumulada de 2,4 por ciento, mayor que el índice general (1,4 por ciento) y que el total de alimentos y bebidas dentro del hogar (1,0 por ciento). No obstante, se observó una reducción en la tasa de crecimiento mensual de los precios de este rubro en los





últimos dos meses (pasaron de 0,5 por ciento en marzo a 0,3 por ciento en abril y mayo).

El precio del **pescado fresco y congelado** aumentó 21,9 por ciento ante la presencia de oleajes anómalos y por efecto de la temperatura del mar por debajo de lo normal. Ello dio lugar a la menor disponibilidad de especies como bonito y jurel, cuyos precios aumentaron 21,4 por ciento y 18,8 por ciento, respectivamente. Destacó el alza del precio de perico (73,4 por ciento), debido a una caída de su abastecimiento en los meses de abril y mayo.

El precio de la **zanahoria** se incrementó en 65,8 por ciento en el periodo enero – mayo, registrándose las mayores alzas en enero (21 por ciento) y mayo (35 por ciento). La disminución de la oferta procedente de Junín en esta época del año fue resultado de los mayores costos de producción debido a los gastos destinados a combatir la enfermedad “manto rojo”.

El precio de los **huevos** aumentó 15,1 por ciento, resultado acorde a la mayor demanda estacional que superó la mayor oferta. En el período enero-abril la producción nacional de huevos alcanzó un incremento de 11,5 por ciento con respecto a similar período del 2012. Asimismo, la colocación de aves de postura correspondiente al mes de mayo fue mayor en 6 por ciento a la del mismo período del 2012.

El precio del **azúcar** presentó una caída de 13,2 por ciento en respuesta a un mayor nivel de oferta y a la menor cotización internacional del azúcar (la cotización del contrato 5 pasó de US\$ 516 la TM en diciembre 2012 a US\$ 482 la TM en mayo 2013). En el período enero-mayo las condiciones climáticas fueron las apropiadas para la producción de caña de azúcar. A ello se sumó la postergación de las paralizaciones técnicas en las principales empresas azucareras para el segundo semestre del año. El resultado fue un incremento de 12,5 por ciento en la producción de azúcar refinada.

El precio de la **papa** registró una disminución de 8,3 por ciento en la que influyó la mejora del clima en regiones abastecedoras, principalmente Huánuco. Ello contrarrestó el impacto negativo del exceso de lluvias registradas hasta el mes de marzo, principalmente en Ayacucho y Pasco. En los siguientes meses las condiciones térmicas adecuadas en la sierra contribuyeron al aumento de la producción. En el período enero-abril con respecto al mismo período del año anterior la producción a nivel nacional creció 8,4 por ciento. En Huánuco y Junín, principales zonas abastecedoras de Lima, aumentó 8,5 y 1,3 por ciento respectivamente.

Proyección de Inflación

90. En línea con lo considerado en el Reporte de Marzo, en el mes de mayo la inflación de los últimos 12 meses se ubicó dentro del rango meta, y ascendió a 2,46 por ciento. En el escenario central de proyección, se espera que la inflación se mantenga

dentro del rango meta durante todo el horizonte de proyección (2013-2015). Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* ni a la demanda agregada y que las acciones de política monetaria mantendría ancladas las expectativas de inflación.

Cuadro 46 INFLACIÓN 2009-2013 (Variación porcentual anual)								
	Peso	2009	2010	2011	2012	2013*		
						Mayo	RI Mar.13	RI Jun.13
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,6	2,5	2,0	2,3
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	2,6	2,4	2,6
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	3,2	2,2	2,4
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	-1,3	3,7	4,3
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	2,3	1,7	2,1

* Proyección.

91. Se estima que la **inflación** será ligeramente mayor a 2 por ciento en el año 2013 como resultado del ajuste reciente en el tipo de cambio (el Reporte previo proyectaba una tasa de inflación de 2 por ciento).

Por su parte, los principales factores que afectan la trayectoria de la inflación son las condiciones de oferta local agrícola, la brecha del producto, la inflación importada y las expectativas de inflación. En el horizonte de proyección de 2013 a 2015, el escenario central contempla un crecimiento del producto cercano al de su nivel potencial, lo que se condice con un ciclo económico neutral. Por ello, no se esperan mayores presiones inflacionarias de demanda hacia la inflación durante este periodo. Asimismo, se prevé que en el horizonte de proyección central la evolución del componente de inflación importada presentaría una normalización que incidiría favorablemente sobre la inflación. Finalmente, se proyecta que las expectativas de inflación se mantendrán dentro del rango meta, paulatinamente convergiendo a 2 por ciento.

