



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2013

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

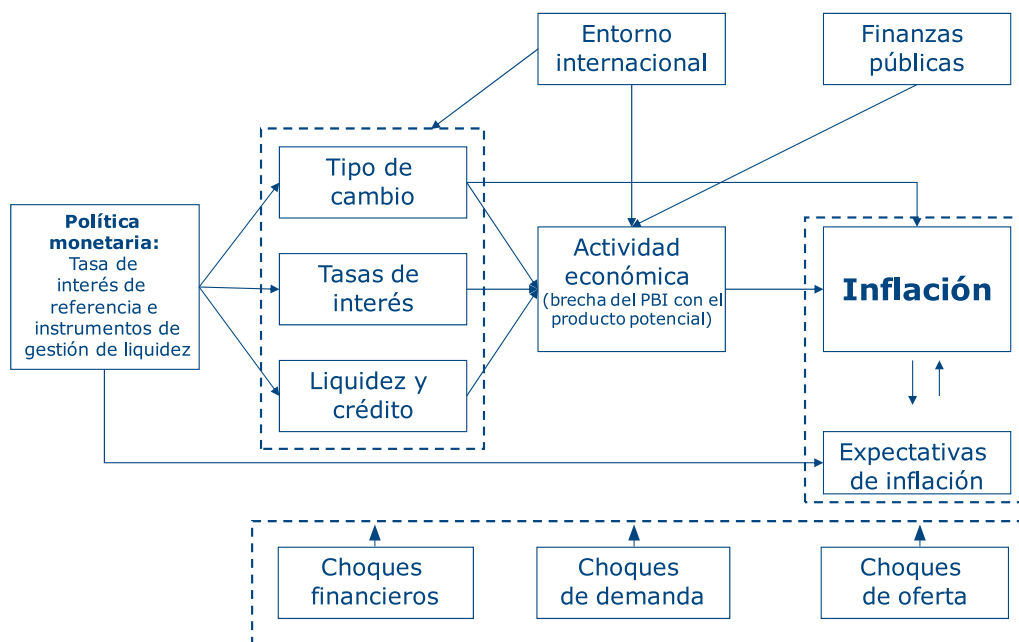


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2013-2015

Setiembre 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

Setiembre 2013

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	29
III. Balanza de pagos	48
IV. Finanzas públicas	64
V. Política monetaria	73
VI. Inflación	104
VII. Balance de riesgos	121
Conclusión	123

RECUADROS

1. Balance Oferta-Demanda del sector eléctrico a 2018	46
2. Los fundamentos macroeconómicos y el riesgo soberano	100
3. Dolarización de contratos con proveedores	102
4. Efecto traspaso del tipo de cambio a inflación	119

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2013 de la Balanza de Pagos, a julio de 2013 del Producto Bruto Interno y cuentas monetarias, y a agosto 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 alcanzar 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 establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda y anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas.
- La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Se reconoce 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. 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 fija considerando 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 diciembre de 2013.





Resumen

- i. En lo que va del año se ha observado un ritmo moderado de expansión de la **economía mundial**, estimándose una tasa de crecimiento de 3,4 por ciento para el segundo trimestre y una tasa similar para el tercer trimestre. Si bien las economías desarrolladas vienen mostrando mejores perspectivas, las principales economías emergentes se han desacelerado con respecto a lo previsto en el Reporte de junio.

Durante los últimos meses se ha observado una evolución positiva de la actividad económica en Estados Unidos. Esta evolución favorable continúa apoyándose en el consumo, en particular el de bienes duraderos y, en menor medida, en la inversión residencial. Los determinantes de la evolución del consumo han sido la recuperación del mercado laboral y el efecto riqueza asociado a los mayores precios de las viviendas y a la mejora de los mercados bursátiles. Con un panorama relativamente mejor se encuentra también la Eurozona, donde se han disipado los temores acerca de una eventual crisis financiera, en un contexto en el que la actividad económica muestra señales de recuperación.

En el contexto de recuperación de la economía estadounidense, se han consolidado las expectativas de un menor estímulo monetario por parte de la Fed, aunque se mantiene la incertidumbre sobre la magnitud y el momento de inicio de esta reducción. Tal como se describió en el Reporte de junio, estas expectativas se han traducido en una reducción de los flujos netos de capitales hacia economías emergentes, generándose episodios de depreciación y elevación del riesgo soberano en algunas de estas economías.

Con este panorama del entorno internacional, la proyección de crecimiento de la economía mundial se ha revisado a la baja de 3,0 a 2,9 por ciento para 2013 y de 3,7 a 3,6 por ciento para 2014. Asimismo, los **términos de intercambio** también se han revisado a la baja, en línea con la disminución observada en los últimos meses en los precios de los *commodities* y con la revisión a la baja en el crecimiento de las principales economías emergentes. Para los años 2013 y 2014 se prevén caídas de los términos de intercambio de 4,5 y 1,6 por ciento, respectivamente, aunque su nivel es aún mayor al promedio de 2003 a 2012.

- ii. En el primer semestre del año el **Producto Bruto Interno** creció 5,2 por ciento, con una tasa de crecimiento del segundo trimestre mayor a la correspondiente al primer trimestre. En el segundo trimestre, por quinto trimestre consecutivo, se registró una tasa de crecimiento de la demanda interna (6,5 por ciento) por encima de la correspondiente al PBI, aunque inferior a la observada en el primer trimestre (8,1 por ciento). Por su parte, las exportaciones netas, tal como en el primer trimestre, mantuvieron una contribución negativa a la tasa de crecimiento del PBI.

Se contempla una revisión en la tasa de crecimiento proyectada del PBI para el año 2013 a 5,5 por ciento, frente a la tasa de 6,1 por ciento prevista en el Reporte de junio. Esta modificación se explica por el menor ritmo de expansión observado

de las exportaciones y la revisión a la baja del crecimiento mundial. Cabe señalar, no obstante, que se prevé una recuperación de las exportaciones en el segundo semestre, tanto tradicionales cuanto no tradicionales.

Para 2014 se revisa a la baja la tasa de crecimiento del PBI a 6,2 por ciento, en línea con el crecimiento del PBI potencial. Para 2015 se prevé una aceleración del crecimiento a 6,7 por ciento, debido a la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.

- iii. Durante el primer semestre la **balanza en cuenta corriente** registró un déficit equivalente a 5,4 por ciento del PBI, mayor al de igual período de 2012, en un contexto de crecimiento de la inversión mayor al del ahorro interno y de caída de los términos de intercambio. En este período el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 13,6 mil millones, mayores a los registrados en la primera mitad de 2012.

Para 2013 se proyecta un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 4,9 por ciento del PBI, mayor al proyectado en junio (4,4 por ciento del PBI) por menores exportaciones en un contexto de menores cotizaciones internacionales y menor crecimiento mundial, lo cual sería atenuado por un menor crecimiento de las importaciones, en línea con la revisión a la baja en el crecimiento del PBI.

Para 2014 se mantiene la proyección del déficit en cuenta corriente de 4,6 por ciento del producto, mientras que para 2015 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,1 por ciento del PBI, menor al previsto en el Reporte previo (4,3 por ciento del PBI). La trayectoria decreciente del déficit considera la recuperación de la demanda externa y el inicio de operación de proyectos mineros en 2014 y 2015 (Toromocho, Las Bambas y Constancia).

- iv. Como en el Reporte de junio, se prevé que el menor crecimiento mundial y los menores precios de exportación impliquen una menor recaudación fiscal. Esto, aunado a un ritmo de gasto del gobierno general con un crecimiento superior al del PBI en el horizonte de proyección, se traduciría en una trayectoria decreciente del **superávit del sector público no financiero** que pasaría de 2,2 por ciento del PBI en 2012 a un resultado nulo en 2015.
- v. El Directorio del Banco Central decidió mantener la **tasa de interés de referencia** de la política monetaria en 4,25 por ciento, nivel en el que permanece desde mayo de 2011. Esta decisión está basada en expectativas de inflación dentro del rango meta, y en la previsión de que la tasa de inflación de los últimos 12 meses retornará al rango meta en la medida en que las condiciones de oferta de alimentos mejoren. Asimismo, se contempla un escenario interno caracterizado por un crecimiento económico cercano al potencial y un escenario internacional en el que se mantiene la incertidumbre financiera asociada a la magnitud y el momento del posible retiro del estímulo monetario por parte de la Fed.

Adicionalmente, desde mayo de 2013 el BCRP ha implementado medidas de flexibilización del encaje destinadas a garantizar una evolución ordenada de la





liquidez y el crédito del sistema financiero y así, preservar las condiciones financieras, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Bajo este contexto, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a partir del 24 de mayo, fecha en la que aumentó la volatilidad financiera internacional ante el anuncio de la Fed de que podría comenzar en setiembre 2013 la reducción del estímulo monetario. En primer lugar, el BCRP intervino mediante la colocación de certificados de depósitos reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) por un monto de US\$ 1 772 millones entre mayo y agosto. A partir de julio el Banco Central empezó, además, a intervenir mediante la venta directa de dólares en el mercado cambiario, cuyo monto ascendió a US\$ 2 990 millones, en similar periodo.

- vi. En el mes de agosto la **inflación** de los últimos 12 meses ascendió a 3,28 por ciento, ubicándose ligeramente por encima del rango meta. En el escenario central de proyección, se considera que la inflación ha sido afectada recientemente por factores transitorios, y por tanto regresaría al rango meta en el último trimestre del año 2013 y que convergería al punto medio de 2,0 por ciento en el año 2014. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* alimenticios ni a la demanda interna y que las acciones de política monetaria mantendrían ancladas las expectativas de inflación.
- vii. En este Reporte de Inflación el balance de riesgos es **neutral**, en la medida en que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se ubique por encima.



- viii. 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. 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. La evolución reciente del gasto público, así como la puesta en marcha de proyectos de inversión pública, sugiere que el impulso fiscal en el horizonte de proyección compensaría en parte los efectos negativos del deterioro de la confianza empresarial.

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

b. Deterioro del entorno internacional

Las probabilidades asociadas a un periodo recesivo en Estados Unidos o a una profundización de la recesión en Europa se han reducido con respecto al Reporte previo. Sin embargo, se ha elevado la probabilidad de una desaceleración mayor en economías emergentes. 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 los 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.

- ix. 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. Choques internos y externos

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, dadas las tensiones políticas en torno a una posible intervención militar en Siria. En el ámbito interno, se considera el riesgo de mayor precio del pescado por problemas climatológicos.

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





- x. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan a la baja se compensan con los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, el **balance de estos riesgos es neutral** para la proyección de la inflación de mediados de 2015.

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

I. Escenario internacional

1. La economía mundial ha seguido creciendo a tasas moderadas. Se estima un crecimiento de 3,4 por ciento en el segundo trimestre y una tasa similar para el tercer trimestre. Han mejorado las perspectivas de las economías desarrolladas, en particular de la Eurozona. Por el contrario, las principales economías emergentes muestran señales de desaceleración, en muchos casos por encima de lo previsto en el anterior Reporte de Inflación. Esto último ha llevado a una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial para 2013 (de 3,0 a 2,9 por ciento) y para 2014 (de 3,7 a 3,6 por ciento).

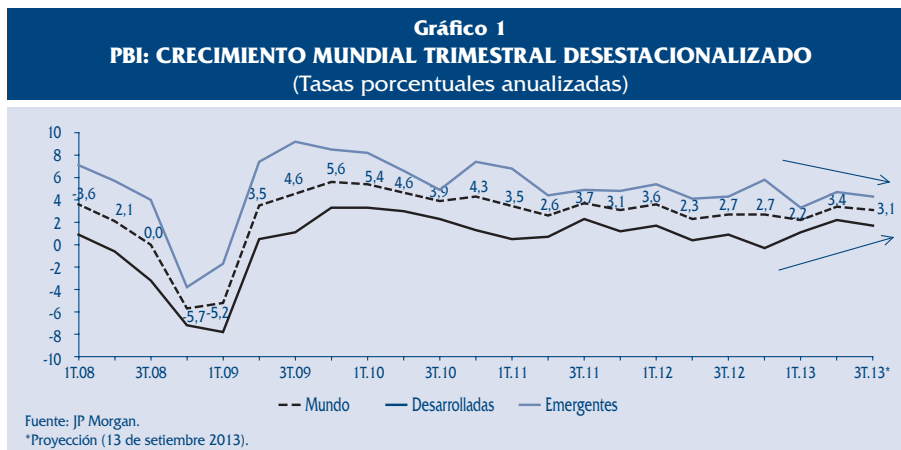
Desde el último Reporte de Inflación, las expectativas de un menor estímulo por parte de la Fed se han consolidado dada la evolución positiva en el empleo y de la actividad económica en Estados Unidos. Ello ha reducido los flujos netos de capitales hacia las economías emergentes y ha originado episodios de depreciación de sus monedas, en particular de aquellas con elevados déficit en cuenta corriente. Asimismo, generó una elevación del rendimiento de los bonos de estas economías y una caída en los precios de los *commodities*, afectados además por las perspectivas de un menor crecimiento de China y de otras economías emergentes. Cabe destacar que, en su reunión del 17 y 18 de setiembre, la Fed decidió mantener el monto de compras de títulos, por lo que esta tendencia en los mercados financieros se ha revertido en los últimos días.

Aunque la tendencia a la baja en el precio de los *commodities* se ha estabilizado, los términos de intercambio se han revisado a la baja, en línea con la evolución de los últimos meses y con la proyección de menor crecimiento de las economías emergentes más importantes. Para 2013 se estima una caída en los términos de intercambio de 4,5 por ciento y una reducción adicional de 1,6 por ciento en 2014.

Actividad económica

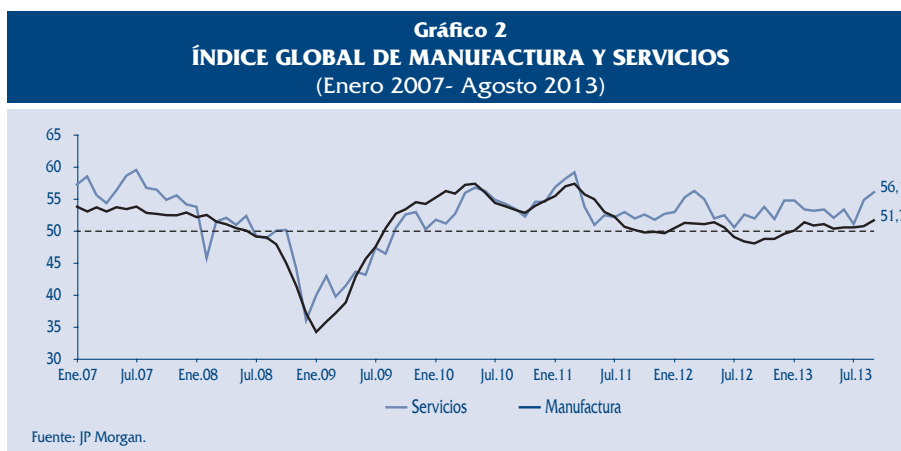
2. En los últimos meses, la actividad económica muestra, en términos agregados, una relativa estabilidad. Se estima que en el segundo trimestre la economía mundial se expandió 3,4 por ciento, tasa superior a la del trimestre anterior (2,2 por ciento). Destaca la estabilización de la Eurozona luego de siete trimestres consecutivos de contracción. Para el tercer trimestre, se estima que la economía mundial crecería a una tasa similar.





Otros indicadores agregados muestran también una tendencia hacia una recuperación. El índice de producción manufacturera global —índice compuesto de Gerentes de Compra— se ha mantenido por encima de 50 en los últimos nueve meses, señalando crecimiento a tasas moderadas. El indicador global del sector servicios —actividad más vinculada a la evolución de la demanda interna— mostró en los últimos dos meses una recuperación mayor y alcanzó niveles no registrados desde febrero 2012.

Por un lado, este resultado refleja una recuperación de las economías desarrolladas donde resalta la mejora de estos indicadores para el caso de Estados Unidos y las señales de recuperación de Europa. Por otro lado, las economías emergentes han venido creciendo a tasas menores a las esperadas en un contexto de un deterioro de las condiciones financieras internacionales (ante la expectativa de un retiro del estímulo por parte de la Fed), de menores precios de *commodities*, de desaceleración de la demanda interna y, en varios casos, de presiones inflacionarias.



Se estima que para el año 2013 la economía mundial crezca 2,9 por ciento, lo que implica una revisión a la baja respecto al Reporte de Inflación anterior (3,0 por ciento)

debido principalmente a la revisión en la proyección de las economías emergentes. Por este mismo motivo la proyección para 2014 se ha revisado de 3,7 por ciento a 3,6 por ciento.

Al igual que en el Reporte de Inflación anterior, esta proyección presenta riesgos a la baja asociados a un deterioro de la Eurozona, a la negociación en torno al límite de deuda en Estados Unidos, a una desaceleración mayor a la prevista en las economías emergentes y a un incremento en el precio del petróleo. La probabilidad de ocurrencia de una crisis en la Eurozona se ha reducido respecto al Reporte anterior mientras que la probabilidad de los dos últimos eventos se ha incrementado en línea con los indicadores recientes de las economías emergentes y con los conflictos geopolíticos en medio oriente.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)							
	2012	2013		2014		2015	
		RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
Economías desarrolladas	1,4	1,2	1,1	2,0	2,0	2,3	2,3
De los cuales:							
1. Estados Unidos	2,8	1,9	1,6	2,4	2,5	3,0	3,0
2. Eurozona	-0,6	-0,6	-0,5	1,0	1,0	1,3	1,3
Alemania	0,7	0,3	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Francia	0,0	-0,4	0,0	1,0	1,0	1,2	1,2
Italia	-2,4	-1,6	-1,8	0,6	0,5	0,9	0,9
España	-1,6	-1,6	-1,5	0,4	0,4	0,9	0,9
3. Japón	2,0	1,5	1,9	1,4	1,4	1,1	1,1
4. Reino Unido	0,2	0,9	1,1	1,5	1,7	1,8	1,8
Economías en desarrollo	5,1	5,0	4,7	5,5	5,2	5,7	5,6
De los cuales:							
1. Asia en desarrollo	6,9	6,9	6,5	7,3	6,8	7,3	7,2
China	7,8	7,7	7,5	8,0	7,6	8,0	8,0
India	5,0	6,0	5,0	6,9	6,0	6,9	6,5
2. Europa Central y del Este	1,4	2,0	2,0	3,2	3,2	3,2	3,2
3. América Latina y Caribe	3,0	3,3	2,6	3,7	3,4	3,8	3,8
Brasil	0,9	2,9	2,2	3,6	2,7	4,0	4,0
Economía Mundial	3,2	3,0	2,9	3,7	3,6	4,0	3,9
Nota:							
Socios Comerciales 1/	2,9	2,6	2,4	3,2	3,1	3,4	3,4
BRICs 2/	5,9	6,2	5,8	6,7	6,2	6,8	6,7
RI: Reporte de Inflación.							
1/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.							
2/ Brasil, Rusia, India y China.							
Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.							





3. En **Estados Unidos** la economía ha continuado mostrando una recuperación moderada. En el segundo trimestre, el producto creció 2,5 por ciento en términos anualizados mientras los indicadores recientes de empleo y de manufactura continuaron con la tendencia positiva de los meses previos.

La evolución favorable continúa apoyándose en el consumo, en particular en el de bienes duraderos —que acumuló ocho trimestres consecutivos de crecimiento a una tasa promedio de 7,8 por ciento— y, en menor medida, en la inversión residencial. Al igual que en los Reportes de Inflación previos, los determinantes de la evolución del consumo han sido la recuperación del mercado laboral y el efecto riqueza asociado a los mayores precios de las viviendas y a la mejora de los mercados bursátiles.

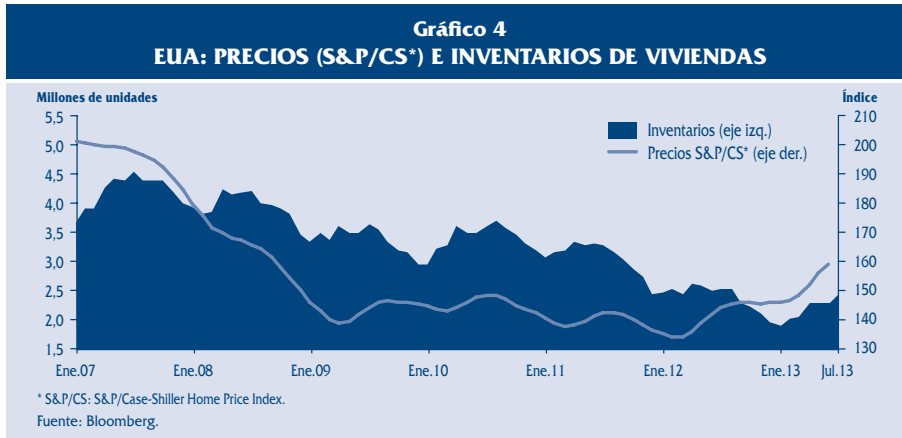
Respecto al empleo, entre junio y agosto las solicitudes de beneficios por desempleo han seguido una tendencia a la baja. Entre junio y agosto se han creado 445 mil puestos de trabajo; con ello desde el año 2010 se ha recuperado 6,8 millones de puestos, equivalente al 81 por ciento de los puestos perdidos durante la crisis. La tasa de desempleo, por su parte, ha bajado de 7,6 por ciento en junio a 7,3 por ciento en agosto. Sin embargo, esta caída del desempleo está asociada también a una disminución de la fuerza laboral (la menor desde 1978) lo que genera mayor incertidumbre sobre la fortaleza del mercado laboral.