Brecha producto

92. La **brecha del producto** recoge las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica que devienen en presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Esta brecha se ve afectada por diversos tipos de impulsos: impulso externo, impulso fiscal, impulso privado e impulso monetario.

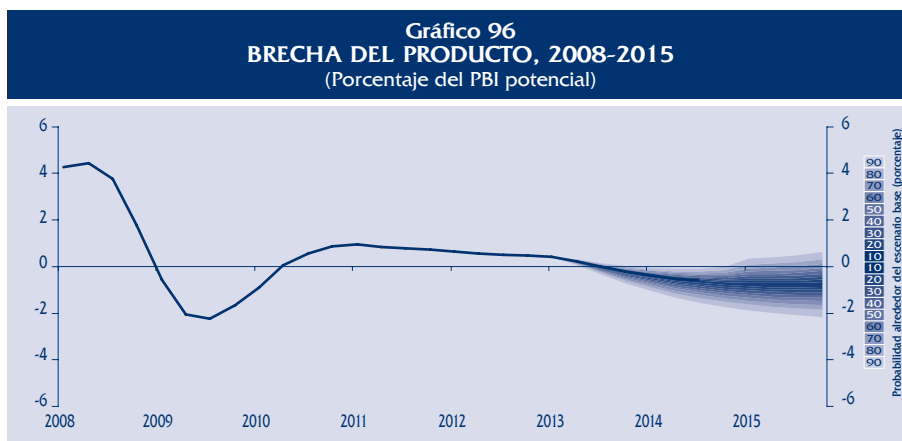
En el frente externo se prevé un menor impulso debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales y la reducción correspondiente de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo de 0,7 por ciento en el 2013, acorde con el mayor dinamismo del gasto público. Así, en el año 2013 la contribución negativa sobre la brecha del



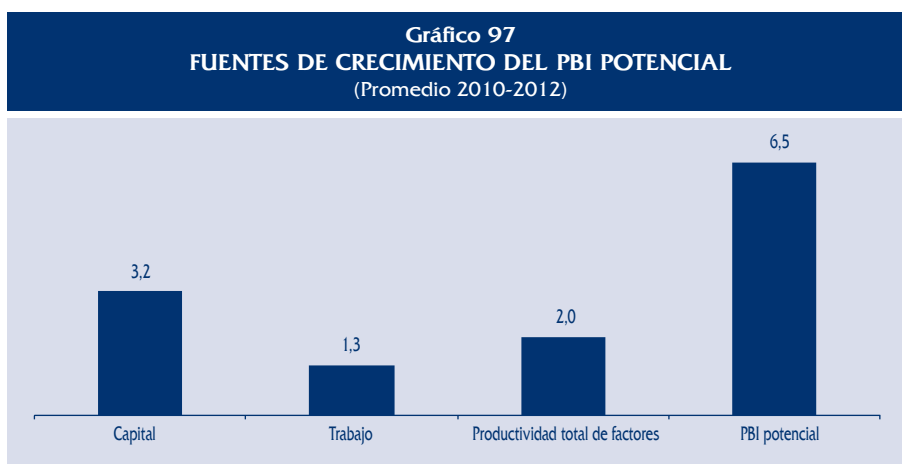


producto del impulso externo se vería aliviada por el comportamiento del impulso fiscal. Hacia el año 2015, se proyecta que tanto el impulso fiscal como el externo serían cercanos a cero.

Asimismo, el escenario base supone que la reducción de la confianza empresarial observada durante los primeros meses del año es un fenómeno transitorio y se disiparía en el segundo semestre de 2013. Es por ello que en el año tanto el consumo privado como la inversión privada mantendrían su dinamismo, lo que se traduciría en un impulso privado neutral en el horizonte de proyección.



El crecimiento potencial se ubica alrededor de 6,5 por ciento entre los años 2010 y 2012 y se proyecta que en los próximos dos años el crecimiento del PBI potencial se mantendría en niveles similares. Esta proyección es consistente con una mayor acumulación de capital, derivada de las significativas tasas de crecimiento de la inversión bruta fija del año 2012 y las previstas para el periodo de 2013 a 2015.



Actividad económica

93. Para el año 2013 el escenario central de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 6,1 por ciento, menor al proyectado en el Reporte de Marzo (6,3 por ciento). Esta revisión se explica por la moderación del crecimiento de la actividad económica privada observada durante los primeros meses de 2013, junto con un deterioro en los términos de intercambio y en la confianza empresarial, y es parcialmente compensado por un gasto público más dinámico. La proyección central considera que estos factores son de índole transitoria por lo que para el año 2014 la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en un rango de 6,1 a 6,5 puntos porcentuales, similar a lo previsto en el Reporte de Marzo.

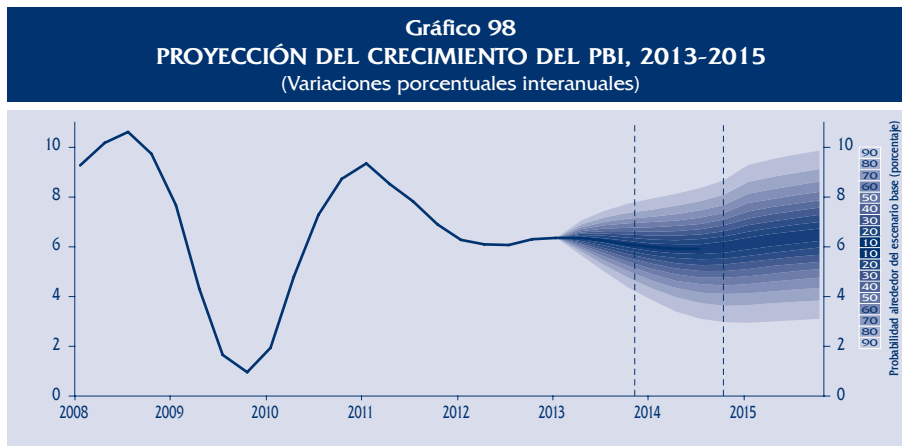
Toda proyección está sujeta a la ocurrencia de posibles eventos no anticipados que la desvíen de su escenario central. Bajo este contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente. La descripción de los escenarios de riesgo contemplados en el presente Reporte se encuentra detallada en el capítulo Balance de Riesgos.

En un escenario de riesgo de origen interno se podrían presentar choques adversos de demanda vinculados a trabas que dificultan la inversión privada lo que afectaría negativamente la confianza empresarial. En este escenario, la disminución en la confianza empresarial es más persistente. Por su parte, se mantiene alta la incertidumbre de cómo la evolución de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. Destacan las señales recientes que apuntan, de manera cada vez más clara, a una posible desaceleración en grandes economías emergentes como China.

Por otro lado, el retiro de los estímulos monetarios en países desarrollados podría promover la salida de capitales extranjeros e impactar negativamente en el financiamiento al sector privado y, finalmente, al crecimiento económico. La situación opuesta, donde los estímulos monetarios externos se mantienen, es cada vez menos probable y este escenario mantendría dinamismo en la entrada de capitales motivada por la búsqueda de alternativas rentables de inversión en economías emergentes como la peruana.

Para el caso del crecimiento del PBI, el Balance de riesgos es a la baja. Es decir, se considera que la probabilidad de que el crecimiento del PBI se desvíe por debajo de la proyección del escenario base es mayor a la probabilidad de que se desvíe por encima.





Precios de Energía y Alimentos

a. Energía

94. El precio del petróleo WTI se incrementó 7 por ciento en los primeros cinco meses del 2013, promediando una cotización de US\$/bl. 94,7 en mayo. El petróleo se ha mantenido volátil durante el año. La recuperación del precio del petróleo se asoció a la reducción de los elevados niveles de producción efectiva de la OPEP del 2012, tras la decisión de Arabia Saudita de reducir su producción que mantuvo en niveles máximos durante la mayor parte del 2012. A ello se sumó el inesperado estancamiento de la producción de petróleo de los miembros africanos de la OPEP (Argelia, Angola, Libia y Nigeria) que siguió a los disturbios que ocasionó la denominada “primavera árabe”; y que significaron un deterioro de la infraestructura y una contracción de la inversión privada.

Adicionalmente, la cotización encontró soporte en los temores que generan las tensiones en Medio Oriente, en particular el conflicto interno en Siria, las tensiones de Siria con Israel, y la escalada de violencia sectaria en Iraq, que amenaza con ocasionar una guerra civil. Los atentados han paralizado en repetidas ocasiones el oleoducto de Kirkuk-Ceyhan que transporta crudo a Turquía.

Sin embargo, el alza fue atenuada por la continua revisión al alza en la producción de Estados Unidos, a niveles no vistos en al menos 15 años¹², y la revisión a la baja de la proyección de demanda mundial de petróleo¹³, particularmente por el pobre desempeño de la demanda en China y Europa, contrarrestado por la mayor demanda de Japón (por cierre de plantas nucleares). Del mismo modo, los recortes no planeados en la producción de crudo de los países que no son miembros de la OPEP se redujeron a la mitad. Estos factores contribuyeron a mantener al mercado abastecido de petróleo y limitaron el impacto de la restricción de oferta.