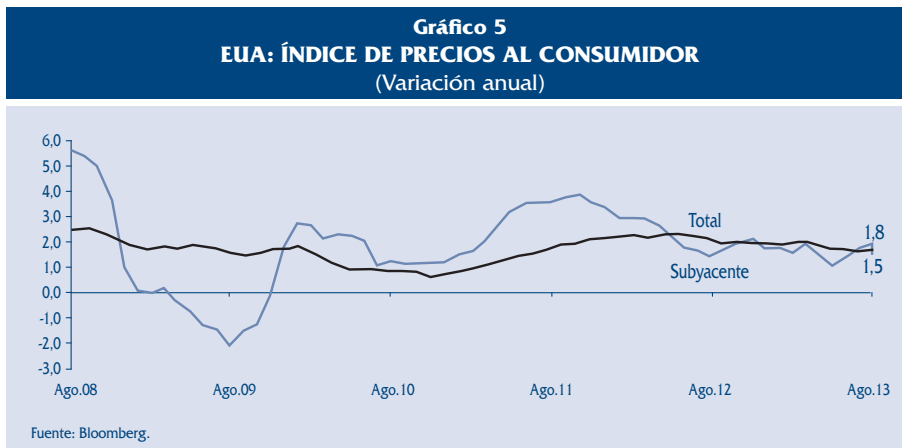
4. Respecto a la inversión, en el segundo trimestre se observó una recuperación en la inversión no residencial apoyada en la evolución favorable de las utilidades corporativas en los últimos trimestres.

Por su lado, la inversión residencial continuó impulsada por el aumento de los precios de las viviendas. En lo que va del año el nivel de precios de las viviendas ha aumentado 9 por ciento anual y los inventarios de viviendas han aumentado 24 por ciento. Los indicadores recientes de ventas de viviendas nuevas e inicios y permisos para nuevas construcciones mostrarían cierta desaceleración en la actividad inmobiliaria. Sin embargo, se espera que el sector siga mostrando una evolución

positiva debido a que los precios de las viviendas, a pesar del alza reciente, aún son inferiores en 23 por ciento respecto a los niveles máximos alcanzados entre 2006 y 2007. Del mismo modo, los inventarios de viviendas representan sólo el 54 por ciento del nivel registrado previo a la crisis financiera.



5. La inflación, por su parte, ha aumentado de 1,1 por ciento en abril (nivel no observado desde noviembre de 2010) a 1,5 por ciento en agosto. Esta tendencia al alza se explica en parte por un aumento del nivel de precios de la gasolina. Sin embargo, la inflación subyacente —que excluye combustibles y alimentos— se ha mantenido estable (1,8 por ciento).
6. En este contexto de recuperación con presiones inflacionarias controladas y con una tendencia a la baja del desempleo, la Fed ha reafirmado lo señalado en mayo respecto al retiro del estímulo de compras de títulos. Se espera que la Fed reduzca el monto de compras hacia finales de ese año y las retire completamente hacia mediados de 2014.

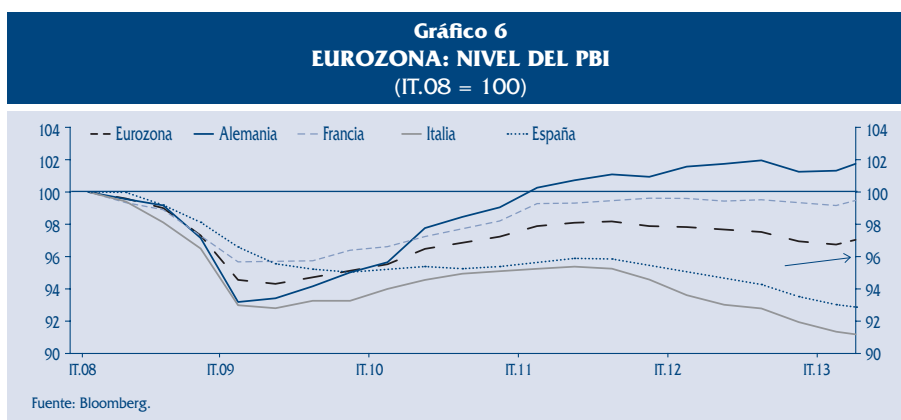




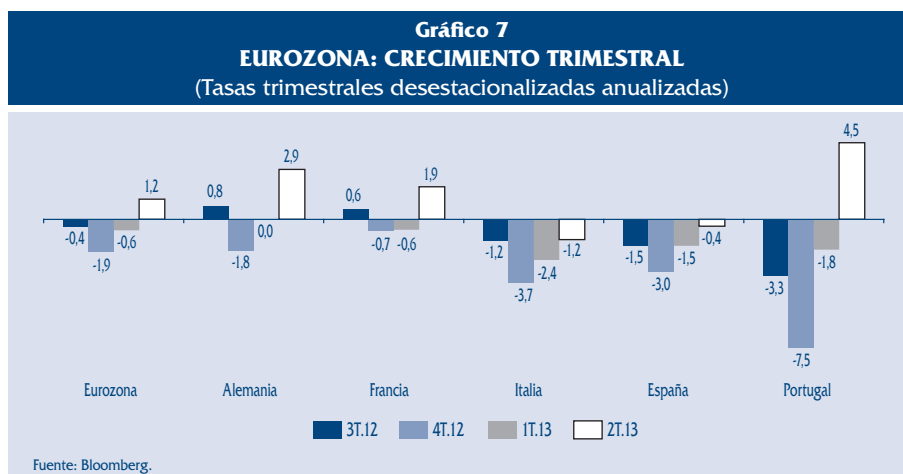
7. Se estima que la economía norteamericana crecería 1,6 por ciento en 2013, 2,5 por ciento en 2014 y 3,0 por ciento en 2015. Los riesgos de esta proyección continúan centrándose en el tema fiscal. El Tesoro ha informado que a mediados de octubre se estaría por alcanzar el límite de deuda por lo que se corre el riesgo de que el gobierno entre a un *default* técnico si no se negocia un aumento de dicho límite. De no llegarse a un acuerdo, se podría deteriorar la confianza del consumidor como sucedió en el episodio de 2011, cuando Standard & Poor's bajó la calificación crediticia de su deuda de largo plazo ante la falta de un plan de consolidación fiscal estable.

El otro riesgo es el asociado al retiro del estímulo, en particular por el impacto que tendría sobre las tasas de largo plazo y, a través de esta variable, en la recuperación del mercado inmobiliario y en el consumo de bienes duraderos como automóviles. En los últimos meses se ha registrado un aumento de las tasas de interés hipotecarias a 30 años de 128 pbs a 5,15 por ciento en mediados de julio respecto a los niveles mínimos observados a inicios de mayo, lo cual se ha visto reflejado en una caída de las solicitudes hipotecarias y de las ventas de viviendas nuevas en julio.

8. En la **Eurozona**, la actividad económica se ha estabilizado en el segundo trimestre y muestra señales de cierta recuperación en los últimos meses. Alemania siguió liderando la expansión de la región y las perspectivas de las economías periféricas han mejorado. En línea con ello, la probabilidad de una crisis en estas economías se ha reducido desde el último Reporte de Inflación.



El PBI del segundo trimestre de 2013 aumentó, en términos anualizados, 1,2 por ciento luego de siete trimestres consecutivos de caída. A nivel del gasto, todos los componentes registraron una evolución positiva. El consumo y la inversión privados (particularmente en las principales economías) se vieron apoyados por la estabilización del empleo, las mejores condiciones crediticias y la mayor confianza. El gasto de gobierno también tuvo un impacto positivo y el incremento de las exportaciones netas fue determinante en la mejora de las economías de la periferia.



9. Los indicadores de actividad recientes señalarían que la tendencia favorable en la Eurozona se ha acentuado en el tercer trimestre. En julio, el índice compuesto de Gerentes de Compra, variable que aproxima la evolución del PBI, se ubicó en zona de expansión por primera vez en diecisiete meses y en agosto mostró una mejora adicional. Esta evolución favorable se observa tanto en el indicador de manufactura como en el de servicios. Por su parte, los indicadores de confianza de la región han mostrado una mejora y el desempleo se ha estabilizado alrededor de 12 por ciento.

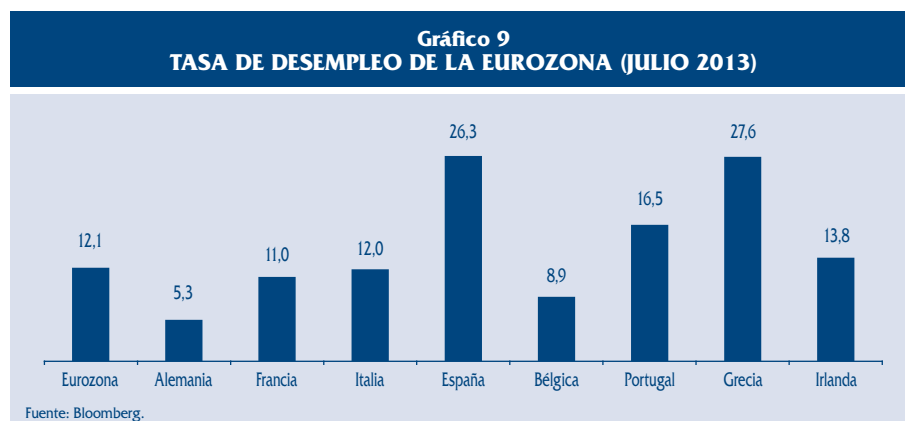
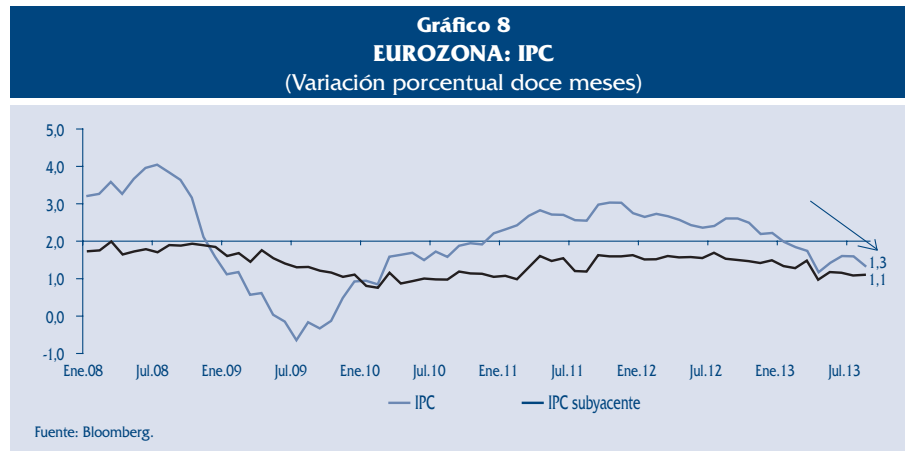
Cuadro 2
EUROZONA: ÍNDICES DE ACTIVIDAD PMI DEL JP MORGAN

	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Jul.13	Ago.13
Servicios							
Eurozona	54,2	48,8	47,8	46,4	48,3	49,8	50,7
Alemania	59,2	52,4	52,0	50,9	50,4	51,3	52,8
Francia	54,9	50,3	45,2	41,3	47,2	48,6	48,9
Italia	50,2	44,5	45,6	45,5	45,8	48,7	48,8
España	46,2	42,1	44,3	45,3	47,8	48,5	50,4
Manufactura							
Eurozona	57,1	46,9	46,1	46,8	48,8	50,3	51,4
Alemania	60,7	48,4	46,0	49,0	48,6	50,7	51,8
Francia	57,2	48,9	44,6	44,0	48,4	49,7	49,7
Italia	54,7	44,3	46,7	44,5	49,1	50,4	51,3
España	51,5	43,7	44,6	44,2	50,0	49,8	51,1

Fuente: Bloomberg.

10. En el contexto de una recuperación leve y de baja inflación (en agosto la inflación anual fue 1,3 por ciento), el BCE ha señalado que las tasas de interés se mantendrían bajas (o podrían inclusive reducirse más) por un largo período de tiempo, de acuerdo a lo señalado en su última reunión de política monetaria de la primera semana de setiembre.





11. En **Japón**, la economía creció 3,8 por ciento (tasa trimestral anualizada) en el segundo trimestre tras haber crecido 4,1 por ciento en el primer trimestre. A pesar de la desaceleración registrada, se observa un crecimiento del consumo (3,0 por ciento) y de las exportaciones (12,4 por ciento).

En los meses recientes, los indicadores de consumo –confianza del consumidor y ventas minoristas– muestran cierta desaceleración aunque por factores climáticos de carácter temporal. Las exportaciones, por su parte, se verían favorecidos por las mejores perspectivas de la Eurozona, la estabilización de China y la depreciación del yen, que alcanzó el 15 por ciento en el año. Asimismo, se espera que la inversión se recupere asociado con el reciente aumento de las órdenes de maquinarias.

En línea con estos desarrollos, la economía japonesa crecería 1,9 por ciento en el año 2013, mientras que para 2014 y 2015, se espera un crecimiento de 1,4 y 1,1 por ciento, respectivamente. Esta proyección asume que la reversión del proceso deflacionario se consolida (la inflación en julio alcanzó 0,7 por ciento) y que el impacto de la elevación del impuesto a la ventas (previsto para 2014 y 2015) sobre el consumo sería compensado con otras medidas.

12. Dentro de las economías emergentes, el crecimiento de **China** muestra señales de estabilización luego de la desaceleración observada en el segundo trimestre. En dicho período, la variación del PBI respecto del mismo período del año anterior fue de 7,5 por ciento (comparado con 7,7 por ciento en el primer trimestre) y los indicadores de actividad doméstica para julio y agosto apuntan a una normalización del ritmo de crecimiento. En esta línea, el índice compuesto de Gerentes de Compra oficial para agosto se recuperó a 51,0 (comparado con 50,3 el mes previo), esencialmente por una mejora en términos de producto y órdenes. Esta tendencia también se ve reflejada en el ritmo de las importaciones (principalmente compuestas por *commodities* utilizados en la industria y la construcción), mientras las exportaciones muestran una cierta mejora en un contexto de recuperación gradual de la economía global. La inflación muestra cierta volatilidad, aunque aún se encuentra debajo de la meta de 3,5 por ciento para el año.

Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

	2011		2012			2013			
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.
PMI manufacturero (50 nivel neutral)	50,3	53,1	50,2	49,8	50,6	50,9	50,1	50,3	51,0
PMI no manufacturero (50 nivel neutral)	56,1	58,0	56,7	53,7	56,1	55,6	53,9	54,1	53,9
Producción Industrial (Var.% 12 meses)	12,8	11,9	9,5	9,2	10,3	8,9	8,9	9,7	10,4
Inversión en activos fijos (Acum. año, var. anual)	23,8	20,9	20,4	20,5	20,6	20,9	20,1	20,1	20,3
Ventas minoristas (Var.% 12 meses)	18,1	15,2	13,7	14,2	15,2	12,6	13,3	13,2	13,4
Exportaciones (Var.% 12 meses)	13,4	8,9	11,3	9,9	14,1	10,0	-3,1	5,1	7,2
Importaciones (Var.% 12 meses)	11,8	5,3	6,3	2,4	6,0	14,1	-0,7	10,9	7,0
Préstamos nuevos (Miles de millones de yuanes)	641	1 011	920	623	455	1 063	863	700	711
Financiamiento agregado nuevo (Miles de millones de yuanes)	n.d.	1 870	1 780	1 646	1 628	2 550	1 037	809	1 570
Índice de precios al consumidor (Var.% 12 meses)	4,1	3,6	2,2	1,9	2,5	2,1	2,7	2,7	2,6

Fuente: Bloomberg.

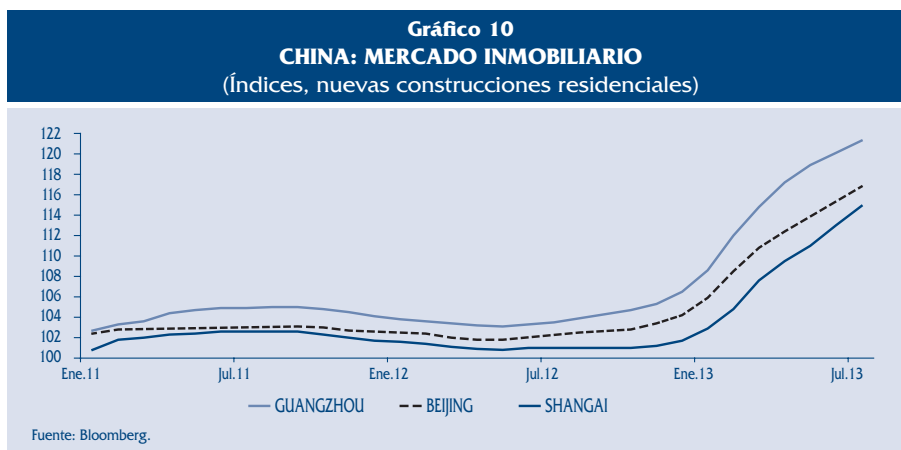
A diferencia de las medidas de estímulo implementadas en años anteriores (en especial durante la crisis financiera internacional), basadas en una política monetaria y crediticia expansiva, las autoridades monetarias intentan moderar el ritmo de crecimiento de los préstamos a niveles sostenibles aunque comprometiéndose a proveer liquidez adecuada para aliviar la restricción de liquidez que enfrentó el sistema financiero durante el mes de junio. En contraste, con el fin de apoyar el crecimiento, el gobierno ha introducido medidas focalizadas, especialmente una suspensión temporal de los impuestos a las PyME, asistencia a exportadores en problemas y aceleración de la inversión en infraestructura urbana y ferrocarriles.

Asimismo, el banco central aprobó un plan para liberalizar la tasa de interés, aunque no se publicaron detalles; y ordenó una auditoría del endeudamiento público con el objetivo de controlar los riesgos asociados con el elevado nivel de endeudamiento, en particular en los gobiernos locales. Este último aspecto es identificado por las autoridades como una de las principales fuentes de riesgo de la economía china. Otros riesgos de la economía china son el crecimiento del financiamiento agregado (que incluye instrumentos financieros menos sujetos a supervisión), y la dificultad para controlar el crecimiento de los precios en el mercado inmobiliario.



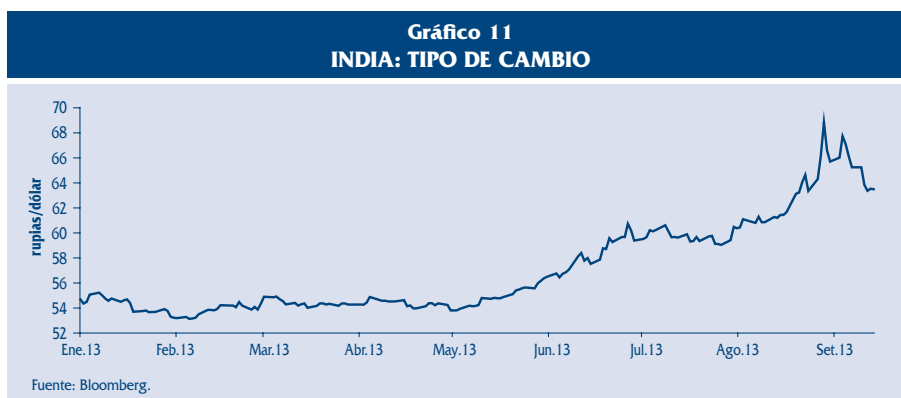


En este contexto, se espera un crecimiento de 7,5 por ciento en 2013 (en línea con las expectativas de las autoridades), 7,6 por ciento en 2014 y 8,0 por ciento en 2015.



13. En **India** se registró una marcada desaceleración en el nivel de actividad económica en el segundo trimestre. En dicho período la variación del PBI, respecto del mismo período del año anterior, fue 4,4 por ciento, la menor en varios años y se espera que la actividad económica siga siendo afectada por el deterioro de las condiciones financieras internacionales. En agosto el índice compuesto de Gerentes de Compra de HSBC/Markit descendió por debajo de 50 por primera vez desde marzo de 2009.

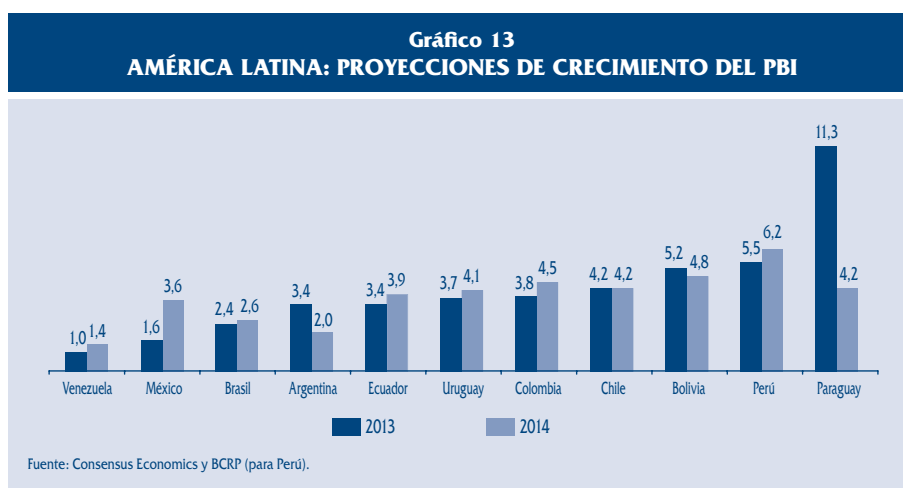
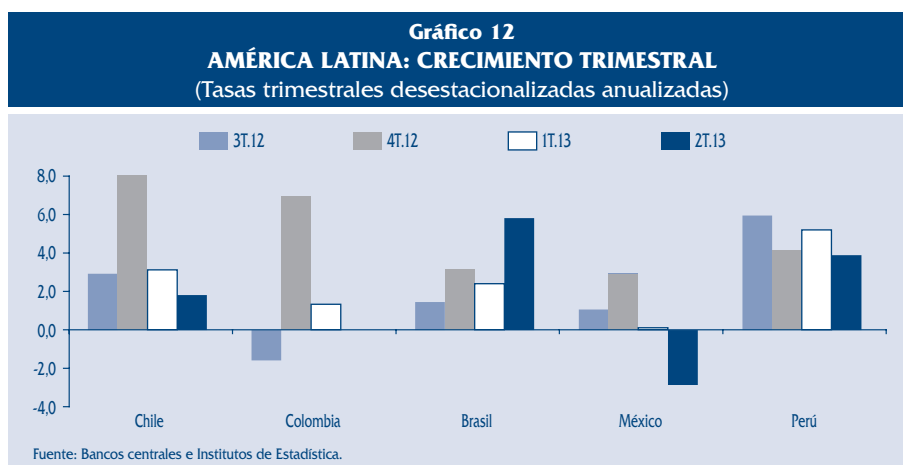
Los últimos meses han estado caracterizados por un marcado deterioro de la rupia. El tipo de cambio ha experimentado una caída de alrededor de 22 por ciento entre fines de abril y fines de agosto, a pesar de las medidas aplicadas por el banco central. La rupia resultó especialmente afectada por las vulnerabilidades de la economía (problemas en implementar reformas estructurales, déficit en cuenta corriente, carga fiscal y presiones inflacionarias), las cuales han deteriorado la confianza de los consumidores e inversionistas y han propiciado una salida de capitales. La marcada depreciación también ha contribuido a mantener las presiones inflacionarias a través de los mayores costos de importación.