12 La producción de crudo en Estados Unidos aumentó debido al auge no previsto del crudo no convencional.

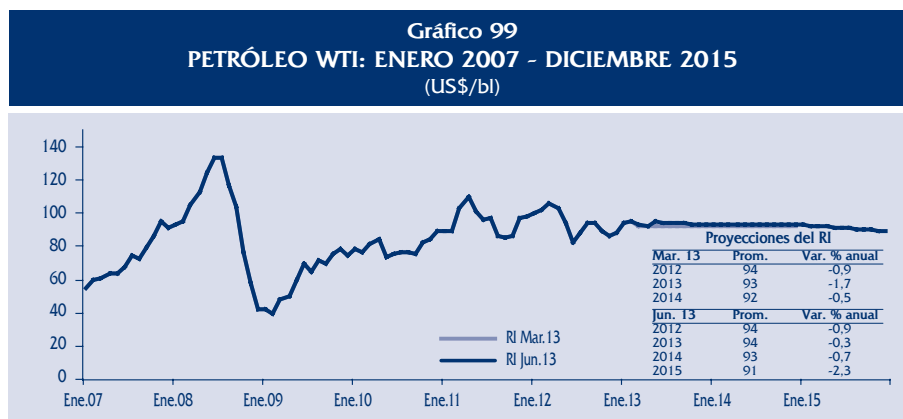
13 De acuerdo a la Agencia Internacional de Energía.

Cuadro 47
OFERTA Y DEMANDA INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y LÍQUIDOS COMBUSTIBLES
(Millones de barriles por día)

	2012	2013	2014
Oferta	89,2	89,7	91,6
OPEP	36,4	35,9	35,9
No OPEP	52,7	53,9	55,6
Consumo	89,1	89,9	91,1
OECD	45,9	45,5	45,3
No OECD	43,2	44,5	45,9
Balance de Mercado	0,1	-0,2	0,4
Inventarios fin de período (millones de barriles)			
Inventarios Estados Unidos	1 111	1 094	1 095
Inventarios OECD	2 648	2 648	2 705

Fuente: Short Term Energy Outlook, Mayo 2013.

Este escenario prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles ligeramente mayores a los estimados en el Reporte de Inflación previo, lo cual ha llevado a revisar al alza el incremento de los combustibles (gasolina y GLP). En el mediano plazo, se espera que la cotización caiga ligeramente debido a una mayor producción de shale gas en EUA. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente. Por el contrario, la probabilidad de una mayor caída de los precios se asocia a una mayor desaceleración mundial a la prevista.



b. Alimentos de origen importado

95. En lo que va del año, el índice de precios reales de los alimentos de la FAO registra un incremento de 1,5 por ciento, debido a los incrementos registrados desde febrero, que corrigieron las caídas que se venían acumulando desde octubre 2012. Los incrementos de marzo y abril se explicaron, principalmente, por el repunte de precios de lácteos, asociados a la caída de la producción proveniente de Nueva Zelanda, debido a condiciones climáticas desfavorables. En ese mismo periodo, los demás componentes, especialmente el índice de precios de cereales, exhibieron un comportamiento a la baja.





Según el Balance de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) de mayo de 2013, en la nueva temporada 2013/14, la producción global de la mayoría de alimentos aumentará respecto a aquella de la campaña 2012/13. Este comportamiento se explica por cosechas cercanas a niveles récord de países productores de América del Sur y Europa, y a la recuperación de la producción de EUA. Evaluando los inventarios finales globales, para esta campaña se esperaría condiciones más holgadas para el maíz y el trigo, pero más ajustadas para el aceite de soya.

Cuadro 48
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
(Millones de toneladas)

	2011/12	2012/13	2013/14	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios iniciales	128,1	132,2	125,4	3,2	-5,1
Producción	883,0	857,1	965,9	-2,9	12,7
Oferta global	1 011,1	989,3	1 091,4	-2,1	10,3
Consumo total	878,9	863,9	936,7	-1,7	8,4
Inventarios finales	132,2	125,4	154,6	-5,1	23,3
TRIGO					
Inventarios iniciales	199,2	199,5	180,2	0,1	-9,7
Producción	697,2	655,6	701,1	-6,0	6,9
Oferta global	896,4	855,1	881,3	-4,6	3,1
Consumo total	696,2	674,9	694,9	-3,1	3,0
Inventarios finales	199,5	180,2	186,4	-9,7	3,4
ACEITE DE SOYA					
Inventarios iniciales	3,7	3,9	3,4	5,1	-12,3
Producción	42,4	42,9	44,6	1,3	3,9
Oferta global	46,1	46,8	48,0	1,7	2,5
Consumo total	41,7	43,0	44,3	3,1	3,0
Inventarios finales	3,9	3,4	3,3	-12,3	-4,7

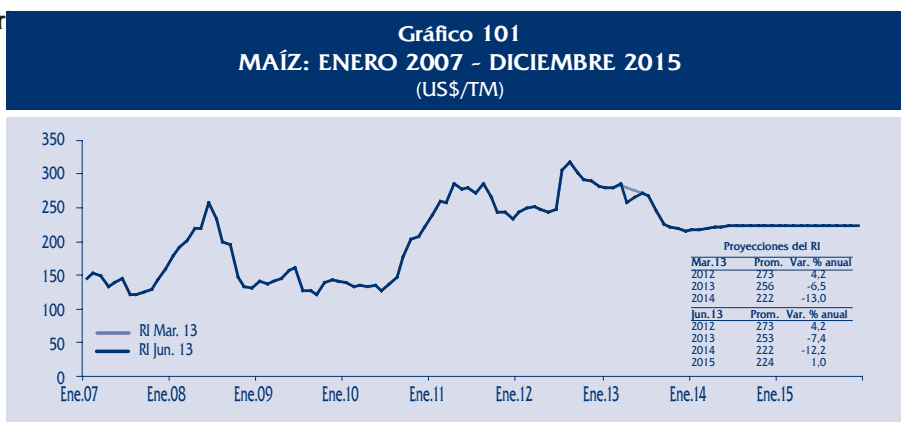
Fuente: Departamento de Agricultura de EUA - Estimados de oferta y demanda mundial de alimentos (WASDE), mayo 2013.

Maíz

En mayo, la cotización internacional promedio del maíz fue de US\$TM 269, menor en 5 por ciento al cierre promedio de diciembre 2012. Esta variación refleja, principalmente, la caída del mes de abril (la cotización promedio bajó 9,4 por ciento). En este mes el precio se vio afectado por las expectativas de mayor producción en EUA y de incremento de los inventarios en ese país. Sin embargo, en mayo, el maíz aumentó debido al exceso de lluvias registradas en las zonas productoras de EUA que retrasaron las labores de siembra y generaron expectativas de menor cosecha en ese país.

A pesar de riesgos de menor producción proveniente de EUA, respecto a las proyecciones iniciales, ésta se recuperará respecto a la de la campaña previa (afectada por una severa sequía registrada en EUA); de igual forma, los países de América del Sur tendrán mejoras importantes en su producción. Por otra parte, la demanda china se verá limitada por un menor crecimiento previsto. En línea con estos desarrollos, para el horizonte de proyección, se estima que los precios de los alimentos corrijan a la baja durante el segundo semestre del año.

Tr



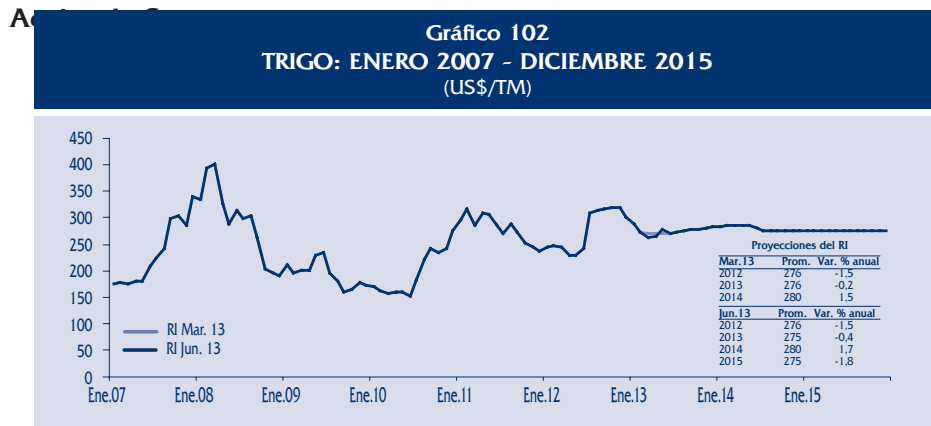
Al mes de mayo, el precio internacional del trigo presenta una disminución acumulada de 9 por ciento, cerrando el mes de mayo en un nivel promedio de US\$/TM 276. Esta caída acumulada refleja las disminuciones del precio del primer trimestre asociadas a las expectativas de condiciones más holgadas en el mercado de EUA para esta campaña, principalmente.