En este contexto, se espera un crecimiento de 5,0 por ciento en 2013, 6,0 por ciento en 2014 y 6,5 por ciento en 2015. Estas tasas son menores a las proyectadas en el Reporte de Inflación anterior.

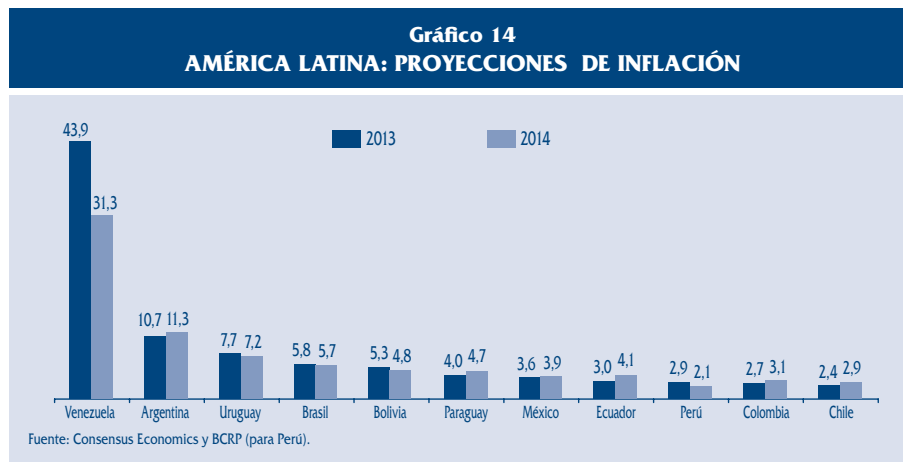
- En el segundo trimestre, la mayoría de países de **América Latina** continuaron mostrando un menor ritmo de crecimiento. Este comportamiento se inicia a finales del año pasado y es explicado principalmente por una moderación de la demanda interna y, en menor medida, por una disminución del estímulo externo.

Los indicadores recientes confirman esta tendencia en un contexto de deterioro de las condiciones financieras internacionales y perspectivas de menor crecimiento de China. Para este año, se prevé que la región registre un crecimiento de 2,6 por ciento, menor a la expansión registrada el año pasado (3,0 por ciento). Para el siguiente año, se prevé un crecimiento en la región de 3,4 por ciento.





La evolución de la **inflación**, durante los dos últimos meses, muestra heterogeneidad entre los países. En Brasil y en México, la inflación se redujo y regresó dentro del rango meta (4,5 – 6,5 por ciento) y (2,0 – 4,0 por ciento), respectivamente, luego de permanecer los últimos cuatro meses por encima de su límite superior. Por el contrario, en Chile y Colombia, las tasas anuales aumentaron y se ubicaron ligeramente por encima del límite inferior del rango meta (2,0 – 4,0 por ciento, en ambos casos).

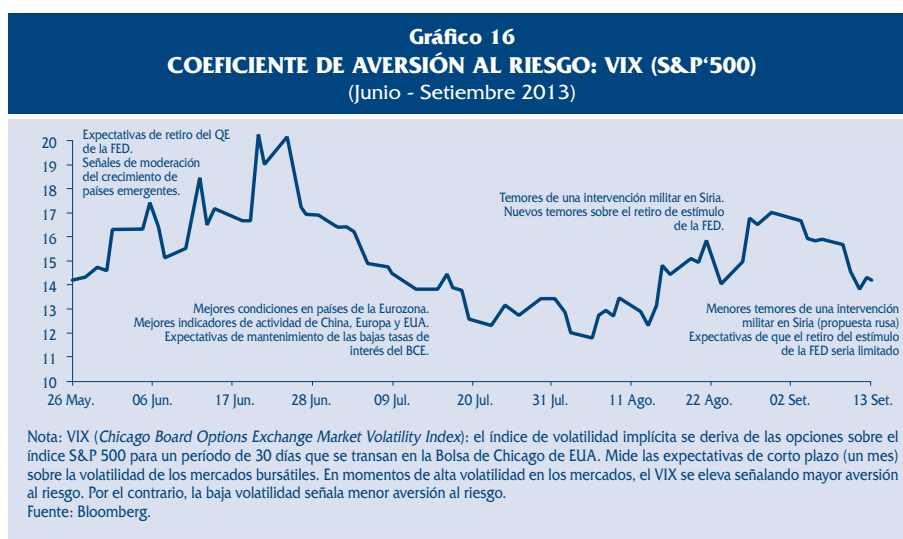


Mercados financieros

- Desde fines de mayo, los mercados financieros internacionales se han visto afectados por las expectativas del inicio del retiro del estímulo de la Fed. Ello luego de que el presidente de la Fed señaló que el programa de compras de activos, conocido como *Quantitative Easing* (QE), podría empezar a reducirse este año si se confirman las proyecciones económicas para Estados Unidos. Este anuncio incrementó la aversión al riesgo, la misma que se acentuó por los riesgos geopolíticos en Medio Oriente.



Sin embargo, una serie de factores limitaron esta tendencia. En primer lugar, las expectativas de que el retiro anunciado por la Fed sea limitado. Asimismo, la mejor coyuntura política y económica en los países periféricos de la Eurozona, los menores temores de una desaceleración brusca de China y algunos indicadores positivos de actividad de varias economías desarrolladas también contribuyeron a reducir la aversión al riesgo. Por último, los temores geopolíticos en Medio Oriente se redujeron tras la propuesta rusa sobre el tratamiento de Siria.



16. Los **mercados de deuda soberana de la Eurozona** se vieron afectados por los periodos de incremento de la aversión al riesgo. Los títulos más afectados fueron los de los países con problemas de deuda (como Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia). Sin embargo, desde julio, con la mejor evolución de la coyuntura política y de la actividad económica de las economías periféricas se ha limitado esta evolución y en algunos casos (como en España, Italia e Irlanda) ha sido incluso revertida. De este modo, en **Grecia**, el gobierno alcanzó un acuerdo con la Troika sobre las medidas de ajuste y reformas, precondiciones para los desembolsos de los tramos de ayuda del programa UE/FMI; pero desde agosto se elevó la incertidumbre sobre cómo se financiaría la brecha financiera 2014/15 al cierre del programa actual. En **Portugal**, se redujo la crisis política pero desde fines de agosto se elevó el temor de que el país requeriría mayor soporte financiero, dificultándose su regreso al mercado programado para 2014. En **España e Italia**, se redujo la crisis política y se registraron indicadores positivos de actividad, y en **Irlanda** predominó el optimismo por los indicadores de actividad favorables y por su próximo retorno a los mercados particularmente ante la posibilidad que el fondo permanente de estabilización (ESM) le brinde una línea de crédito precautoria para soporte de liquidez.

Cabe mencionar que a fines de junio (durante la cumbre de líderes de la Eurozona), el Eurogrupo acordó dotar al ESM con €60 mil millones para recapitalizar directamente a los bancos en problemas y acordó las condiciones para una resolución bancaria.





Cuadro 4
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Fin de período					Var. en puntos básicos			
	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Set.13/Dic.11	Set.13/Dic.12	Set.13/Mar.13	Set.13/Jun.13
CDS (Puntos básicos)									
EUA	49	38	38	28	22	-27	-15	-15	-6
Reino Unido	98	41	45	50	34	-64	-8	-11	-16
Alemania	102	42	37	32	25	-77	-17	-12	-7
Francia	220	93	83	80	65	-155	-28	-18	-15
España	380	300	302	284	240	-141	-60	-62	-45
Italia	484	289	306	284	254	-230	-35	-52	-29
Irlanda	724	220	190	166	143	-582	-77	-47	-24
Grecia 1/	8 786	4 265	3 890	1 144	1 158	-7 629	-3 107	-2 732	14
Portugal	1 082	443	418	401	557	-524	115	140	156
Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años (%)									
EUA	1,87	1,76	1,85	2,49	2,88	101	113	104	40
Reino Unido	1,98	1,83	1,77	2,44	2,91	94	109	115	47
Alemania	1,83	1,32	1,29	1,73	1,98	-110	-59	69	25
Japón	0,99	0,79	0,55	0,85	0,73	-99	-79	18	-13

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. La data de setiembre 2013 está al día 13.

17. Los rendimientos de los **activos considerados seguros** mostraron un comportamiento al alza básicamente por los temores de retiro del estímulo de la Fed que implicarían una menor demanda por bonos del tesoro de Estados Unidos. Los bonos del Tesoro a diez años se elevaron 40 pbs desde junio (y 104 pbs desde marzo). En el caso de los bonos de otras economías desarrolladas, como **Alemania**, éstos se vieron afectados además por los indicadores de actividad positivos de la Eurozona. En este contexto, el rendimiento del bono alemán a 10 años alcanzó su rendimiento más alto desde fines de marzo 2012 el 11 de setiembre (2,05 por ciento).

Los **mercados de deuda de los países de América Latina** mostraron una evolución favorable en línea con algunos datos favorables de crecimiento mundial y señales de estabilización de China. De este modo, revierte la tendencia alcista observada desde marzo ante los temores de una reducción del estímulo monetario de la Fed. Cabe señalar que durante los últimos meses, algunas economías de la región —como Uruguay y Perú— registraron una mejora en su calificación de riesgo soberano.

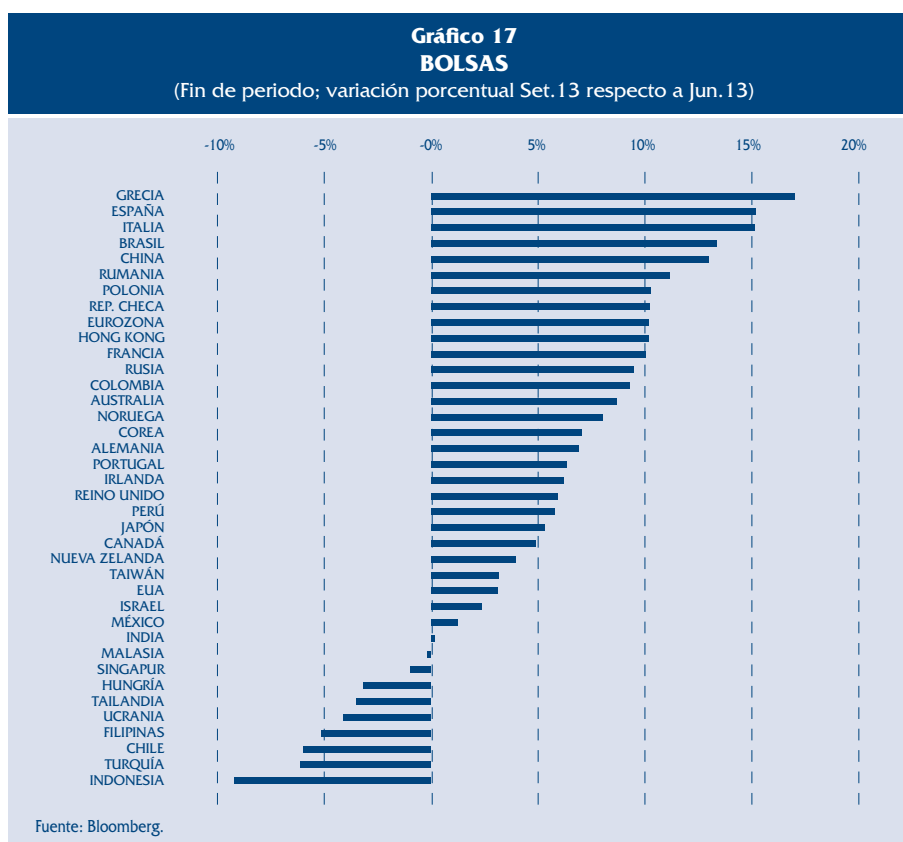
Cuadro 5
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA

	Fin de período					Var. en puntos básicos			
	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Set.13/Dic.11	Set.13/Dic.12	Set.13/Mar.13	Set.13/Jun.13
Spreads CDS (en puntos básicos)									
Brasil	161	108	137	187	173	12	65	36	-14
Chile	132	72	65	100	91	-42	19	26	-9
Colombia	154	96	99	143	120	-34	24	21	-22
México	153	97	97	132	113	-40	16	16	-20
Perú	172	97	97	145	134	-38	36	37	-11

Fuente: Bloomberg. La data de setiembre 2013 está al día 13.

Los **mercados bursátiles** también se vieron afectados por los episodios de mayor aversión al riesgo, particularmente las bolsas emergentes del Asia. Respecto al Reporte de Inflación previo, las bolsas desarrolladas han mostrado una mejor evolución, particularmente las europeas.

En el caso de la región, las principales bolsas —con excepción de Chile— registraron una recuperación entre junio y setiembre. Sin embargo, con respecto a marzo, aún se observan pérdidas en todas las bolsas siguiendo la tendencia de la mayoría de economías emergentes que se vieron afectadas por la liquidación de activos de mayor riesgo tras las declaraciones de la Fed.



Tipo de cambio

- De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se depreció 0,5 por ciento entre junio y setiembre. Frente a las principales monedas europeas, el dólar se depreció 2,2 por ciento frente al euro y 4,4 por ciento frente a la libra, en ambos casos básicamente por las mejores perspectivas de crecimiento de Europa; mientras que frente al yen el dólar mostró una ligera variación (+0,2 por ciento).





Gráfico 18
ÍNDICE CANASTA DEL DÓLAR*
(Enero 2008 - Setiembre 2013)



En los dos últimos meses, las **monedas de la región** se han depreciado respecto al dólar, en un contexto de incertidumbre asociado a las expectativas del inicio de retiro del estímulo por la Fed. Entre las monedas que más se apreciaron destacan el real brasileño, el peso argentino y el peso mexicano.

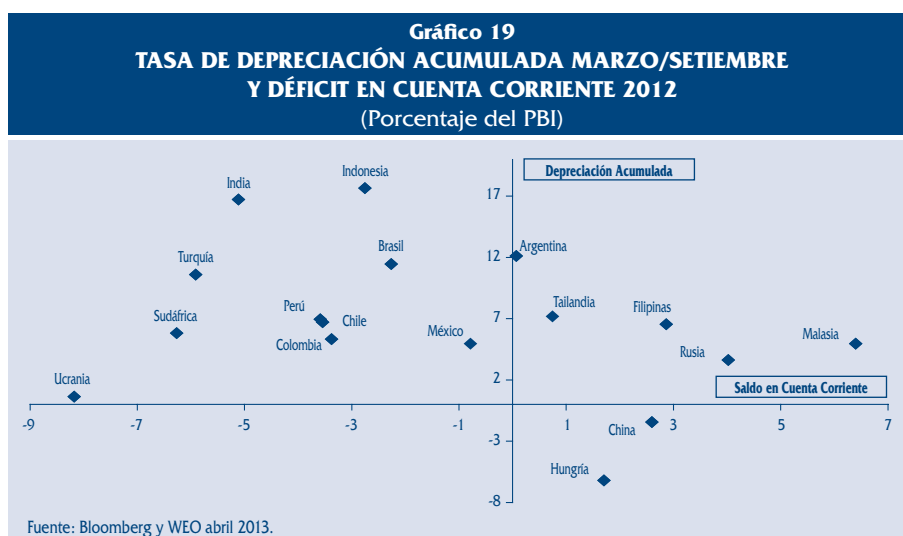
En Brasil, el real acumuló una depreciación de 11,3 por ciento respecto al cierre del año anterior, por lo que su banco central anunció el inicio de un programa de subastas que incluye ventas de divisas por US\$ 500 millones de lunes a jueves y de swaps por US\$ 1 000 millones los viernes, que estarían vigentes hasta al menos fines de 2013. Esta medida busca proveer de liquidez a los agentes del mercado en moneda extranjera y contener presiones inflacionarias.

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO

	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13*	Var.% Set.13 respecto a:			
						Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13
Canadá	1,02	0,99	1,02	1,05	1,04	1,5	4,3	1,7	-1,6
Japón	76,94	86,74	94,19	99,12	99,34	29,1	14,5	5,5	0,2
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,55	1,63	1,52	1,52	1,59	2,2	-2,3	4,4	4,4
Eurozona (US\$/u.m.)	1,30	1,32	1,28	1,30	1,33	2,6	0,7	3,7	2,2
Suiza (US\$/u.m.)	0,94	0,92	0,95	0,94	0,93	-0,8	1,6	-2,0	-1,6
Brasil	1,86	2,05	2,02	2,23	2,28	22,4	11,3	12,6	2,1
Chile	519	478	471	507	506	-2,6	5,7	7,3	-0,3
Colombia	1 936	1 766	1 819	1 920	1 923	-0,7	8,9	5,7	0,1
México	13,95	12,86	12,31	12,94	13,04	-6,5	1,3	5,9	0,8
Argentina	4,30	4,92	8,38	5,39	5,73	33,1	16,5	-31,7	6,3
Perú	2,697	2,552	2,591	2,781	2,77	2,8	8,7	7,0	-0,3
Hungría	243	220	237	227	226	-7,2	2,6	-4,6	-0,3
Polonia	3,44	3,08	3,26	3,32	3,16	-8,2	2,4	-3,1	-5,0
Rusia	32,19	30,55	31,07	32,83	32,46	0,8	6,2	4,5	-1,1
Turquía	1,88	1,78	1,81	1,92	2,03	7,5	13,9	12,1	5,4
China	6,29	6,23	6,21	6,14	6,12	-2,8	-1,8	-1,5	-0,3
India	53,01	54,99	54,28	59,52	63,37	19,5	15,2	16,7	6,5
Israel	3,81	3,73	3,64	3,64	3,55	-6,9	-4,8	-2,6	-2,4
Canasta de la FED	100,64	99,21	100,58	102,62	102,07	1,4	2,9	1,5	-0,5

* Dato disponible hasta al 13 de setiembre de 2013. Fuente: Bloomberg y Reuters.

Esta tendencia en los mercados cambiarios refuerza lo observado en los últimos meses. Con respecto a marzo, la mayoría de monedas de economías emergentes se ha depreciado respecto al dólar. Sin embargo, la magnitud de la depreciación difiere entre países. Como se observa en el gráfico, las monedas que mayor depreciación han registrado en los últimos meses corresponden a aquellas economías que tienen déficits en cuenta corriente elevados. En el caso particular de Perú, diversas casas de inversión consideran que su posición es una de las menos vulnerables dentro de la economías emergentes considerando su situación fiscal y su nivel de liquidez internacional que —en relación a la deuda en poder de no residentes o a las obligaciones de corto plazo en moneda extranjera— es una de las más altas dentro de las economías emergentes.



Decisiones de bancos centrales

19. Desde el último Reporte de Inflación, la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés. En el caso de las economías desarrolladas, la decisión de mantener tasas, en muchos casos en niveles mínimos, se sustenta en una recuperación moderada de la actividad económica y en presiones inflacionarias contenidas. En el caso de Estados Unidos, estos desarrollos han incrementado la probabilidad de que la Fed inicie el retiro del estímulo monetario no convencional (compra de activos) en los últimos meses del presente año.

En el caso de las economías emergentes, el mantenimiento de la tasa se dio en un contexto de desaceleración económica y de presiones depreciatorias asociadas a la expectativa del próximo retiro del estímulo por parte de la Fed. Sólo Brasil, Indonesia y Pakistán elevaron sus tasas de interés ante las presiones sobre la moneda y ante una inflación elevada. Por el contrario, Australia, Polonia, México y Hungría redujeron sus tasas en respuesta a un menor dinamismo en la actividad económica y reducción de presiones inflacionarias.



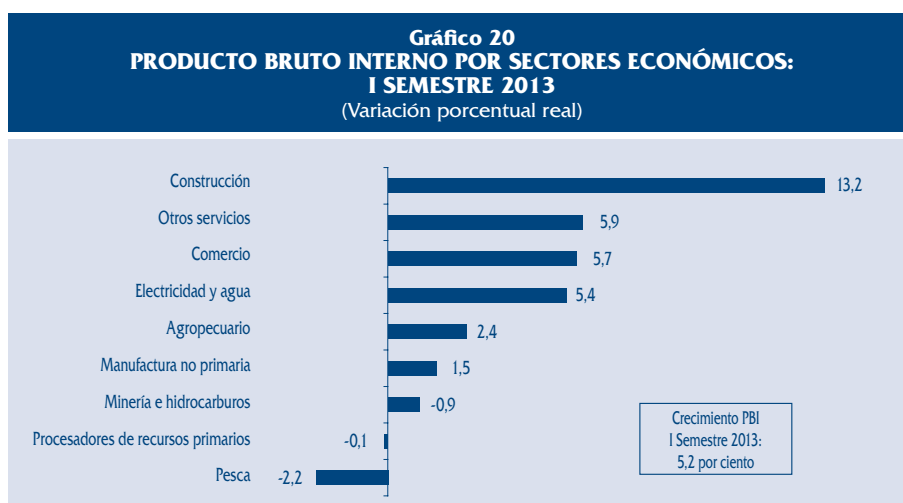
**Cuadro 7**
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Dic. 11	Dic. 12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Var. % Acum. 2013
Brasil	11,00	7,25	7,25	8,00	9,00	175
Indonesia	6,00	5,75	5,75	6,00	7,00	125
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0
Chile	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	0
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00	0
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0
Filipinas	4,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0
Islandia	4,75	6,00	6,00	6,00	6,00	0
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0
Noruega	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	0
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0
Perú	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	0
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0
Sudáfrica	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00	0
Suecia	1,75	1,00	1,00	1,00	1,00	0
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0
Uruguay	8,75	9,25	9,25	9,25	9,25	0
Pakistán	12,00	9,50	9,50	9,00	9,50	0
Banco Central Europeo	1,00	0,75	0,75	0,50	0,50	-25
Corea del Sur	3,25	2,75	2,75	2,50	2,50	-25
Serbia	9,75	11,25	11,75	11,00	11,00	-25
Suiza	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	-25
Tailandia	3,50	2,75	2,75	2,50	2,50	-25
Australia	4,25	3,00	3,00	2,75	2,50	-50
México	4,50	4,50	4,00	4,00	3,75	-75
India	8,50	8,00	7,50	7,25	7,25	-75
Israel	2,75	2,00	1,75	1,25	1,25	-75
Colombia	4,75	4,25	3,25	3,25	3,25	-100
Turquía	5,75	5,50	5,50	4,50	4,50	-100
Polonia	4,50	4,25	3,25	2,75	2,50	-175
Hungría	7,00	5,75	5,00	4,25	3,80	-195

Fuente: Reuters y Bloomberg.