Sin embargo, desde abril, el precio del trigo viene aumentando por temores de menor producción de EUA. Por un lado, las persistentes lluvias (que están normalizando las condiciones de humedad en las zonas agrícolas de EUA) generaron retrasos en las labores de siembra de trigo de primavera; por otro, este exceso de lluvias generaron el deterioro de las condiciones de trigo de invierno.



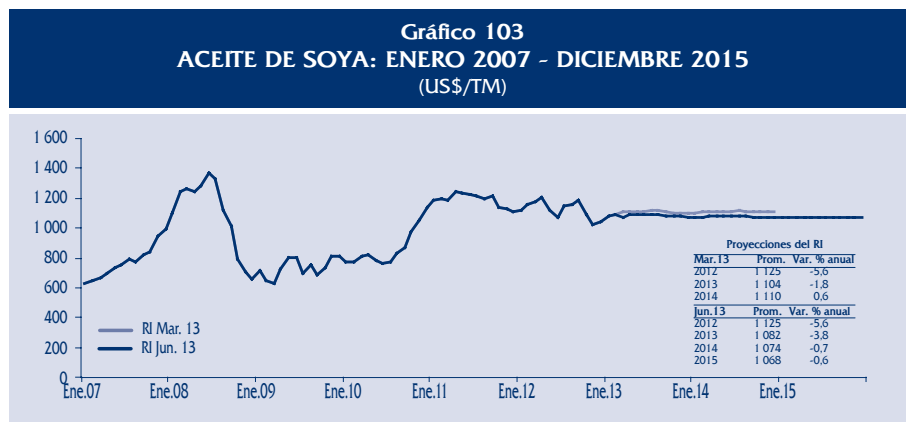


Los temores de menor cosecha de EUA se ven compensados por las expectativas de mayor oferta proveniente de países europeos y de las zonas de producción del Mar Negro (Rusia y Ucrania). Se espera que, al igual que en el Reporte de inflación de marzo, las cotizaciones permanezcan relativamente estables en el horizonte de proyección.



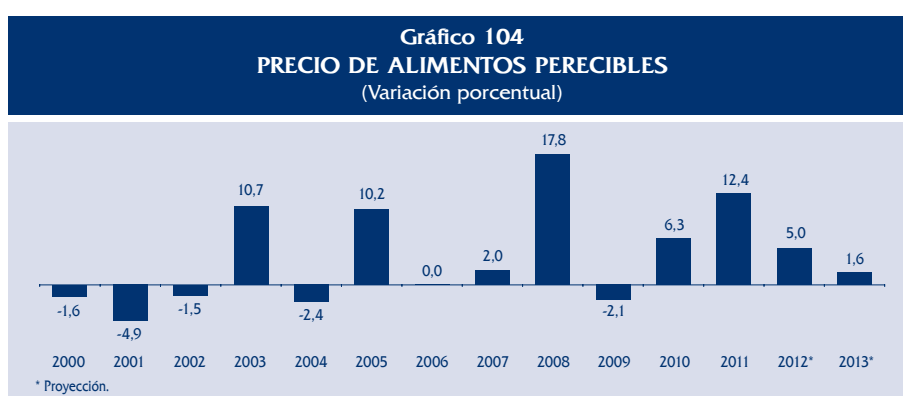
La cotización promedio de mayo del aceite de soya fue US\$/TM 1 087, nivel superior en 5 por ciento al cierre del año previo. A partir de abril, esta cotización viene subiendo debido a factores climáticos desfavorables en EUA que condicionan los avances de labores de siembra de soya en ese país.

Por otro lado, se prevé una importante producción proveniente de Brasil y Argentina, así como una demanda mundial limitada por el menor crecimiento previsto en China. Considerando estos factores, se estima que el aceite de soya se cotee a niveles inferiores a los considerados en el Reporte de Inflación anterior.



c. Alimentos Percibibles

96. En el año los alimentos agrícolas percibibles acumularían un aumento de 1,6 por ciento, menor al registrado en años anteriores. Esta evolución se explicaría principalmente por el menor aumento registrado en el periodo enero – mayo gracias a las mejores condiciones climáticas, en comparación a lo observado durante el año 2012. Adicionalmente la proyección contempla caídas en los precios del pollo y el azúcar.



Expectativas de inflación

97. Con respecto al Reporte de Inflación de marzo, los agentes económicos han mantenido sus expectativas de inflación dentro del rango meta de inflación del Banco Central para los años 2013 a 2014. Las expectativas de inflación se ubican entre 2,5 y 2,7 por ciento para 2013, reduciéndose a medida que se amplía el horizonte de proyección a valores entre 2,3 y 2,8 por ciento para el 2014 y 2015, dentro del rango meta.

Cuadro 49
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN FIN DE PERIODO
(Puntos porcentuales)

	Expectativas del:		
	RI Dic.12	RI Mar.13	RI Jun.13*
Sistema Financiero			
2013	2,6	2,7	2,5
2014	2,5	2,5	2,5
2015	--	--	2,5
Analistas Económicos			
2013	2,8	2,5	2,5
2014	2,5	2,4	2,4
2015	--	--	2,3
Empresas No Financieras			
2013	3,0	3,0	2,7
2014	3,0	3,0	2,8
2015	--	--	2,8

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de mayo de 2013.





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.



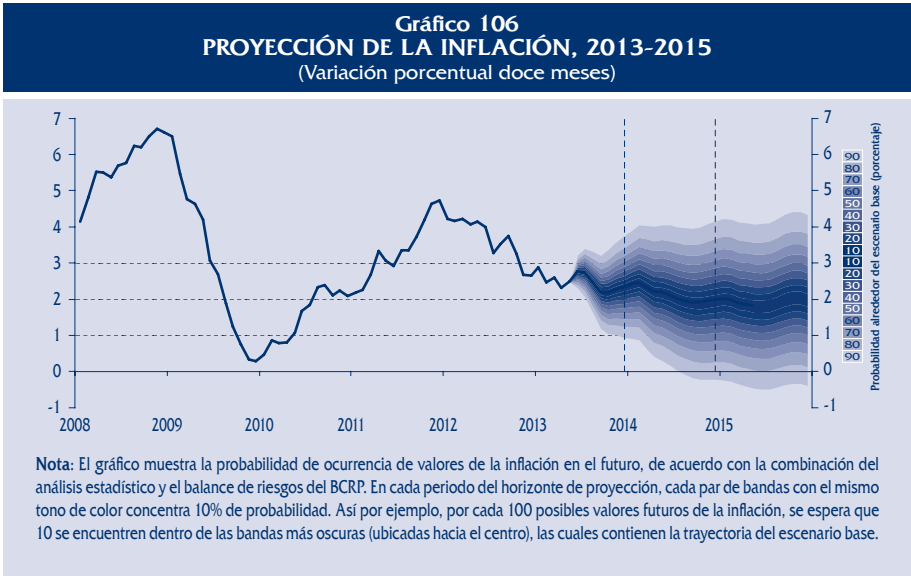
Finalmente, el escenario base de proyección contempla una posición de la política monetaria que no sería significativamente distinta a la actual en el corto plazo. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC y sobre los indicadores de actividad económica. En suma, la proyección de inflación para los años 2013 al 2015 se ubicaría en un rango entre 1,5 y 2,5 por ciento con un promedio de 2 por ciento en este período.

Proyección

98. 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 y que desvían la trayectoria de inflación de su referente en el escenario base.

En el siguiente gráfico, 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.

Con información disponible a febrero de 2013, la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en los años 2013 y 2015 es aproximadamente 65 por ciento y de que se ubique por debajo de 3 por ciento es de 70 por ciento.





VII. Balance de riesgos

99. 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 que no se encuentra necesariamente 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, a la larga, 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 sobre 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 a cada escenario de riesgo. Estos factores determinan en conjunto el sesgo del balance de riesgos de la proyección de inflación.

Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección, similar al Reporte de Marzo, están asociados con la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y el flujo de capitales internacional, el impacto de los precios de *commodities* en los mercados internacionales y condiciones climáticas adversas. El balance de estos riesgos presenta, en esta ocasión un sesgo a la baja.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo, vinculados con el posible deterioro de la economía mundial, incluyendo una desaceleración más acentuada del crecimiento de economías emergentes, y de origen interno vinculado con la dinámica de las expectativas de confianza empresarial

a. Deterioro del entorno internacional.

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de Inflación de marzo para 2013 y 2014. La recuperación que se espera en la economía mundial a partir del segundo semestre de este año podría ser interrumpida por algún evento negativo en algún bloque o economía importante. Las probabilidades de que se pase a un periodo recesivo en Estados Unidos o se agudice la recesión en Europa y Japón se han reducido respecto al último Reporte. Sin embargo, se ha elevado la probabilidad de una desaceleración mayor en economías emergentes claves como China. Una profundización de estas condiciones de

riesgo traería como secuela un menor dinamismo global y un debilitamiento de la demanda externa, que repercutirían en la economía doméstica a través de canales financieros y comerciales.