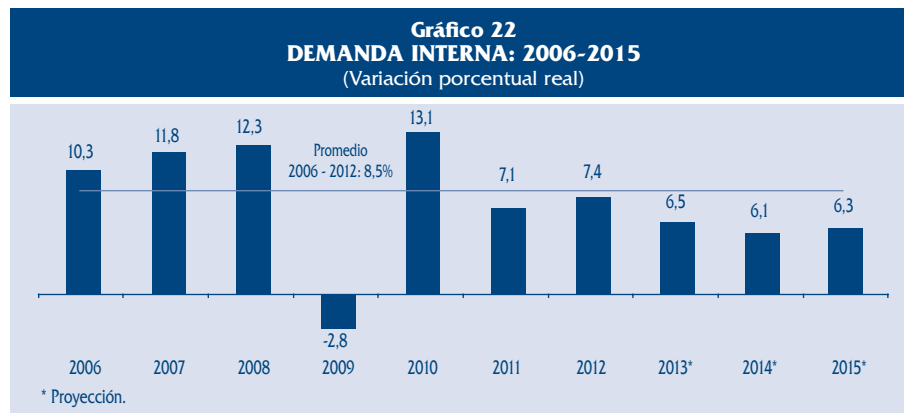
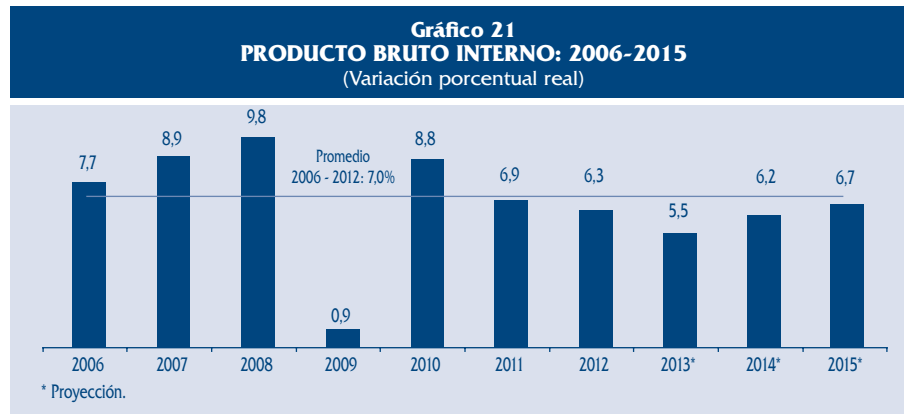
II. Actividad económica

20. El PBI creció 5,2 por ciento en el primer semestre del año mostrando una menor tasa de incremento con respecto a las tasas registradas en 2012. La composición del crecimiento por el lado del gasto continuó basándose en el dinamismo de la demanda interna, con una tasa de 7,2 por ciento, mientras que las exportaciones netas continuaron disminuyendo, con una contribución negativa al crecimiento del PBI equivalente a 2,4 puntos porcentuales.



21. El presente Reporte contempla una revisión en la tasa de crecimiento proyectada del PBI para el año **2013** a 5,5 por ciento, frente a 6,1 por ciento prevista en el Reporte de junio. Esta menor tasa es reflejo del menor dinamismo de las exportaciones (0,7 por ciento frente a 1,6 por ciento en el Reporte previo), la cual incorpora los datos ejecutados al primer semestre del año y la revisión a la baja del crecimiento mundial. Para el segundo semestre se prevé la recuperación de las exportaciones —luego de la caída de 3,1 por ciento observada en la primera mitad del año—, impulsada por productos tradicionales como cobre, y no tradicionales en línea con una mejor evolución esperada de la economía mundial.
22. Se revisa a la baja el crecimiento previsto del PBI para 2014 a 6,2 por ciento en línea con tasas cercanas a las del PBI potencial. Para el año 2015 se prevé una aceleración del crecimiento a 6,7 por ciento por la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.





Proyecciones de los componentes del gasto

23. En el primer semestre la **demanda interna** creció 7,2 por ciento, resultado de la desaceleración de este indicador en el segundo trimestre del año, que reflejó principalmente la moderación del gasto privado, compensada por la aceleración del gasto público. El consumo privado pasó de una tasa de crecimiento en promedio de 5,6 por ciento en los tres trimestres previos a una tasa de 5,3 por ciento en el segundo trimestre. Por su parte, la inversión privada viene mostrando una desaceleración respecto de las altas tasas registradas durante los trimestres de 2012.
24. Para el año 2013 se ha revisado el crecimiento de la demanda interna de 7,0 por ciento a 6,5 por ciento, ante una menor previsión en el gasto privado, atenuado por una mayor inversión pública, rubro que presentaría un incremento de 16,3 por ciento, superior al previsto en el Reporte previo (13,2 por ciento) en línea con la evolución observada en el primer semestre (22,4 por ciento). En los siguientes 2 años, se prevé tasas de crecimiento más moderadas de la demanda interna así como mayores tasas de crecimiento para las exportaciones en ese periodo, en línea con la recuperación prevista en la economía mundial y el inicio de operaciones de proyectos mineros.

A partir del año 2014 la demanda interna moderaría su crecimiento tanto en su componente privado como público acercándose al crecimiento del PBI.

Cuadro 8
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variación porcentual real)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
I. Demanda interna	6,2	7,4	7,2	7,0	6,5	6,6	6,1	6,5	6,3
a. Gasto privado	5,5	6,5	6,5	6,1	5,8	6,2	5,5	6,2	6,0
Consumo	5,9	5,8	5,3	5,5	5,2	5,5	5,3	5,5	5,4
Inversión privada fija	13,5	13,5	8,7	8,8	7,7	8,2	7,7	7,9	7,9
b. Gasto público	12,1	13,3	12,4	12,3	10,8	9,0	9,0	8,4	8,4
Consumo	3,6	9,4	7,4	11,8	7,6	4,0	4,0	4,2	4,2
Inversión	34,1	20,8	22,4	13,2	16,3	17,0	17,0	14,6	14,6
II. Exportaciones netas	-4,9	-34,6	-55,8	-25,0	-25,2	-10,0	-4,4	-1,3	-0,7
Exportaciones	8,9	4,8	-3,1	1,6	0,7	8,5	9,3	11,7	11,4
Importaciones	8,1	10,4	8,4	7,0	6,3	8,9	7,9	8,9	8,6
PBI (I+II)	6,2	6,3	5,2	6,1	5,5	6,3	6,2	6,8	6,7

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Cuadro 9
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
I. Demanda interna	6,5	7,7	7,5	7,4	6,8	7,0	6,4	6,9	6,7
a. Gasto privado	5,1	5,9	6,0	5,5	5,2	5,6	5,0	5,6	5,4
Del cual:									
Consumo	4,0	3,9	3,6	3,7	3,5	3,6	3,5	3,6	3,5
Inversión privada fija	3,0	3,0	2,1	2,1	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0
b. Gasto público	1,4	1,9	1,5	1,9	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Consumo	0,3	0,9	0,6	1,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Inversión	1,1	1,0	0,9	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
II. Exportaciones netas	-0,2	-1,4	-2,4	-1,3	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	0,0
Exportaciones	1,5	0,9	-0,5	0,3	0,1	1,4	1,6	2,0	2,0
Importaciones	1,7	2,3	1,8	1,6	1,5	2,1	1,8	2,1	2,0
PBI (I+II)	6,2	6,3	5,2	6,1	5,5	6,3	6,2	6,8	6,7

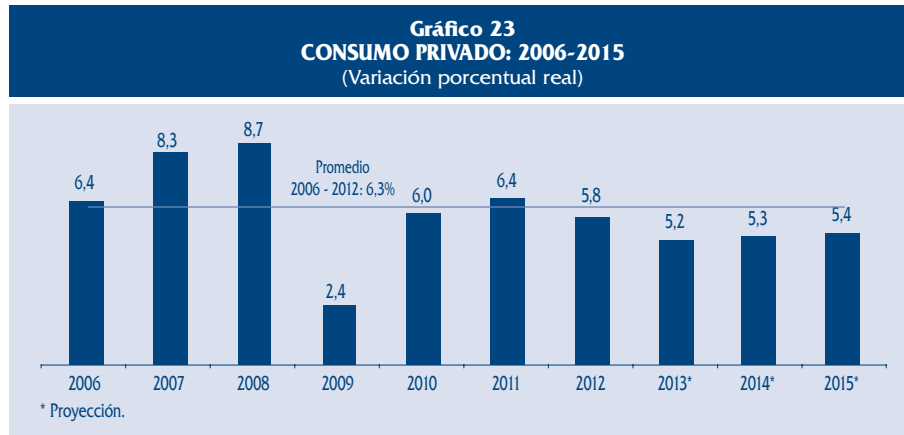
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

25. El **consumo privado** creció 5,3 por ciento en el primer semestre, manteniendo un menor dinamismo previsto con respecto a las tasas observadas durante el año 2012. Diversos indicadores muestran un comportamiento más moderado del crecimiento



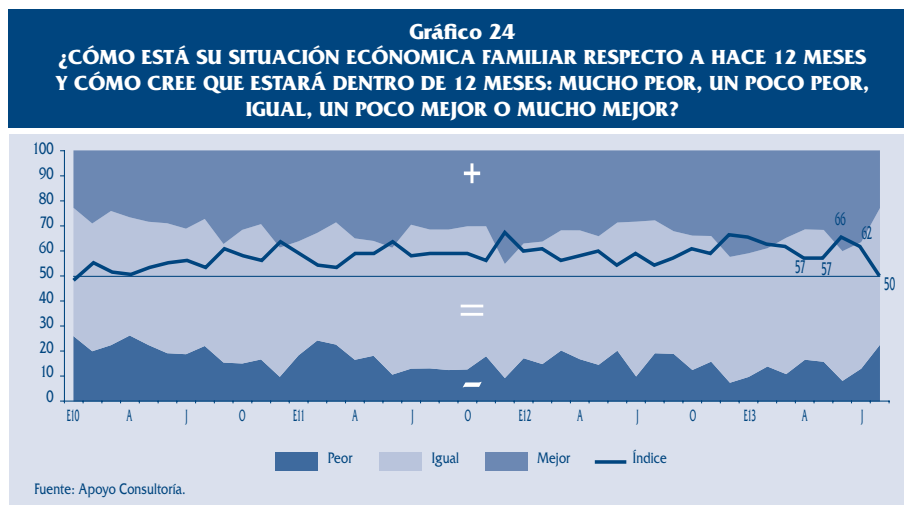


del consumo en el primer semestre. Por ejemplo, la venta de vehículos familiares nuevos creció 16,4 por ciento en promedio, frente a 39,2 por ciento durante el año 2012, y el crédito de consumo se expandió 13,0 por ciento en promedio, frente a 19,4 por ciento durante el año previo.

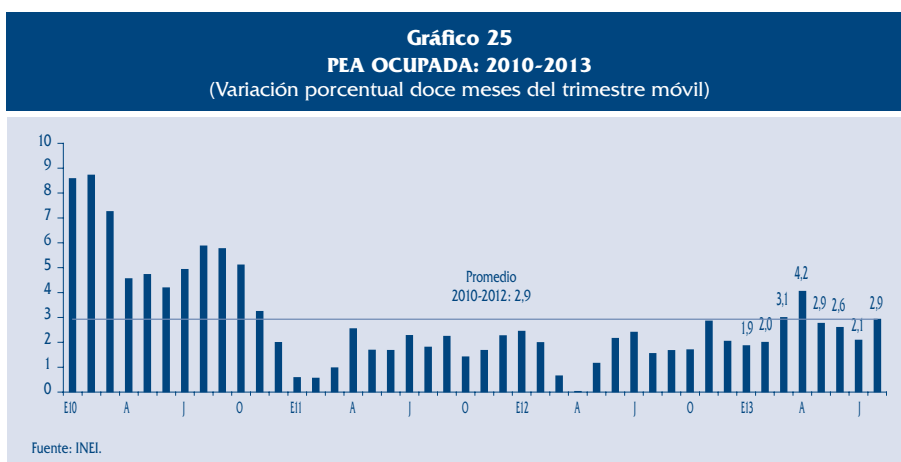


A continuación se muestran otros indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado. Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2013 se ha revisado de 5,5 por ciento a 5,2 por ciento. Para los años siguientes se espera un crecimiento ligeramente mayor en línea con la aceleración del ingreso nacional disponible.

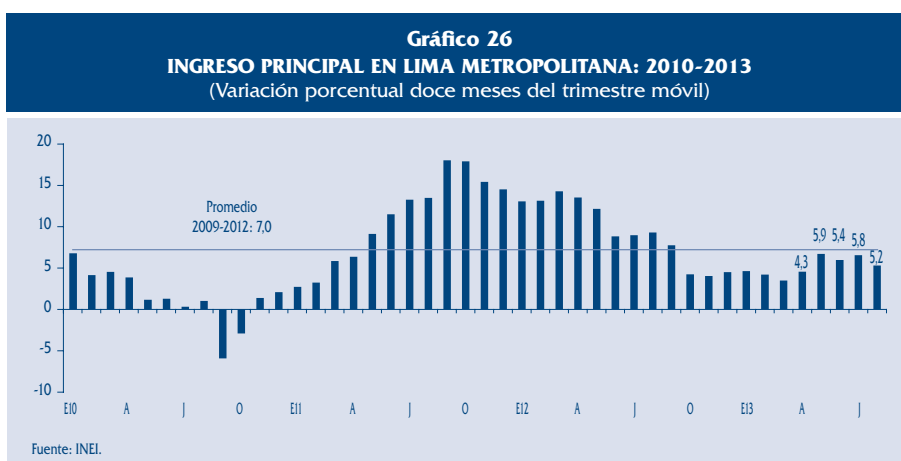
- El Índice de Confianza del Consumidor se ubicó en agosto en un nivel neutral de 50 puntos. Este indicador mantuvo un nivel de 62 puntos en promedio durante el primer semestre del año, nivel superior al registrado en el segundo semestre del año 2012 (60 puntos).



- b. El crecimiento de la población económicamente activa (PEA) ocupada fue de 2,9 por ciento en el trimestre móvil junio-agosto de 2013, nivel superior al de similar periodo del año pasado (1,6 por ciento) y similar al promedio 2010-2012.

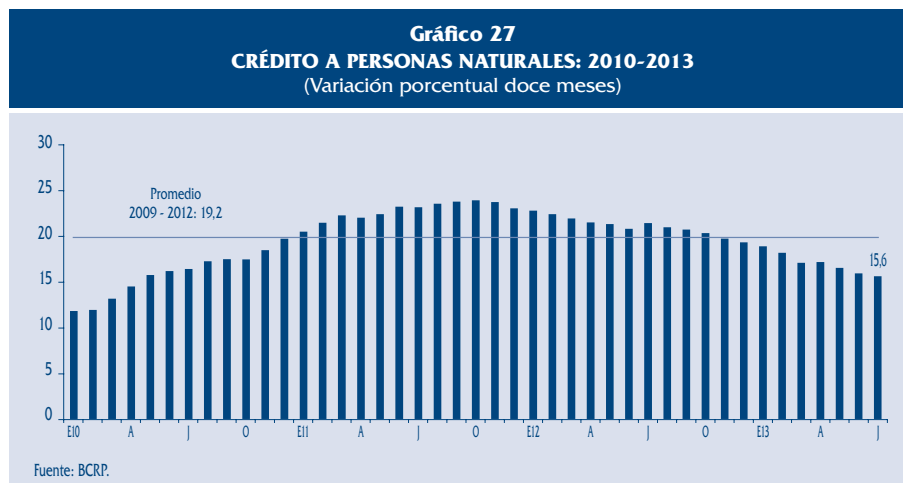


- c. El crecimiento del ingreso principal en Lima Metropolitana, fue de 5,2 por ciento en el trimestre móvil junio-agosto de 2013, inferior al nivel en similar periodo del año pasado (8,2 por ciento).



- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, sigue moderándose con respecto a las tasas observadas durante el año 2012. Este indicador tuvo un crecimiento de 15,6 por ciento en julio inferior al promedio de similar periodo en 2012 (21,5 por ciento).





- e. El ingreso nacional disponible creció en el primer semestre de 2013 a una tasa dos puntos porcentuales menor que en igual periodo de 2012. Se proyecta una aceleración del ingreso nacional disponible en los próximos dos años, en línea con la evolución prevista del producto.

Cuadro 10
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variación porcentual real)

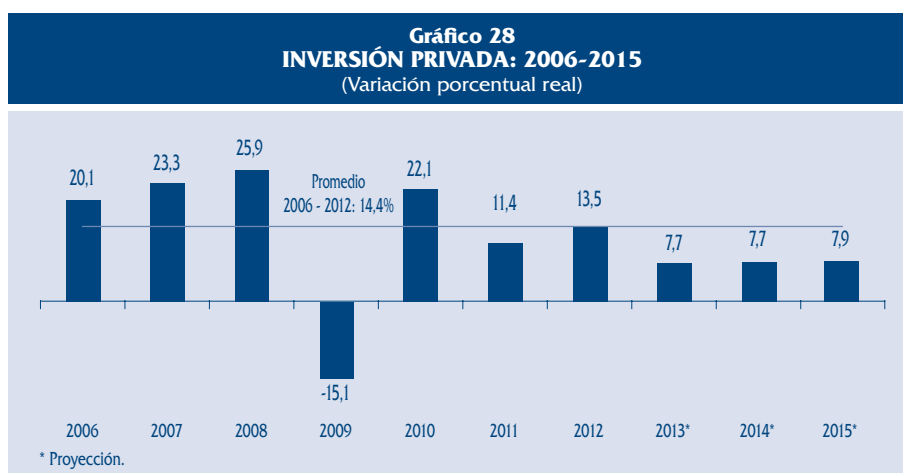
	2012		2013*		2014*	2015*
	I Sem.	Año	I Sem.	Año		
1. Producto Bruto Interno	6,2	6,3	5,2	5,5	6,2	6,7
2. Producto Nacional Bruto	8,8	7,6	6,5	7,3	6,2	6,5
3. Ingreso Nacional Bruto	7,6	6,1	5,5	6,0	6,1	6,7
4. Ingreso Nacional Disponible 1/	7,4	5,9	5,3	5,8	6,2	6,6

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

26. La **inversión privada** creció 8,7 por ciento en el primer semestre del año. El crecimiento de este indicador muestra un dinamismo superior al del PBI, no obstante continúa desacelerándose respecto a las tasas registradas durante los trimestres del año 2012.

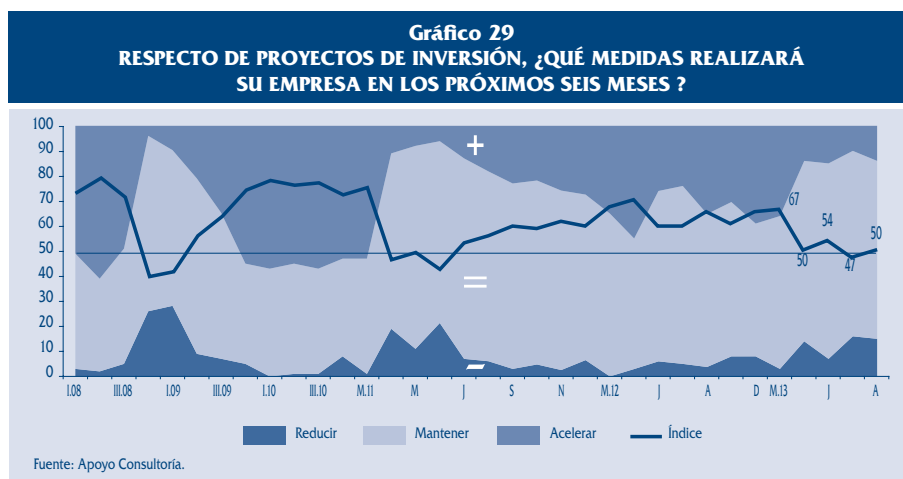
Considerando la moderación en el dinamismo de la inversión privada observada durante el primer semestre, (crecimiento de 8,7 por ciento, en comparación con la tasa de 13,5 por ciento en el mismo período de 2012), se revisa a la baja su proyección de crecimiento, pasando de 8,8 por ciento en el Reporte de junio a 7,7

por ciento en el presente Reporte. Para los años 2014 y 2015 se proyectan tasas entre 7 y 8 por ciento, considerando la cartera de proyectos de inversión anunciados y las expectativas de crecimiento de la economía. Con ello, el ratio de inversión privada con respecto al PBI alcanzaría 23 por ciento en 2015, nivel no observado desde la década de 1950.



Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses de Apoyo Consultoría mostró una recuperación en agosto. El promedio de este indicador en el periodo enero-agosto de 2013 fue 54 puntos, nivel inferior al registrado en similar periodo de 2012 (65 puntos).