Desde fines de 2013 se espera el inicio de un retiro progresivo del estímulo monetario por parte de la FED. Un retiro anticipado y menos gradual podría implicar un ajuste rápido y desordenado del tipo de cambio y de las tasas de interés de los bonos del Tesoro Público en nuestra economía, dada la alta participación de inversionistas no residentes.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizaría 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 estos choques sobre las condiciones financieras domésticas. El Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias atendiendo a las condiciones macroeconómicas.

b. Desaceleración de la demanda interna

La confianza empresarial es un determinante importante de la inversión privada, por lo que de deteriorarse contribuiría a un menor dinamismo en la demanda interna, lo que se traduciría en una menor brecha del producto y consecuentemente en una menor inflación.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias para mantener la inflación dentro del rango meta.

Por otro lado, se contempla como riesgos al alza de la inflación la dinámica de los precios de *commodities* y de los precios sensibles a factores de oferta.

c. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

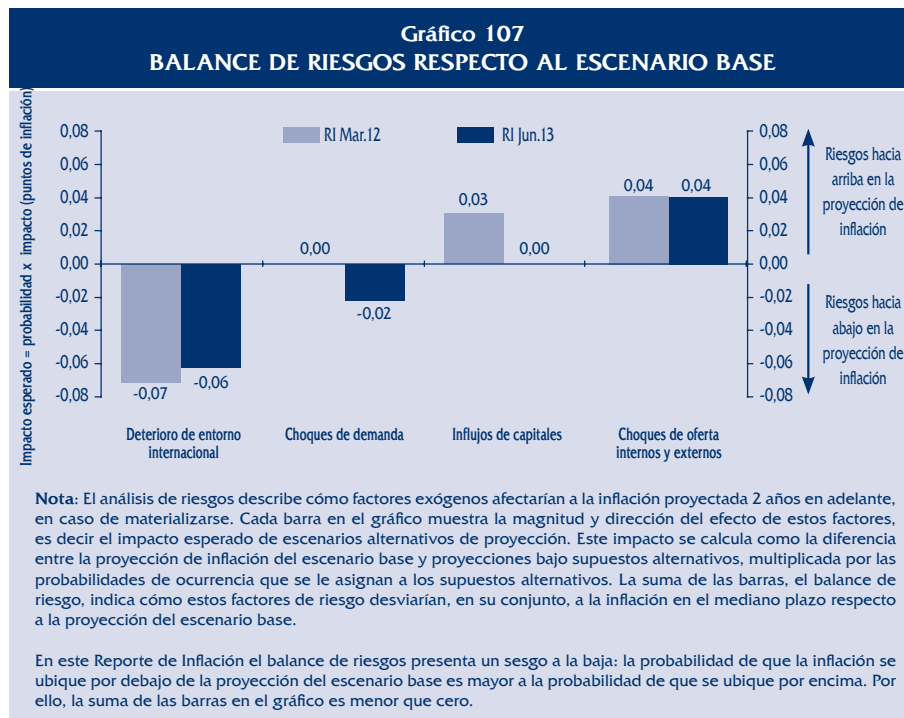
El escenario base supone una relativa estabilidad de los precios de los *commodities* para el próximo año. En el ámbito externo, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, y de precios de alimentos a los que los rubros de la canasta del IPC doméstico son particularmente sensibles. En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (agrícolas principalmente).

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





Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan a la baja son mayores que los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, **el balance de estos riesgos presenta un sesgo a la baja** para la proyección de la inflación de mediados de 2015. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es mayor a la probabilidad de que se encuentre por encima.



Conclusión

100. La tasa anual de inflación se ubica dentro del rango meta, con expectativas de inflación dentro del rango meta, y con un crecimiento del PBI a tasas cercanas a su nivel potencial, con una evolución dinámica de la demanda interna. Se proyecta que la inflación se mantendría dentro del rango meta durante todo el horizonte de proyección 2013 – 2015 con un promedio de 2,0 por ciento. El balance de riesgos presenta un sesgo a la baja.

El Banco Central estará pendiente de la evolución de las proyecciones de inflación y sus determinantes para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de que la inflación se mantenga en el rango meta. Asimismo, con la finalidad de contribuir a una evolución ordenada de la liquidez y el crédito y aminorar las vulnerabilidades vinculadas a la dolarización, la autoridad monetaria continuará ejecutando acciones como cambios en los requerimientos de encajes.