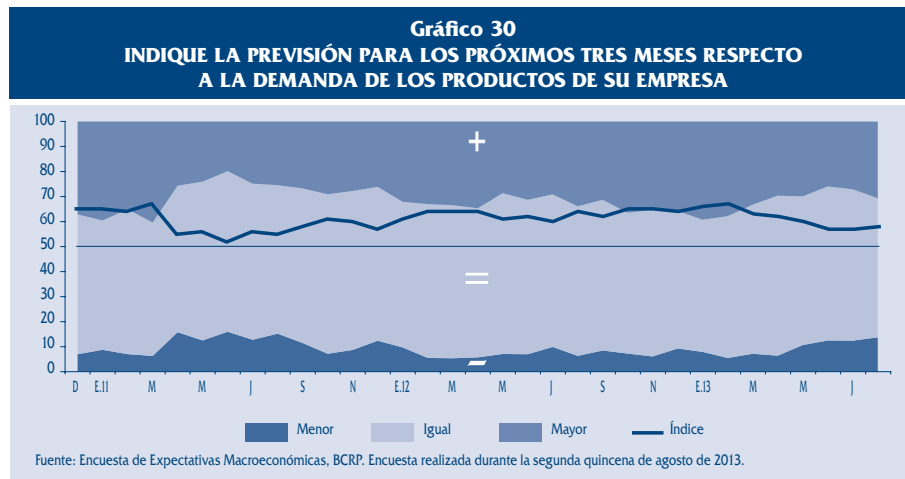


- b. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 58 puntos en agosto, recuperándose con respecto

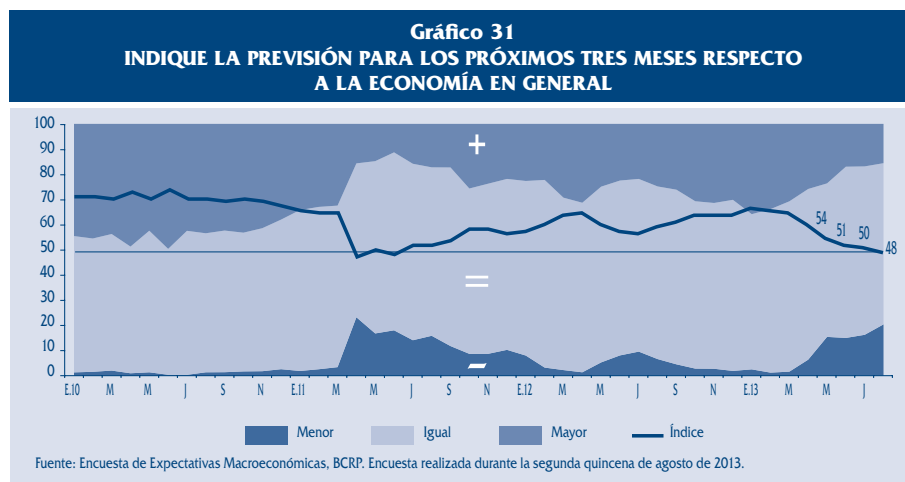




a los registrados durante los dos meses previos. El promedio de este indicador en el periodo enero-agosto de 2013 es de 58 puntos, reduciéndose dos puntos con respecto al promedio del mismo periodo en 2012 (60 puntos).



- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses disminuyó a 48 puntos en agosto.



- d. Si bien los agentes económicos han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento del PBI, se espera una recuperación del crecimiento para los próximos años a 6 por ciento.

Cuadro 11
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Puntos porcentuales)

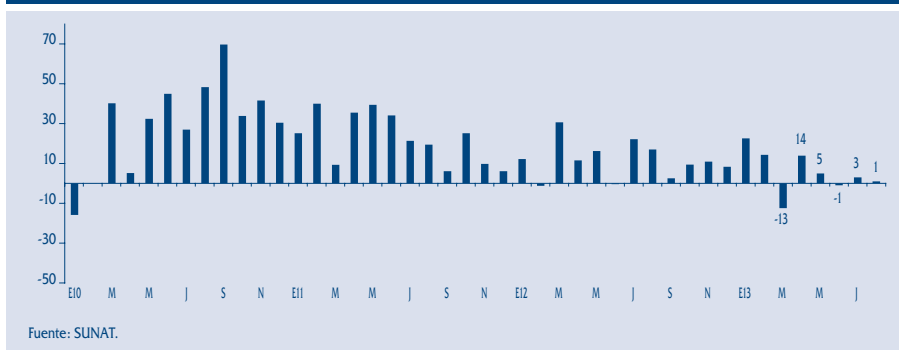
	Expectativas del:		
	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Set.13*
Sistema Financiero			
2013	6,3	6,0	5,5
2014	6,1	6,0	5,7
2015	--	6,0	5,9
Analistas Económicos			
2013	6,3	6,0	5,5
2014	6,5	6,1	5,8
2015	--	6,0	6,0
Empresas No Financieras			
2013	6,1	6,0	5,5
2014	6,0	6,0	5,6
2015	--	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.

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

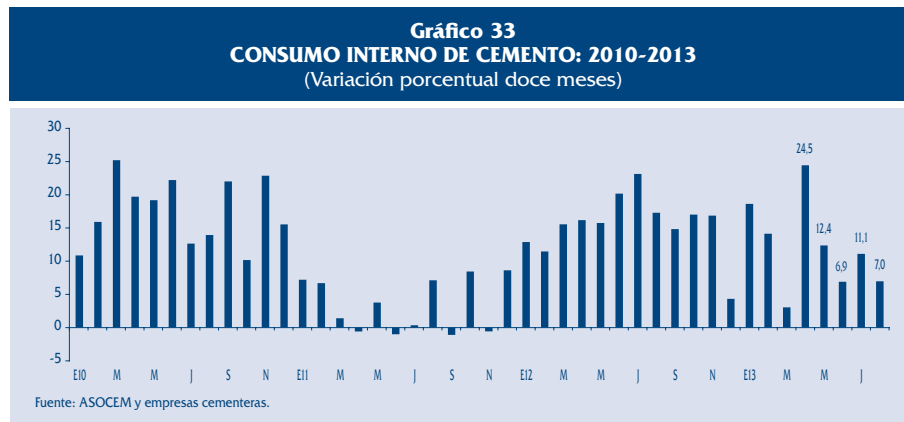
- e. El crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión fue 5,8 por ciento en el período enero-agosto, tasa menor a la registrada en igual periodo del año pasado (6 por ciento).

Gráfico 32
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL: 2010-2013
 (Variación porcentual doce meses)



- f. El consumo interno de cemento continuó creciendo a una tasa de dos dígitos en el período enero-agosto (12,2 por ciento), tasa inferior a la registrada en igual periodo de 2012 (16,6 por ciento).





- g. La producción de electricidad continua mostrando dinamismo, con una tasa promedio de 6,6 por ciento en el período enero-setiembre, frente al 6,0 por ciento registrado entre enero y setiembre de 2012.



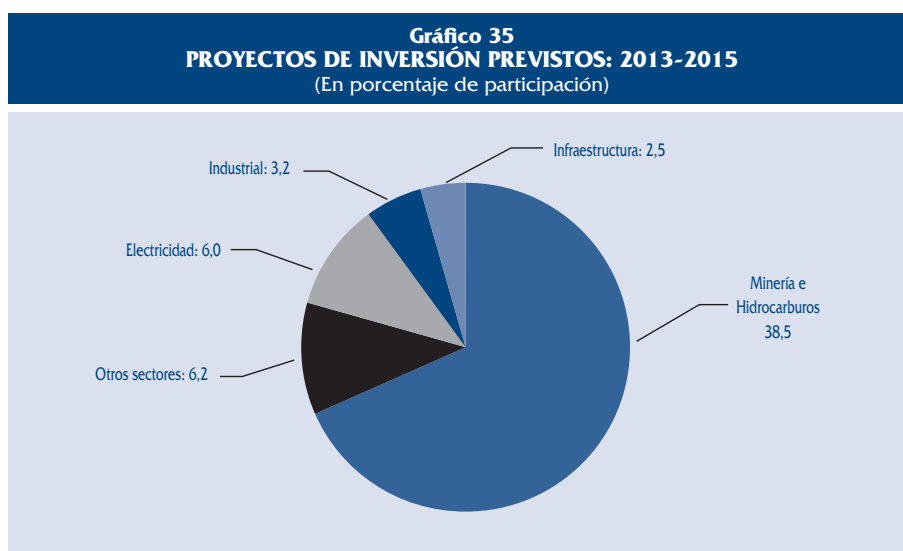
27. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2013-2015 alcanzan los US\$ 45,6 mil millones, mayor en US\$ 3 614 millones a los registrados en el Reporte de Inflación de Junio.

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

	2013-2015		Diferencias
	RI Jun.13	RI Set.13	
Minería	20 346	21 221	875
Hidrocarburos	6 182	6 782	600
Electricidad	4 804	5 265	461
Industrial	2 347	2 722	375
Infraestructura	2 186	2 306	120
Otros Sectores	6 116	7 299	1 183
Total	41 981	45 595	3 614

RI: Reporte de Inflación.

Los sectores minería e hidrocarburos participan con el 61,4 por ciento del total de anuncios para el período 2013-2015. Al mes de junio proyectos como Las Bambas, Toromocho, Ampliación de Cerro Verde y las operaciones de cierre de la mina Tintaya, registraron en conjunto inversiones acumuladas de alrededor de US\$ 5,7 millones según el Ministerio de Energía y Minas. Cabe señalar, que el proyecto minero Toromocho tiene previsto, al año de haber iniciado operaciones, comenzar con algunos trabajos de ampliación que permita en aproximadamente cuatro años incrementar la producción en 20 por ciento por año (hasta 330 mil TM por año), lo que demandaría una inversión de US\$ 1 300 millones adicionales.



En el sector hidrocarburos se tiene anuncios como el de Repsol y Karoon Gas Australia, exploración de 21 pozos en el lote 29 y 20 pozos en Lote Z - 38 respectivamente.

En el sector eléctrico, la empresa Interconexión Eléctrica (ISA) de Colombia se adjudicó la buena pro de la concesión de la Línea de Transmisión de 500 kilovoltios (Kv) Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y Subestaciones Asociadas, lo que implica una inversión asociada de US\$ 278,4 millones.

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.



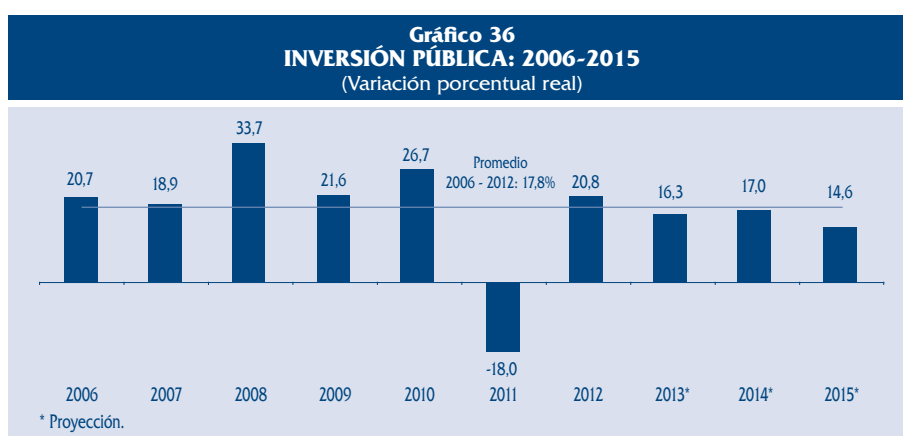


ANUNCIOS DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2013-2015

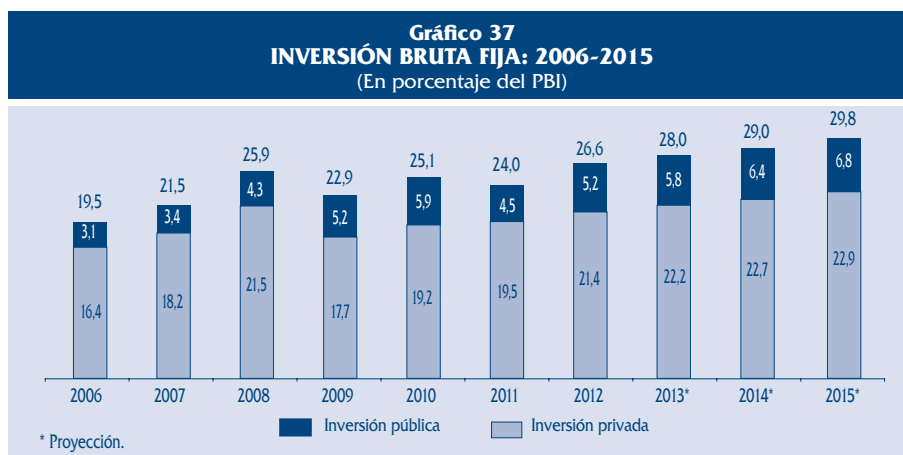
SECTOR	INVERSIONISTA	NOMBRE DE PROYECTO
Minería	Xstrata Copper	Las Bambas
	Freeport-Macmoran Copper	Cerro Verde: Ampliación
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	Antares Minerals Inc.	Haqaira
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Limited	El Galeno
	Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)	Toromocho
	Norsemont Mining Inc., HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)	Ampliación Toromocho
	Cumbres Andinas, Korea Resources Corp.	Mina Justa
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
	Grupo Milpo	Cerro Lindo y El Porvenir: Ampliación
	Pan Pacific Copper Corporation	Quechua
Hochschild Mining International Minerals Corporation ("IMZ")	Inmaculada	
Grupo Buenaventura	Colquijirca: Ampliación	
Grupo México S.A.B. de C.V.	Cuajone: Ampliación	
Hidrocarburos	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otras Inversiones
	Conduit Capital Partners - Odebrecht	Gasoducto Andino del Sur
	Repsol YPF	Lote 39: Exploración de 21 pozos
	Perenco	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Transportadora de Gas del Perú S.A.	Ampliación Capacidad de transporte de Gas
	Pacific Rubiales Energy	Desarrollo de lotes: Z1-135 - 137 - 116 - 138
Cáldida Gas Natural del Perú	Masificación de Gas	
Karoo Gas Australia- Vietnam American Petroleum	Explotación Lote Z - 38 (20 pozos)	
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
	Fénix Power Perú S.A.	Planta Termoeléctrica (gas natural ciclo combinado)
	GDF Suez	Central Hidroeléctrica Quitarcasa I
	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
	Interconexión Eléctrica S.A. (ISA)	Línea de Transmisión 500 kV Mantaro – Marcona – Socabaya – Montalvo y Subestaciones Asociadas
	Corsan Corviam, Engevix y Enex	CH Molloco
	Cobra	LT Carhuauero-Cajamarca Norte-Cáclic-Moyobamba
GCZ Energía y Latin American Power	CH Runatullo I y Runatullo II	
GDF Suez Empresa Eléctrica de Piura S.A.	Reserva Fria de Generación - Talara	
Enhol y Peruana de Energía	CH La virgen	
Interconexión Eléctrica ISA Perú S.A.	Línea de Transmisión Trujillo - Chiclayo	
Grupo Económico Endesa	Ampliación de central térmica Malacas	
Industrial	Repsol YPF	Ampliación de planta La Pampilla
	Hochschild Mining (Perú) S.A., Mitsubishi, Cementos Pacasmayo	Proyecto de Fosfatos
	Siderperú	Modernización de Planta: Planta de Laminación y Nuevo Horno
	SAB Miller, Backus y Johnston S.A.A	Plan de Inversión 2012-2014
	Grupo de Pilkington Limited	Planta para la fabricación de vidrio flotado (float).
	Corporación JR Lindley	Ampliación y Nuevas plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos
	Bio Bio-Votorantim-Ipsa, World Cement Group.	Planta cementera
Grupo Hochschild	Nueva Planta Cementera en Piura	
Grupo ETEX	Nueva planta de yeso cartón (marca Gyplac) y Planta industrial de febracemento	
Grupo Gloria	2 líneas de producción, central hidroeléctrica entre otros proyectos.	
Infraestructura	OAS S.R.L.	Vía Parque Rimac (ex Línea Amarilla)
	APM Terminal, Callao Port Holding y Central Portuaria (Perú)	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 La Chira	Planta de Tratamiento de Aguas Residuales y emisor submarino La Chira
Consorcio Transportadora Callao	Muelle de Minerales	
Graña y Montero	Vía Expresa Sur	
Otros Sectores	Grupo Falabella	Mall Aventura Plaza: 6 nuevos centros comerciales
	Graña y Montero Vivienda	Proyectos de vivienda
	Holding Banmédica - Grupo Roe-Accionariado difundido	Complejo Hospitalario Clínica San Felipe
	Besalco S.A.	Viviendas
	Inmobiliari S.A	Residencias, Centro Comercial y Oficinas en Surco
	Grupo Fierro	Proyectos Inmobiliarios: Rimac
	Maestro Perú	Plan de Inversión y Expansión 2012-2014
	Ripley	Ampliación y Nuevos locales (Huancayo, Chimbote, Sta Anita, Lima, Huancayo, Cusco, Tacna, Puno)
	Inversiones Maje y Grupo Lander	Proyecto Panorama Plaza de negocios
	Grupo Brescia	Ampliación Clínica Internacional y otros establecimientos de salud
	Corporación EW-holding del Grupo Wong	Centro Comercial y Terminal Terrestre
	Credicorp - Pacífico EPS	Red de administración de Riesgo de Salud
Pontificia Universidad Católica del Perú	Ampliación: Infraestructura Universidad y CC Plaza San Miguel	
Grupo Hochschild - TECSUP	Universidad UTEC	
San Fernando	Optimizar cadena de suministros	
Grupo Gloria	Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos	
Grupo Telefónica	Fibra óptica de los Andes y expansión	
América Móvil S.A.B. de C.V. y Telmex Perú S.A.	Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica	
Americatel Perú y Movistar	Banda ancha satelital	

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

28. La **inversión pública** del primer semestre creció 22,4 por ciento mostrando una aceleración en el segundo trimestre explicado principalmente por las mayores inversiones del gobierno nacional (25,1 por ciento) y de las empresas estatales (46,5 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. En línea con la ejecución, se ha revisado al alza la tasa de crecimiento para 2013. Con estas tasas de incremento, la inversión pública pasaría de ubicarse en 5,2 por ciento del PBI en 2012 a 6,8 por ciento en 2015.



29. Considerando la evolución de la inversión privada y la inversión pública, el coeficiente de inversión bruta fija a PBI se ubicaría por encima de 28 por ciento durante el horizonte de proyección. El coeficiente de inversión bruta fija a PBI fue en promedio 22,0 por ciento entre los años 2003 y 2012, lo que representa 3,4 veces el crecimiento del PBI promedio de dicho periodo (6,5 por ciento). En el horizonte de proyección el ratio promedio de inversión a PBI es 28,9 por ciento, equivalente a 4,7 veces el crecimiento promedio del PBI proyectado (6,1 por ciento).



30. Las **exportaciones** de bienes y servicios disminuyeron 3,1 por ciento en el primer semestre, principalmente por un comportamiento negativo durante los primeros





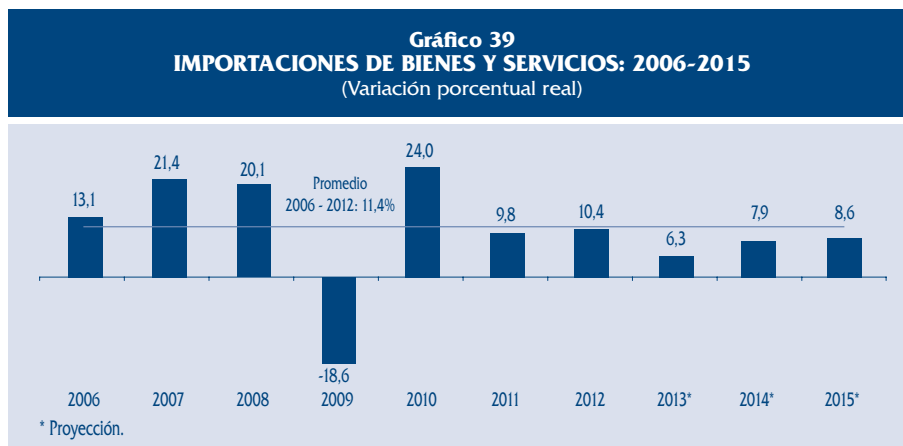
tres meses del año, tanto en productos tradicionales como oro, cobre y harina de pescado, como en productos no tradicionales como textiles y químicos¹. Hacia el segundo trimestre se comenzó a observar una recuperación de las exportaciones tradicionales por productos como zinc, petróleo crudo y derivados, atenuados por una caída en el volumen exportado de harina de pescado. No obstante, se continuó observando una reducción de las exportaciones no tradicionales, resaltando los menores volúmenes de productos textiles.

Considerando esta evolución, y la menor previsión de crecimiento mundial, se revisa a la baja el crecimiento de las exportaciones para el año 2013, de 1,6 por ciento en el reporte previo a 0,7 por ciento. En línea con lo señalado en el Reporte de Inflación de Junio, la actual proyección considera una trayectoria de recuperación del crecimiento de las exportaciones en 2014 y 2015, tanto por la entrada en operación de proyectos mineros de cobre, como Toromocho, Las Bambas y Constanca, como por la recuperación prevista en la demanda mundial por productos no tradicionales.



31. Las **importaciones** de bienes y servicios crecieron 8,2 por ciento en el segundo trimestre desacelerando su tasa con respecto al primer trimestre (8,7 por ciento) por menores importaciones de bienes de capital y de servicios no financieros. Para el año 2013 se espera un crecimiento de las importaciones de 6,3 por ciento revisándose a la baja con respecto al Reporte previo (7,0 por ciento) principalmente por la moderación en el crecimiento del PBI. En el horizonte de proyección se espera que las importaciones crezcan a tasas menores al promedio de los últimos 6 años en línea con la moderación en el crecimiento de la demanda interna. Las tasas proyectadas para 2014 y 2015 implican una recuperación respecto de la prevista para 2013 e incorporan la mayor tasa de crecimiento del PBI esperada para esos años.

1 Las exportaciones tradicionales se vieron afectadas por los menores envíos de cobre debido a problemas técnicos en Antamina, así como por los menores volúmenes embarcados de harina de pescado asociados a la evolución de la biomasa de anchoveta en los primeros meses del año y café, afectado por la plaga de la roya.



PBI por sectores productivos

32. El PBI registró un crecimiento de 5,2 por ciento en el primer semestre de 2013. Este resultado refleja el mayor crecimiento de los sectores no primarios tales como construcción, comercio y servicios que mostraron tasas de entre 5,7 y 13,2 por ciento atenuado por la caída en pesca y en procesadores de recursos primarios así como por el crecimiento más moderado de otros sectores primarios particularmente agropecuario y minería e hidrocarburos. Pese a la recuperación de la manufactura no primaria en el segundo trimestre, aún se mantienen las caídas en el crecimiento de algunos rubros de exportaciones no tradicionales como textiles y químicos asociados a este sector.

Cuadro 13
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variación porcentual real)

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

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





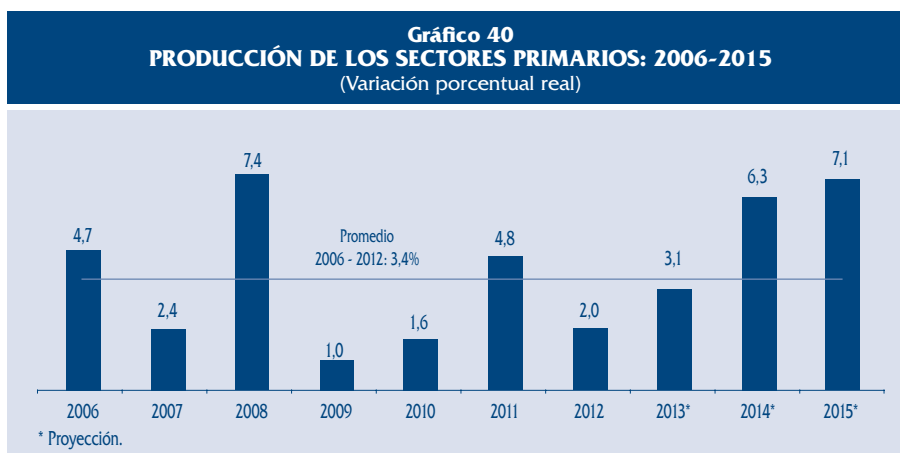
33. Para el año 2013, en comparación con el Reporte de Inflación anterior, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del **PBI primario** de 3,2 a 3,1 por ciento, lo que está asociado a una menor tasa de incremento esperada en el sector agropecuario. Para los siguientes años, el PBI primario crecería a tasas más altas pero en línea con las tasas de crecimiento previstas en minería por la entrada en operación de nuevos proyectos.

Para el año 2013 el **sector agropecuario** alcanzaría un crecimiento de 2,4 por ciento, tasa ligeramente inferior a la proyectada en el Reporte de Inflación de junio tomando en consideración la ejecución del primer semestre y menor producción de productos de agroexportación como el espárrago y café. Este último cultivo ha estado afectado por la plaga de la roya.

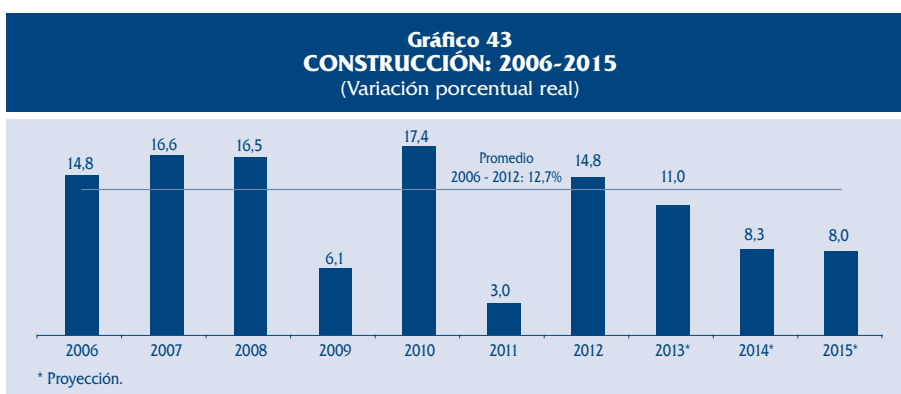
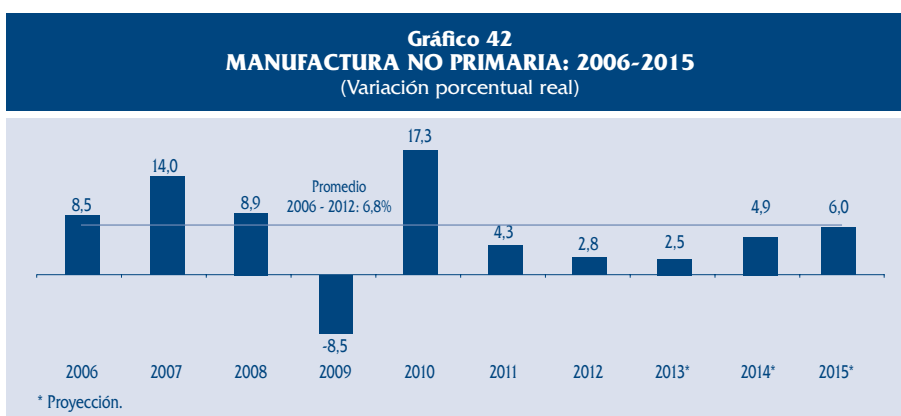
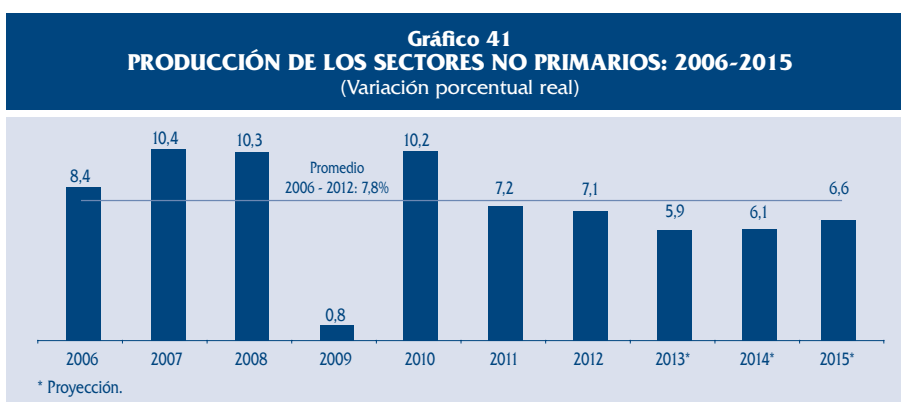
Con respecto a la evolución del **sector pesca**, para el año 2013 se eleva la proyección de crecimiento de 1,1 por ciento en el Reporte previo a 5,0 por ciento en el presente Reporte. El aumento previsto obedece a una revisión al alza en los datos de ejecución del primer semestre, principalmente en pesca orientada a consumo humano y una mayor extracción prevista de anchoveta (de 3,5 a 4,2 millones toneladas) por la recuperación de la biomasa de este recurso.

Durante el primer semestre del año, el **sector minero metálico** experimentó una caída de 0,8 por ciento que estuvo explicada por la menor extracción de oro en 11,7 por ciento. La proyección de este sector para el año 2013 se mantiene con respecto al Reporte de Inflación anterior (2,0 por ciento). 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.

Con relación a los **hidrocarburos**, el sector creció 8,7 por ciento en el primer semestre del año asociado a la mayor extracción de hidrocarburos líquidos de gas natural (16,9 por ciento) por la mayor producción en la planta de separación de Las Malvinas de líquidos del gas natural procedente del Lote 88 y 56 de Pluspetrol. Considerando esta evolución, para 2013 se proyecta un crecimiento de 8,5 por ciento, el cual se elevaría en 2014 por mayor producción de Savia Perú en el Lote Z-2B en Piura. Para 2015, se contempla el efecto sobre la producción de líquidos de gas de la ampliación del ducto de Camisea "loop sur". Dicho año se tendría adicionalmente el impacto sobre la producción de gas natural de la planta compresora de Camisea.

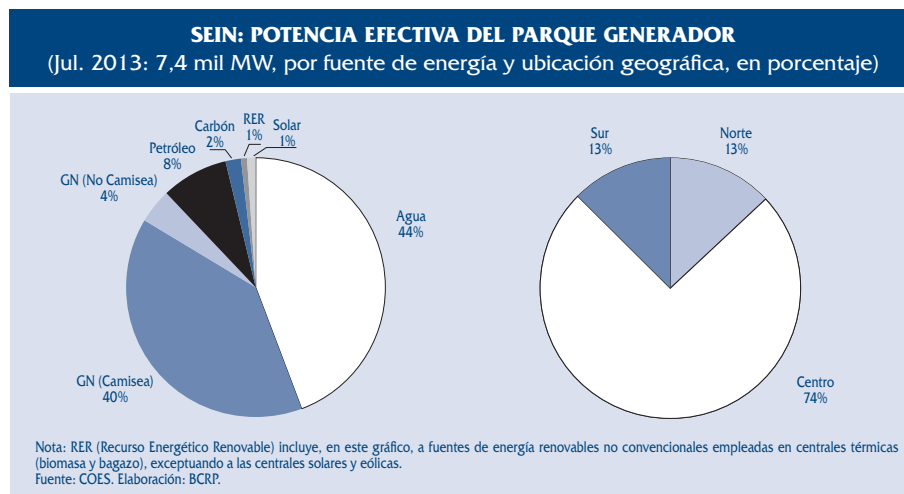


34. Para el año 2013 se prevé un menor crecimiento del **PBI no primario** en línea con el menor aumento de la demanda interna. Para los años 2014 y 2015 se mantiene tasas de crecimiento similares a las previstas en el Reporte previo. En el caso de la manufactura no primaria, su evolución también estaría asociada al crecimiento de las exportaciones no tradicionales, vinculadas a su vez a la demanda mundial, la cual se recuperaría en 2014 aunque a un ritmo ligeramente menor de 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 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 BALANCE OFERTA-DEMANDA DEL SECTOR ELÉCTRICO A 2018

El parque generador en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) registra una potencia efectiva de 7,4 mil MW, caracterizada por su concentración en términos de fuente energética. El 40 por ciento de esta oferta es generada por el gas natural de Camisea y el 74 por ciento proviene de la zona centro².



La **potencia efectiva** no equivale exactamente a la **oferta disponible** de generación (potencia efectiva ajustada por restricciones de oferta). Entre otras razones, la oferta disponible es inferior que la potencia efectiva por: i) condiciones climatológicas que reducen la oferta hidroeléctrica por escasez de lluvias (estiaje: mayo – noviembre); ii) limitaciones de la capacidad de transporte de gas natural; iii) indisponibilidad por mantenimiento programado de centrales; y iv) variabilidad de la capacidad de producción de centrales eólicas y solares.

Por ello, dadas las restricciones que enfrenta todo parque generador, las proyecciones actualizadas del balance oferta – demanda del SEIN son un instrumento necesario para el diseño de las políticas requeridas para preservar un exceso de **oferta disponible** no menor al 10 por ciento de la máxima demanda³. Esta reserva que permitiría cubrir eventuales fallas de generación y / o transmisión.

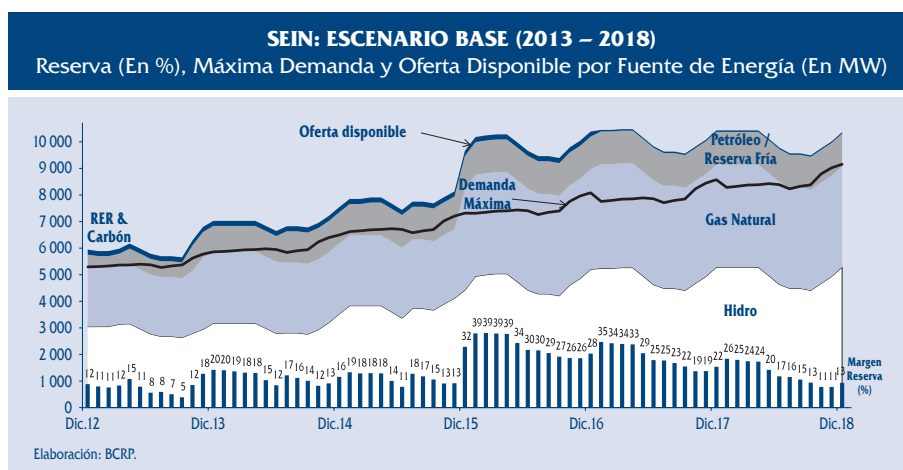
En el **escenario base**, la capacidad del parque generador en 2018 ascendería a 11,6 mil MW, con lo que la oferta disponible registraría una tasa de crecimiento promedio de 9,7 por ciento anual durante el periodo 2013 - 2018, consistente con el actual programa de obras de generación y las restricciones que enfrenta la oferta (por ejemplo, capacidad limitada de transporte de gas natural, restricción que se aliviaría con la expansión del ducto de red principal en diciembre 2015). El crecimiento esperado de la oferta se explica principalmente por la construcción de 57 nuevas centrales que incorporarán una potencia adicional de 4,6 mil MW, concentrada en generación hidroeléctrica, y en la zona centro (50 y 55 por ciento de la

2 Centro: Huánuco, Ucayali, Lima, Pasco, Junín, Ica, Huancavelica y Ayacucho. Sur: Apurímac, Cusco, Arequipa, Puno, Moquegua y Tacna. Norte: Tumbes, Piura, Lambayeque, Cajamarca, La Libertad y Ancash.
3 Requerimiento máximo de potencia en un periodo determinado por parte de los consumidores residenciales, comerciales e industriales.

nueva oferta a 2018, respectivamente). No obstante, a la fecha, existe un limitado número de proyectos de generación concesionados con puesta en operación comercial a partir de 2017.

Por su parte, la demanda ascendería a 9,2 mil MW a 2018, registrando una tasa de crecimiento promedio de 9,6 por ciento anual durante el periodo 2013 – 2018, consistente con las proyecciones de crecimiento del PBI no minero y la demanda de potencia eléctrica de grandes proyectos a 2018, tasa similar a la del crecimiento de la oferta disponible. Este crecimiento se explica principalmente por 36 grandes proyectos de inversión, orientados esencialmente hacia actividades de minería y manufactura no primaria, que demandarían una potencia de 2,3 mil MW que se concentraría en el sur del país (57 por ciento de la demanda de principales proyectos a 2018), situación que impone mayores retos de generación y transmisión

Los resultados del escenario base muestran que, si se cumple con los planes programados de obras de generación y transmisión eléctrica y de ampliación de la capacidad de transporte de gas de Camisea, no existe mayor riesgo de racionamiento eléctrico a nivel nacional a 2018.



Sin embargo, dado que se estiman márgenes de reserva disponible del orden de 10 por ciento o menor en diversos meses del escenario base, existe un riesgo moderado de interrupción del suministro eléctrico ante fallas de generación o de transmisión durante las temporadas de estiaje del periodo 2013 - 2018.

Las siguientes acciones permitirían reducir los riesgos de interrupción del suministro y racionamiento eléctrico a 2018:

- a) Cumplir con los cronogramas de los planes de obras de generación y transmisión eléctrica.
- b) Garantizar el funcionamiento continuo y la ejecución de las obras de ampliación del ducto de gas natural de Camisea.
- c) Adjudicar los procesos pendientes de concesión del: i) Gasoducto Sur Peruano; ii) Nodo Energético en el Sur; y iii) Abastecimiento de LNG para el mercado nacional.
- d) Iniciar la operación comercial de lotes gasíferos distintos al de Camisea (como los de los lotes 57 y 58) a precios de mercado.
- e) Concesionar centrales hidroeléctricas mayores, para que entren en operación a partir de 2018.





III. Balanza de pagos

35. Durante el primer semestre del presente año la balanza en cuenta corriente registró un déficit equivalente a 5,4 por ciento del PBI, mayor en 2,7 puntos al de igual periodo de 2012, en un contexto de crecimiento de la demanda interna a tasas superiores a las del producto, y de caída de los términos de intercambio. En este período el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 13,6 mil millones, mayores a los registrados en la primera mitad de 2012, en un contexto de alta liquidez internacional.

Cuadro 14
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 598	-7 136	-5 717	-9 601	-10 249	-11 036	-10 317	-11 160	-10 134
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,7	-3,6	-5,4	-4,4	-4,9	-4,6	-4,6	-4,3	-4,1
1. Balanza comercial	2 986	4 527	-684	675	-666	68	310	1 744	2 149
a. Exportaciones	22 560	45 639	20 066	44 049	41 877	47 465	45 732	54 103	51 977
b. Importaciones	-19 574	-41 113	-20 750	-43 375	-42 543	-47 398	-45 422	-52 360	-49 828
2. Servicios	-974	-2 258	-968	-2 242	-2 375	-2 738	-3 162	-3 233	-3 613
3. Renta de factores	-6 233	-12 701	-5 651	-11 151	-10 334	-11 881	-10 993	-13 328	-12 339
4. Transferencias corrientes	1 624	3 296	1 586	3 117	3 126	3 516	3 528	3 657	3 669
Del cual: Remesas del exterior	1 367	2 788	1 326	2 651	2 651	2 991	2 991	3 105	3 106
II. CUENTA FINANCIERA	11 320	21 963	10 117	18 601	13 958	14 036	11 817	13 160	11 634
Del cual:									
1. Sector privado	9 470	20 277	11 111	18 655	14 376	13 917	11 269	12 902	10 917
a. Largo plazo	8 180	16 236	10 976	16 799	15 383	12 106	10 744	11 397	10 916
b. Corto plazo 1/	1 291	4 042	135	1 856	-1 007	1 811	525	1 505	0
2. Sector público 2/	1 849	1 685	-994	-54	-418	118	548	258	718
III. RESULTADO									
DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	8 722	14 827	4 400	9 000	3 709	3 000	1 500	2 000	1 500
Nota:									
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado 3/									
	9 561	20 914	13 616	22 349	20 982	17 620	16 150	16 260	15 578
PBI (miles de millones de US\$)	97	200	105	219	209	238	224	260	244

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.

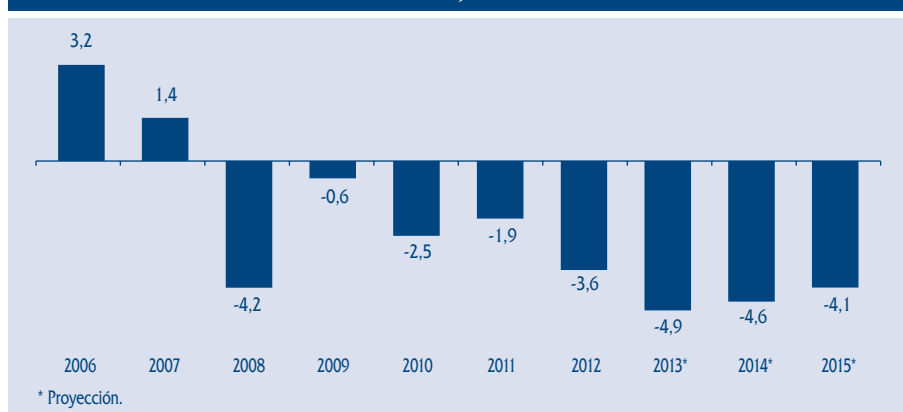
36. El aumento del déficit de cuenta corriente de 2013 se explica por el crecimiento de la inversión contribuyendo al crecimiento del acervo de capital de la economía, la cual fue financiada parcialmente por mayor ahorro interno. El incremento del ahorro interno sería complementado por mayor ahorro externo.

Cuadro 15
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	26,1	26,6	27,9	27,7	28,0	28,7	29,0	29,3	29,8
a. Privada	22,2	21,4	23,4	22,1	22,2	22,5	22,7	22,8	22,9
b. Pública	3,9	5,2	4,6	5,6	5,8	6,2	6,4	6,6	6,8
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	23,4	23,0	22,5	23,3	23,1	24,0	24,4	25,1	25,6
3. AHORRO EXTERNO	2,7	3,6	5,4	4,4	4,9	4,6	4,6	4,3	4,1

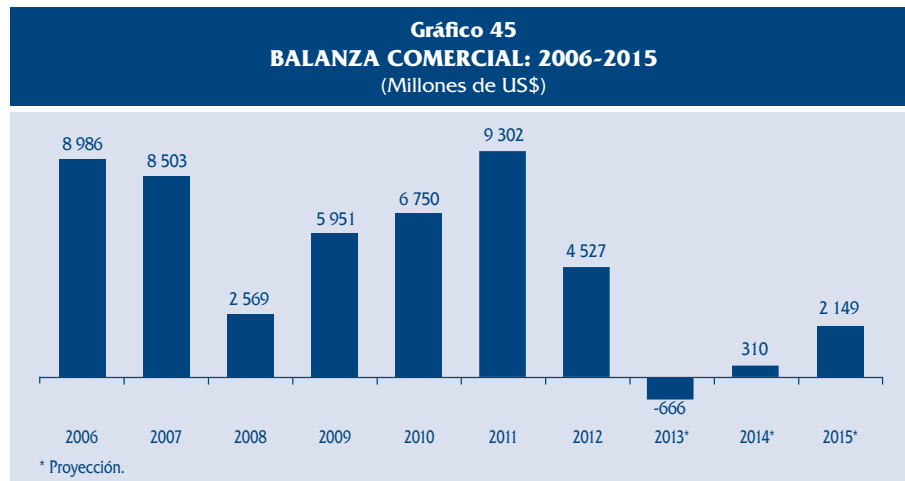
1/ Excluye variación de existencias.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 44
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS: 2006-2015
(Porcentaje del PBI)



37. Para 2014 se mantiene la proyección del déficit en cuenta corriente de 4,6 por ciento del producto, mientras que para 2015 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,1 por ciento del PBI, menor al previsto en el Reporte previo (4,3 por ciento del PBI). La trayectoria decreciente del déficit considera la recuperación de la demanda externa y el inicio de operación de proyectos mineros en 2014 y 2015 (Toromocho, Las Bambas y Constancia).

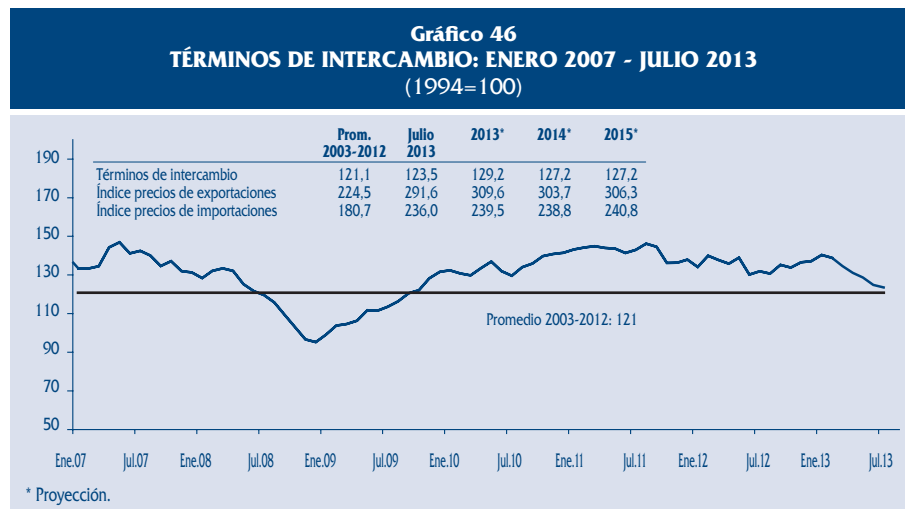




Términos de intercambio y precios de *commodities*

38. En lo que va del año, los términos de intercambio acumulan una caída de 2,8 por ciento, debido, principalmente, a una disminución de los precios de exportación (metales básicos y oro acumulan las mayores caídas). La caída de estos precios fue parcialmente contrarrestada por menores precios de importación, asociados a una corrección de las cotizaciones internacionales de los alimentos.

En términos generales, los precios de los *commodities* se vieron afectados por los temores del inicio de la disminución del ritmo de compra de activos por parte de la Fed y por perspectivas de un menor ritmo de crecimiento de China. Esta tendencia se ha revertido parcialmente en el mes de agosto ante la difusión de indicadores económicos más favorables. Se estima que en el año 2013 los términos de intercambio se reduzcan 4,5 por ciento respecto al nivel del año pasado. Para 2014 se espera una caída menor para estabilizarse en los años siguientes.

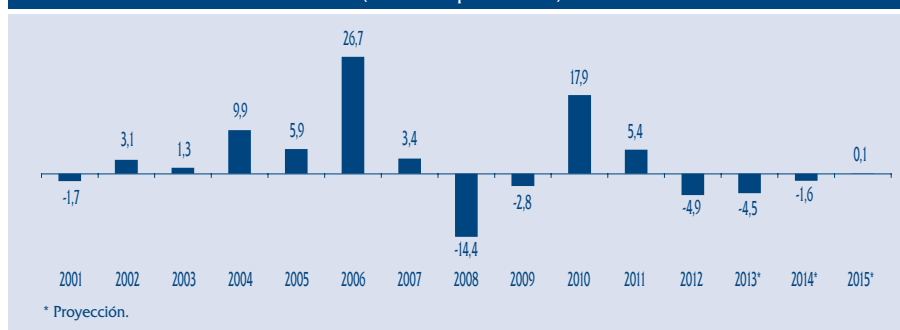


Cuadro 16
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2011 - 2015
 (Datos promedios anuales)

	2011	2012		2013*		2014*		2015*		
	Año	Ene.-Jul.	Año	Ene.-Jul.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
Términos de intercambio	5,4	-5,5	-4,9	-2,8	-2,3	-4,5	-1,2	-1,6	-0,7	0,1
Precios de Exportaciones	20,0	-3,7	-3,3	-4,6	-3,4	-6,2	-0,9	-1,9	0,5	0,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	400	364	361	338	336	333	330	330	327	330
Zinc (ctv US\$ por libra)	100	89	88	87	87	87	90	89	91	92
Plomo (ctv US\$ por libra)	109	91	94	98	96	98	97	99	99	101
Oro (US\$ por onza)	1 570	1 644	1 670	1 489	1 467	1 420	1 400	1 330	1 400	1 330
Café (US\$ por quintal)	236	181	177	136	146	131	152	123	153	123
Precios de Importaciones	13,8	2,0	1,7	-1,8	-1,2	-1,8	0,3	-0,3	1,2	0,8
Petróleo (US\$ por barril)	95	98	94	96	94	100	93	97	91	90
Trigo (US\$ por TM)	280	249	276	270	275	265	280	245	275	246
Maíz (US\$ por TM)	262	256	273	272	253	241	222	195	224	198
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 191	1 143	1 125	1 066	1 082	1 015	1 074	967	1 068	972

* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 47
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001-2015
 (Variación porcentual)



Cobre

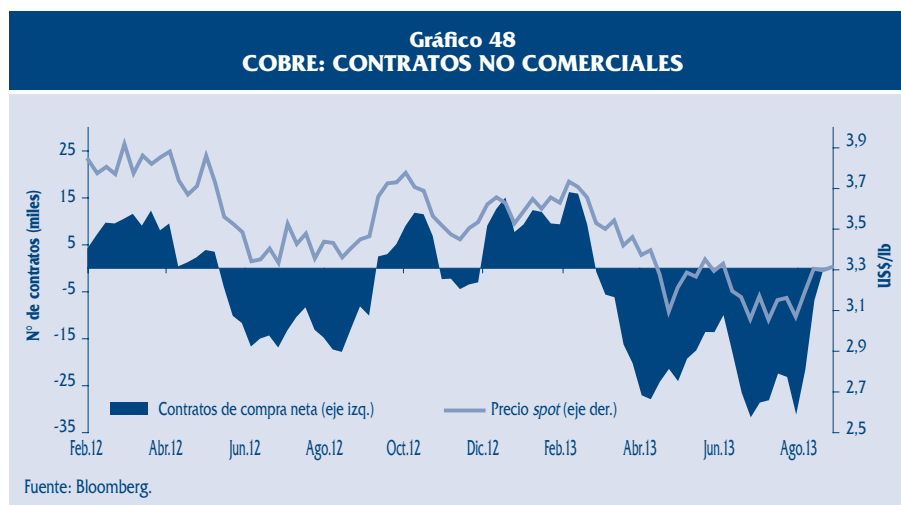
39. Durante el mes de agosto, el precio del **cobre** se incrementó 4,2 por ciento, cerrando el mes con un nivel promedio mensual de US\$/lb. 3,26, recuperando parte de la caída que venía registrando desde marzo del presente año. Sin embargo, a pesar de esta recuperación, en los ocho primeros meses la cotización registra una caída de 9,6 por ciento.

La reciente recuperación de la cotización del cobre, se explica por las mejores perspectivas económicas globales al confirmarse la recuperación de la manufactura china durante los últimos meses, el crecimiento económico de la Eurozona en el segundo trimestre y la revisión al alza del crecimiento del PBI de Estados Unidos en el segundo trimestre. A este cambio de perspectivas, se le sumaron las proyecciones





de un mercado de cobre más ajustado que lo esperado anteriormente⁴, por una demanda mayor a la esperada especialmente en China. Un indicador que grafica esta mayor demanda es la reducción de los inventarios de cobre en los almacenes de Shanghai en alrededor de 70 por ciento desde inicios de año⁵. Asimismo, la manufactura de China mostró una mejor evolución en julio y agosto.



Sin embargo, se estima que la recuperación del precio del cobre estaría limitada por la expectativa de mayor oferta. Según la última encuesta de Bloomberg, para el año 2014, diversos analistas estiman un superávit de oferta sustentado en el fuerte incremento en la producción de cobre concentrado asociado a las nuevas operaciones y expansiones de las minas existentes que ingresarán entre 2013 y 2015⁶. La tasa de crecimiento de la oferta de concentrados de cobre sería significativamente mayor que aquellas registradas durante los 5 años precedentes de 1,5 por ciento anual en promedio. Adicionalmente, luego de las liquidaciones de los meses previos, las posiciones netas no comerciales se habrían equilibrado durante el mes de agosto.

- 4 El Grupo de Estudio Internacional del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) reportó que, luego de siete meses de superávit, el mercado global del cobre registró un déficit inesperado en mayo. Indicadores recientes muestran que este mercado habría continuado ajustado entre junio y agosto por una mayor demanda de China.
- 5 Glencore Xstrata estima que los inventarios mantenidos en almacenes aduaneros habrían caído de más de un millón de toneladas a inicios de año a cerca de 300 mil toneladas en agosto. Wall Street Journal estima que los inventarios mantenidos en almacenes de Shanghai habrían caído de 1 millón de toneladas a 400 mil toneladas. Barclays estima que el consumo chino de cobre se expandirá 10 por ciento este año, tasa superior a las estimaciones conservadoras de inicios de año.
- 6 El ICSG estima que, luego de ajustar por posibles interrupciones en las operaciones, la producción de mina crecería 5,5 por ciento anual en 2013 y 2014.

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	-	-
Días de consumo	7,6	14,1	10,8	10,2	10,6	-	-

* Proyectado.

1/ No incluye los inventarios no reportados de China para el calculo de la demanda aparente.

Fuente: ICSG.

En línea con estos desarrollos en la oferta, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios no se recuperarían a los niveles observados a inicios de año y se mantendrían alrededor de los niveles actuales. Sin embargo, 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.

Gráfico 49
COBRE: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015
(ctv. US\$/lb.)



Zinc

40. Durante los tres últimos meses, la cotización del **zinc** se recuperó revirtiendo parcialmente de los meses anteriores. En agosto la cotización promedio se recuperó 3,2 por ciento y alcanzó un precio mensual promedio de US\$/lb. 0,86. Sin embargo, en lo que va del año, acumula una disminución de 7,1 por ciento.

Los precios del zinc se recuperaron luego que las condiciones del mercado mundial se fueran ajustando en los últimos meses. El Grupo de Estudio Internacional del Zinc y del Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) reportó un superávit de oferta menor al esperado y una reducción de los inventarios globales durante el primer semestre





de 2013⁷. La principal razón por la que el mercado se ajustó fue el incremento de la demanda de China, en particular de la industria de transporte. Asimismo, también se elevaron las demandas de Estados Unidos y de Europa. Por otro lado, surgieron temores sobre la futura oferta de zinc ante expectativas de una desaceleración del crecimiento de la producción minera debido a la caída de la ley del mineral.

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

* Proyectado.
Fuente: ILZSG.

Sin embargo, el elevado nivel de inventarios globales limitó el alza. Proyecciones recientes muestran que el mercado de refinados registraría un superávit global por séptimo año consecutivo en 2013⁸. Estos resultados son consistentes con el incremento de la producción de zinc refinado, en particular un aumento importante en la producción de China⁹. Consistente con ello, se prevé que en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se mantenga en los niveles estimados en el Reporte de Inflación de Setiembre.

Gráfico 50
ZINC: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015
(ctv. US\$/lb.)



- El Grupo de Estudios Internacional de Plomo y Zinc (ILZG por sus siglas en inglés) reportó un superávit global de zinc de 44 mil toneladas y una caída de los inventarios totales de 123 mil toneladas en el primer semestre del año.
- Proyección del ILZG para el año 2013.
- Barclays reporta una aceleración en el crecimiento de la producción de refinados de China (23 por ciento anual).

Oro

41. Durante los últimos tres meses, la cotización promedio mensual del **oro** continuó con su tendencia decreciente registrada desde noviembre de 2012, con excepción del mes de agosto, acumulando una caída de 20,0 por ciento en el año, y cerrando con un precio mensual promedio de US\$/oz.tr. 1 347 en agosto. En este último mes, la cotización del oro se incrementó 4,7 por ciento, impulsado por la demanda especulativa ante la posibilidad de un conflicto armado en Siria. Las posiciones no comerciales de oro de Comex se recuperaron desde su menor nivel de diciembre de 2008, mientras los fondos de oro cotizados en bolsa (ETP por sus siglas en inglés) redujeron sus liquidaciones netas del metal, a diferencia de las elevadas ventas netas que efectuaron estos fondos durante los primeros siete meses de 2013¹⁰.
42. Para el horizonte de proyección, se proyecta un precio similar a los niveles actuales y por debajo de lo reportado en el anterior Reporte. Esta proyección incorpora un escenario de menor riesgo geopolítico, una menor demanda de las economías emergentes (en particular India) y un fortalecimiento del dólar asociado al retiro del estímulo por parte de la Fed. Algunos factores —como una menor oferta de minas, los elevados costos de producción y la caída de la oferta de oro reciclado— limitan una corrección a la baja en la cotización.

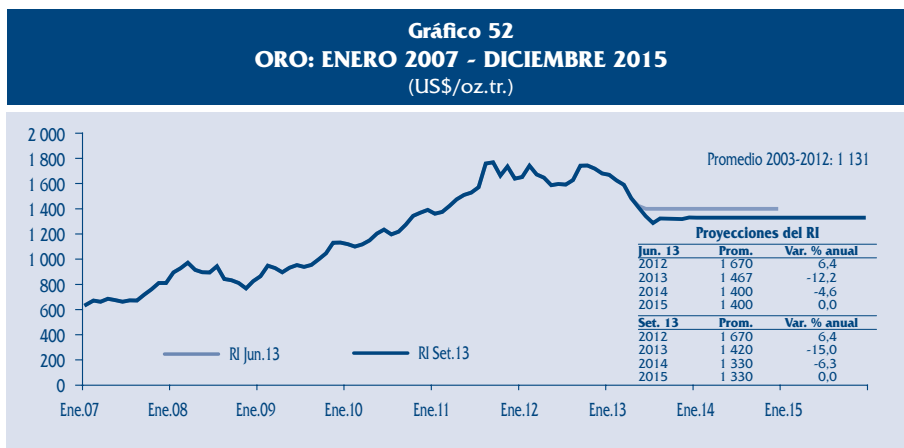
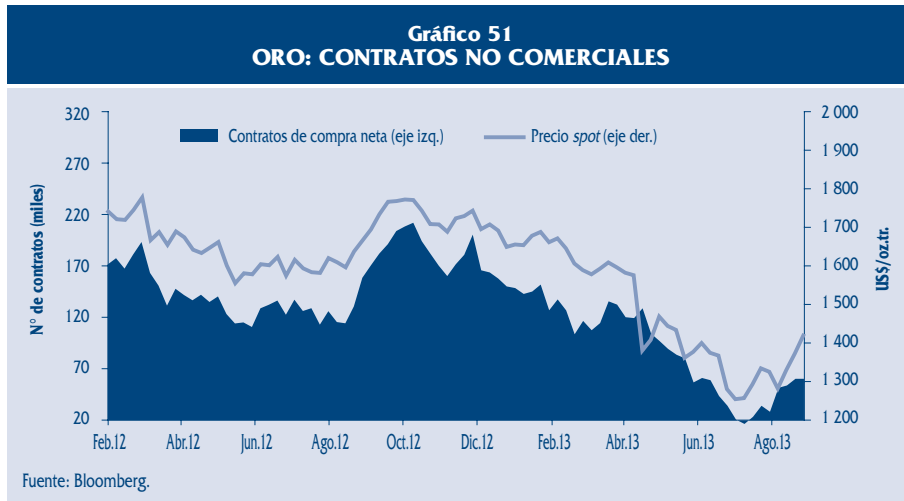
Cuadro 19
OFERTA Y DEMANDA DE ORO
(Toneladas)

	2011	2012	IIT.12	IIT.13
Producción Global de Mina	2 849,6	2 822,3	699,0	717,2
Oro reciclado	1 649,4	1 590,7	389,0	308,3
Total Oferta	4 499,0	4 413,0	1 087,9	1 025,5
Joyería	1 975,1	1 896,1	423,2	593,1
Tecnología	451,7	407,5	103,4	104,3
Inversión	1 703,8	1 534,7	285,9	105,4
Bancos Centrales 1/	456,8	544,4	164,5	71,1
Demanda de Oro	4 587,4	4 382,7	977,0	874,0
Inversión OTC y flujos bursátiles 2/	-88,4	30,3	110,9	151,5
Demanda Total	4 499,0	4 413,0	1 087,9	1 025,5
Balance de Mercado	0,0	0,0	0,0	0,0

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

10 De acuerdo al Barclays, los ETP realizaron ventas netas de oro por 669 toneladas entre enero y agosto del 2013. De este monto, solo 16,6 toneladas se liquidaron en agosto y durante la última semana de agosto se registraron compras netas de oro por 0,8 toneladas.





Balanza Comercial

43. La **balanza comercial** para el año 2013 se ha revisado a la baja de un superávit de US\$ 675 millones en el Reporte de junio a un déficit de US\$ 666 millones en el presente Reporte; lo que toma en consideración el mayor déficit observado en el primer semestre del año y menores términos de intercambio proyectados para el año respecto al Reporte anterior.

Para 2014 se proyecta un superávit comercial de US\$ 310 millones frente a los US\$ 68 millones previsto en el Reporte anterior, explicado fundamentalmente por un mayor crecimiento proyectado para las exportaciones tradicionales, compensado parcialmente por una revisión al alza de las importaciones de bienes de consumo y de insumos, principalmente. Para el año 2015 el superávit comercial aumentaría a US\$ 2 149 millones explicado por el menor crecimiento del volumen y precio de importaciones, y el inicio de proyectos mineros.

Cuadro 20 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)									
	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
EXPORTACIONES	22 560	45 639	20 066	44 049	41 877	47 465	45 732	54 103	51 977
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	17 081	34 247	14 829	32 605	30 699	35 115	33 674	40 499	38 739
Productos no tradicionales	5 298	11 047	5 091	11 095	10 860	11 989	11 726	13 214	12 879
IMPORTACIONES	19 574	41 113	20 750	43 375	42 543	47 398	45 422	52 360	49 828
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	3 783	8 247	4 164	8 863	8 778	10 093	9 719	11 679	11 220
Insumos	9 146	19 256	9 595	20 123	19 583	21 541	20 249	23 567	21 882
Bienes de capital	6 519	13 356	6 907	14 158	13 958	15 392	15 095	16 731	16 355
BALANZA COMERCIAL	2 986	4 527	-684	675	-666	68	310	1 744	2 149

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

44. Las exportaciones cayeron 11,1 por ciento en el primer semestre respecto al mismo periodo de 2012, que se explica por una caída en el nivel de precios de exportación y menor volumen de envíos de productos tradicionales principalmente. No obstante, en el segundo trimestre el volumen de exportaciones mostró signos de recuperación respecto al primer trimestre, principalmente por mayores volúmenes de exportación de productos mineros, en particular del oro.

La proyección de las **exportaciones** de 2013 se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 42 mil millones, lo que presenta una reducción de 8,2 por ciento respecto a 2012. La revisión respecto al Reporte anterior refleja fundamentalmente el menor crecimiento en el volumen de exportaciones proyectado





debido a menores envíos de productos tradicionales, principalmente de harina de pescado y oro, así mismo, por menores precios, principalmente por parte de los productos tradicionales.

Cuadro 21
BALANZA COMERCIAL
(Variación porcentual)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
1. Valor:									
Exportaciones	3,2	-1,4	-11,1	-3,5	-8,2	7,8	9,2	14,0	13,7
Productos tradicionales	0,0	-4,4	-13,2	-4,8	-10,4	7,7	9,7	15,3	15,0
Productos no tradicionales	14,6	9,1	-3,9	0,4	-1,7	8,1	8,0	10,2	9,8
Importaciones	10,2	11,2	6,0	5,5	3,5	9,3	6,8	10,5	9,7
2. Volumen:									
Exportaciones	6,1	2,2	-7,3	-0,1	-2,2	8,7	11,3	13,4	12,7
Productos tradicionales	4,7	0,4	-8,9	-0,9	-2,4	10,1	14,3	15,8	15,5
Productos no tradicionales	11,3	9,0	-2,1	2,2	-1,2	5,6	5,7	7,1	6,6
Importaciones	7,3	9,5	8,0	6,7	5,4	8,9	7,1	9,2	8,8
3. Precio:									
Exportaciones	-2,7	-3,3	-4,0	-3,4	-6,2	-0,9	-1,9	0,5	0,9
Productos tradicionales	-4,4	-4,6	-4,7	-4,0	-8,2	-2,2	-4,0	-0,4	-0,4
Productos no tradicionales	3,0	0,3	-2,0	-1,7	-0,5	2,3	2,1	2,9	3,1
Importaciones	2,6	1,7	-1,8	-1,2	-1,8	0,3	-0,3	1,2	0,8

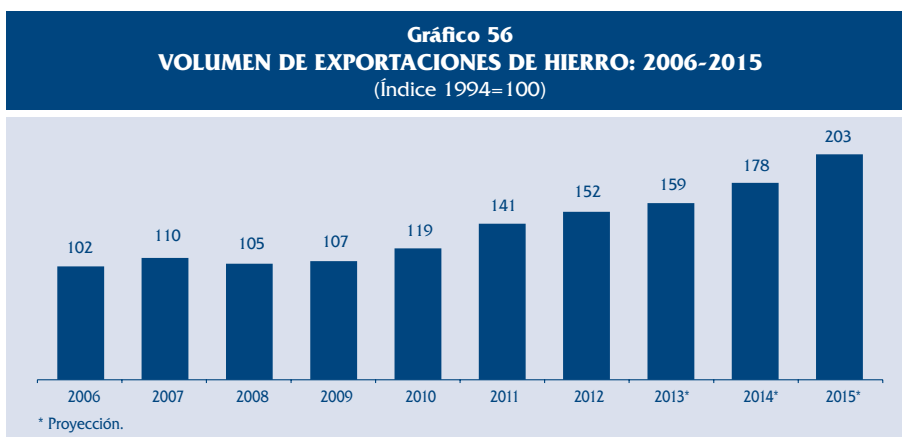
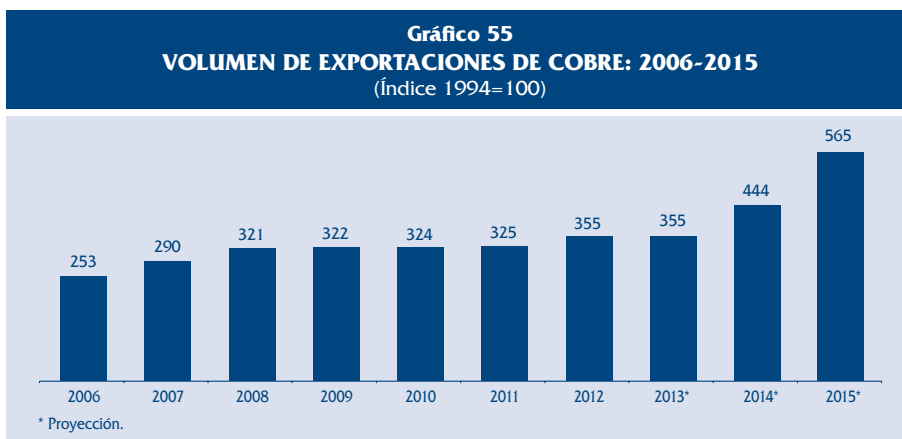
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 54
EXPORTACIONES DE BIENES: 2006-2015
(Miles de millones de US\$)



Para 2014 las exportaciones ascenderían a casi US\$ 46 mil millones, menor a lo previsto en el Reporte de junio, por los menores precios de exportación de productos tradicionales. Para 2015 las exportaciones alcanzarían los US\$ 52 mil millones, lo que representa un crecimiento nominal de 13,7 por ciento respecto a 2014, que

respondería, en buena medida, a los nuevos proyectos mineros que entrarán en operación como Toromocho, Las Bambas y Constancia.

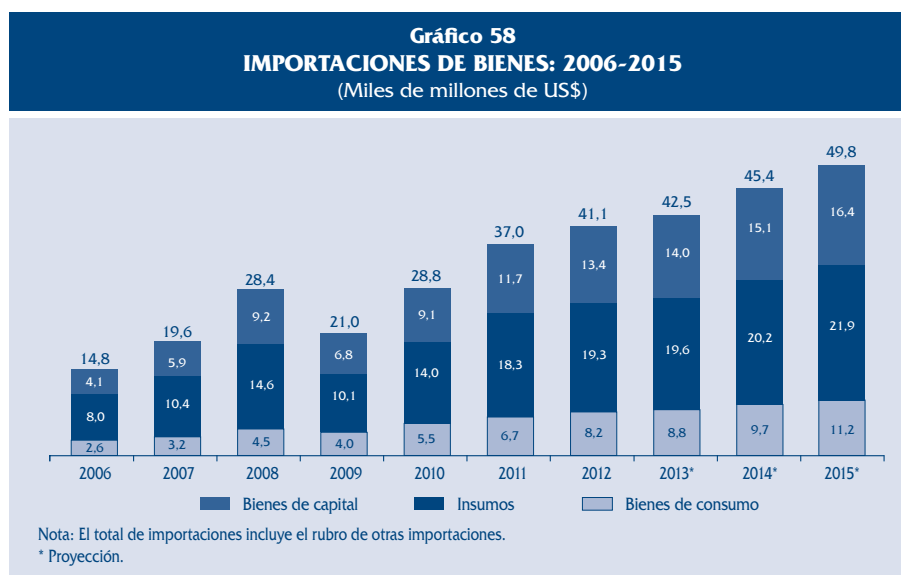




45. Por su parte, la proyección de las **importaciones** de 2013 se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 42 mil millones, lo que presenta un incremento de 3,5 por ciento respecto a 2012. El menor valor de las importaciones contemplado para este año respecto al Reporte de junio resulta en un menor crecimiento del producto y de menores precios de importación.

En términos de volumen, las importaciones de bienes crecerían 5,4 por ciento en 2013, tasa menor a la del Reporte previo (6,7 por ciento) por el menor crecimiento del volumen previsto de importaciones de insumos, asociado a la evolución de la actividad manufacturera, así como de bienes de consumo y capital, en línea con la revisión del consumo privado y la inversión privada, respectivamente.

Para 2014 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 45 mil millones, en tanto que para 2015 este agregado alcanzaría los US\$ 50 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando altas tasas de crecimiento (7,1 por ciento en 2014 y 8,8 por ciento en 2015), consistentes con la evolución de la actividad económica.



Cuenta financiera

46. En el segundo trimestre de 2013 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 5,4 mil millones, representando un flujo de 10,0 por ciento del PBI. Este monto fue mayor al observado en el segundo trimestre del año previo principalmente por las operaciones de financiamiento a través de la emisión de bonos y los mayores flujos de inversión directa. Con ello, en el primer semestre se acumula un flujo de capitales de largo plazo del sector privado por US\$ 11,0 mil millones.

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

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
1. ACTIVOS	-614	-2 477	-751	-4 209	-3 067	-4 459	-4 352	-3 778	-3 577
2. PASIVOS	8 794	18 712	11 727	21 008	18 451	16 566	15 096	15 175	14 493
Inversión directa extranjera en el país	5 427	12 240	6 872	11 108	12 003	9 400	9 392	9 435	9 332
Sector no financiero	2 007	3 598	3 564	6 708	4 561	5 666	4 704	5 340	3 962
Préstamos de largo plazo	1 190	2 023	-97	1 904	518	2 026	2 022	1 828	1 601
Inversión de cartera	818	1 575	3 661	4 804	4 043	3 640	2 682	3 513	2 361
Sector financiero	1 359	2 875	1 291	3 192	1 886	1 500	1 000	400	1 200
Préstamos de largo plazo	1 427	2 092	-237	1 692	208	892	424	200	1 000
Inversión de cartera	-67	783	1 528	1 500	1 678	608	576	200	200
3. FLUJO NETO	8 180	16 236	10 976	16 799	15 383	12 106	10 744	11 397	10 916
Porcentaje del PBI	8,4	8,1	10,5	7,7	7,4	5,1	4,8	4,4	4,5

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Durante **2013** la cuenta financiera de largo plazo del sector privado sería US\$ 15,3 mil millones, menor al previsto en el Reporte de junio. Esta revisión a la baja toma en cuenta un menor financiamiento externo por parte del sector no financiero tanto en la forma de préstamos como de emisiones de bonos en el exterior, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales y un posible aumento en el costo de fondeo. Dichos flujos serían compensados con una menor salida de capitales por parte de inversionistas institucionales locales.

Para **2014** se proyectan flujos positivos de US\$ 10,7 mil millones y para **2015** US\$ 10,9 mil millones, equivalentes a 4,8 y 4,5 por ciento del PBI, respectivamente. La revisión a la baja es consistente con el menor financiamiento externo de parte del sector no financiero, el cual se prolongaría hasta 2015. Adicionalmente, en este período se observaría una moderación de los flujos de inversión directa extranjera explicada por el término del período de construcción de algunos grandes proyectos de inversión.

Gráfico 59
ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2006-2015 1/
(Porcentaje del PBI)



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

* Proyección.

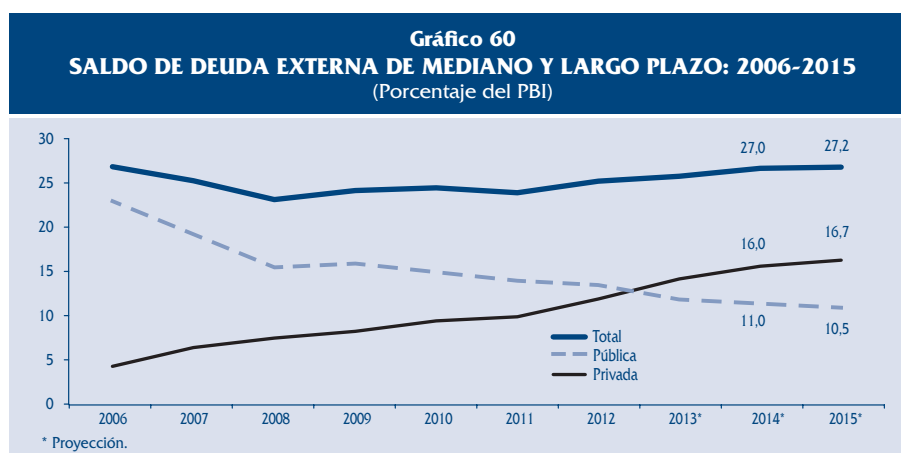




47. Por su parte, la **cuenta financiera del sector público** tuvo un flujo negativo de US\$ 1 420 millones durante el segundo trimestre del año, en gran medida explicado por la amortización de la deuda pública en US\$ 1 694 millones, cifra que incluye el prepago al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$ 1 233 millones. Estas operaciones fueron en parte compensadas por las transacciones en el mercado secundario de bonos que determinaron un flujo neto positivo de US\$ 285 millones.

Para 2013 se prevé un flujo negativo de US\$ 422 millones, cifra mayor a lo previsto en el Reporte de junio por la mayor tenencia de bonos globales por agentes residentes.

48. Con ello, el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo pasaría de 25,2 por ciento del PBI en 2012 a 25,9 por ciento en 2013. La tendencia creciente observada en el endeudamiento externo del sector privado se mantendría en el horizonte de proyección y determinaría que por primera vez éste sea superior al del sector público, que continuaría su trayectoria decreciente durante 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 11,0 y 10,5 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente.



49. Durante el segundo trimestre de 2013 el **flujo de capitales externos de corto plazo** fue negativo en US\$ 191 millones, en contraste con el fuerte influjo positivo de US\$ 1 077 millones observado en el mismo período de 2012. Para el año se proyecta un flujo negativo de casi US\$ 1 400 millones en contraste con las entradas de US\$ 1 mil millones proyectadas en el Reporte .

50. 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\$ 840 millones en el segundo trimestre. De esta manera, al cierre de agosto las reservas internacionales ascendieron a US\$ 66 635 millones,

lo que representa el 32,1 por ciento del PBI, cubren aproximadamente 7 veces el adeudado externo de corto plazo y respalda el 96,9 por ciento del total de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado (liquidez total).

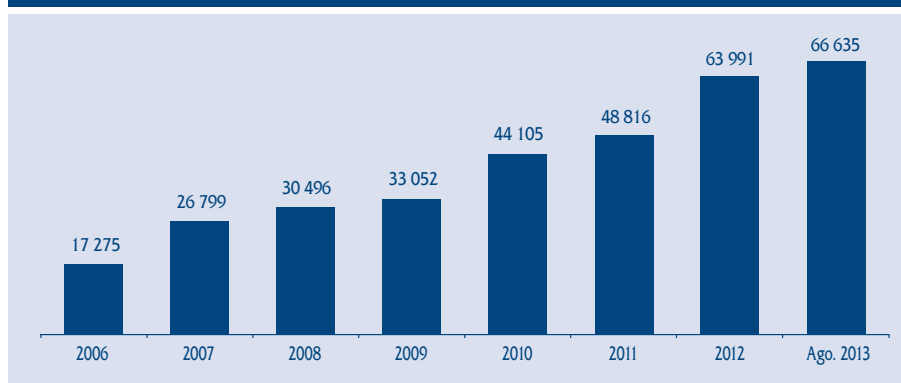
Cuadro 23
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	Agosto		
	2003	2008	2013
Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$)	9 755	34 917	66 635
Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$)	4 015	26 747	43 750
RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) 1/	16,6	28,8	32,1
RIN / Deuda externa de corto plazo (número de veces) 2/	2,1	2,9	6,9
RIN / Liquidez total (porcentaje)	78,2	107,1	96,9

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

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

Gráfico 61
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2006 - AGO.2013
(Millones de US\$)





IV. Finanzas públicas

51. El resultado económico del primer semestre muestra un menor superávit respecto al mismo periodo del año anterior (de 7,0 a 4,9 por ciento del PBI), lo que refleja los menores ingresos corrientes del gobierno general (0,8 punto porcentual) en un contexto de menores términos de intercambio y menor crecimiento de la actividad económica, y a los mayores gastos no financieros (1,9 puntos porcentuales), principalmente corrientes. Con ello, el superávit de los últimos cuatro trimestres a junio ascendió a 1,3 por ciento del PBI, menor al del cierre de 2012 (2,2 por ciento del PBI).

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	22,5	21,6	22,1	21,3	21,3	21,4	21,3	21,5	21,4
<i>Variación % real</i>	6,2	7,2	1,8	3,5	2,4	6,8	6,6	7,5	7,5
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	15,0	18,6	16,3	19,6	20,0	19,8	20,2	20,0	20,4
<i>Variación % real</i>	2,2	8,1	12,8	10,4	11,5	7,5	7,6	8,2	8,1
Del cual:									
Gasto corriente	11,3	13,1	12,1	13,7	13,9	13,5	13,6	13,3	13,4
<i>Variación % real</i>	-0,7	5,4	10,5	9,9	10,1	4,5	4,3	5,2	5,1
Formación bruta de capital	3,5	5,2	4,0	5,4	5,7	5,7	6,0	6,2	6,4
<i>Variación % real</i>	16,1	15,9	19,1	9,5	13,5	12,3	12,2	15,4	15,4
3. Otros	0,5	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	8,0	3,2	6,1	1,7	1,4	1,5	1,0	1,3	0,9
5. Intereses	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9
6. Resultado económico	7,0	2,2	4,9	0,7	0,4	0,6	0,1	0,5	0,0
Nota (miles de millones de S/.):									
1. Ingresos corrientes del gobierno general	58	114	61	120	119	131	131	144	143
2. Gastos no financieros del gobierno general	39	98	45	111	112	122	124	134	136
3. PBI nominal	259	526	275	565	562	614	613	671	669

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).
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

En el horizonte de proyección se ha revisado a la baja el superávit fiscal, convergiendo a un resultado económico nulo en 2015, consistente con el escenario previsto en el Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2013-2016.

Para 2013 se ha revisado a la baja el resultado económico de 0,7 por ciento del PBI en el Reporte de Junio a 0,4 por ciento del PBI en este Reporte. Ello se explica por un

menor crecimiento real de los ingresos ante la revisión en el crecimiento esperado del PBI y los menores precios de exportación; así como el alto dinamismo de la inversión del gobierno general.

Para **2014** y **2015**, no obstante que la proyección del crecimiento de los ingresos y gastos del gobierno general se mantienen en línea con lo esperado en el Reporte previo, como porcentaje de PBI se observa una revisión de 0,6 a 0,1 por ciento del PBI y 0,5 a 0 por ciento del PBI, respectivamente.

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

52. En el **primer semestre de 2013 los ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 22,1 por ciento del producto, menor en 0,4 puntos porcentuales a los ingresos recaudados en similar período de 2012, y lo que representa un crecimiento real de 1,8 por ciento. Este resultado obedece al leve crecimiento real de 0,6 por ciento de los ingresos tributarios, los que pasaron de representar 17 por ciento del producto en el primer semestre de 2012 a 16,6 por ciento del producto en el primer semestre de 2013. En contraste, se observó un incremento de los ingresos no tributarios como porcentaje del PBI, de 5,4 por ciento del PBI en el primer semestre de 2012 a 5,6 por ciento del PBI en 2013. Dentro de ellos, destacó el incremento de las contribuciones sociales (crecimiento real de 12,3 por ciento), compensado por la contracción real de los ingresos por concepto de regalías petroleras, regalías mineras y Gravamen Especial a la Minería.





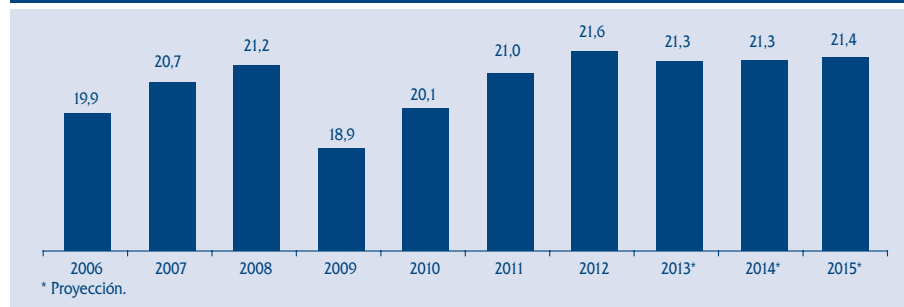
Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

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

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

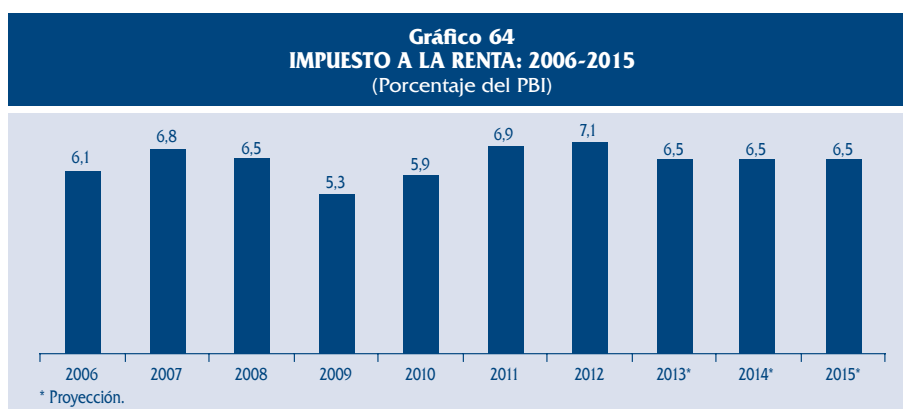
Para el año **2013** se ha revisado a la baja el crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 3,5 por ciento en el Reporte previo a 2,4 por ciento en el Reporte actual, lo que se explica principalmente por los menores ingresos esperados por impuesto a la renta, principalmente de personas jurídicas, en línea con los menores pagos a cuenta esperados por parte del sector minero en un entorno de menores cotizaciones de los metales. No obstante, el coeficiente de los ingresos corrientes con respecto al PBI se mantiene en 21,3 por ciento del PBI. Para **2014** y **2015** se ha revisado a la baja este agregado en 0,1 puntos porcentuales, aunque mantiene una tendencia creciente en el horizonte de proyección.

Gráfico 63
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015
(Porcentaje del PBI)



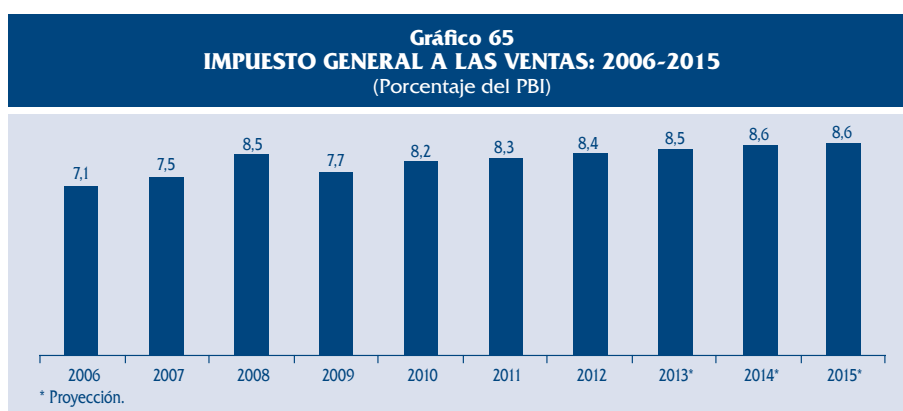
53. En el primer semestre de 2013 la recaudación por **Impuesto a la Renta** ascendió a 7,2 por ciento del PBI, 0,9 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en el primer semestre de 2012. En el horizonte de proyección la recaudación por el Impuesto a la Renta ascendería a 6,5 por ciento del PBI, menor respecto a lo previsto en junio, lo que se explica por la menor recaudación en el sector minero ante los menores precios observados de los metales, lo que sería parcialmente compensado

en el horizonte de proyección por las mayores rentas del trabajo, en un contexto de previsión de un mayor crecimiento de la formalidad.



54. Por su parte, en el primer semestre de 2013, el **Impuesto General a las Ventas (IGV)** aumentó 4,7 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 7,6 por ciento para el IGV interno y en un 1,0 por ciento para el IGV externo.

Para **2013** se prevé un incremento de la recaudación por IGV que ascendería a 8,5 por ciento del PBI, lo que representa un crecimiento de 5,2 por ciento en términos reales. Para el período **2014-2015** se prevé que los ingresos por este concepto se eleven en 0,1 puntos porcentuales del PBI, lo que considera el efecto de las medidas orientadas a ampliar la base tributaria.



55. En el primer semestre de 2013, el **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)**, registró una tasa de crecimiento positivo de 11,5 por ciento en términos reales. Este aumento fue impulsado principalmente por el crecimiento del ISC combustibles (25,0 por ciento en términos reales), en tanto que en el ISC otros se observó un crecimiento de 1,8 por ciento en términos reales.





Para **2013** se observaría un crecimiento real de 9,0 por ciento, alcanzando un nivel de 1,0 por ciento del PBI y que se explica tanto por la mayor ejecución como por los mayores ingresos por las modificaciones en las tasas aplicables a bebidas alcohólicas. Para 2014 y 2015 se mantendrían los ingresos por este impuesto en 1,0 por ciento del PBI.

Evolución del gasto público

56. En el **primer semestre de 2013** el gasto no financiero del gobierno general representó el 16,3 por ciento del producto, lo que representó un aumento de 1,3 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2012. Este resultado refleja la aceleración en el crecimiento del gasto no financiero durante el segundo trimestre (crecimiento real de 16,8 por ciento), principalmente en gasto de capital (crecimiento real de 26,7 por ciento).

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

	2012					2013	
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.
GASTO CORRIENTE	-2,9	1,5	2,7	16,9	5,4	7,6	13,2
Gobierno Nacional	-11,5	-3,9	-2,3	21,1	1,8	6,2	15,1
Gobiernos Regionales	10,8	11,7	9,9	10,7	10,7	11,5	13,4
Gobiernos Locales	34,6	15,7	19,0	6,3	16,7	8,2	4,7
GASTO DE CAPITAL	34,2	1,1	26,4	11,9	15,3	10,3	26,7
Gobierno Nacional	-31,8	-39,6	2,4	8,2	-13,0	20,0	21,2
Gobiernos Regionales	44,0	41,9	43,4	33,0	38,3	15,3	36,2
Gobiernos Locales	213,1	74,3	44,0	5,1	38,3	2,0	26,4
GASTO TOTAL	3,3	1,4	8,6	15,1	8,1	8,2	16,8
Gobierno Nacional	-14,4	-12,4	-1,5	18,0	-1,2	7,7	16,1
Gobiernos Regionales	17,0	19,0	18,7	19,0	18,5	12,4	20,0
Gobiernos Locales	87,1	39,2	31,6	5,5	28,0	5,1	15,6

57. Para el año **2013** se estima un crecimiento real de 11,5 por ciento del gasto no financiero, por encima de lo previsto en el Reporte de Junio (10,4 por ciento) como consecuencia de la ejecución ante los incrementos salariales aprobados en el Presupuesto 2013, así como por la mayor inversión pública orientada a impulsar la actividad económica. De esta forma, esta variable se ubicaría en el año 2013 en un nivel equivalente a 20,0 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 20,4 por ciento del PBI en 2015, como consecuencia del incremento en los gastos de capital, principalmente del gobierno nacional.

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

	2012		2013*			2014*		2015*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
GASTO CORRIENTE	11,3	13,1	12,1	13,7	13,9	13,5	13,6	13,3	13,4
Gobierno Nacional	7,4	8,7	7,9	9,1	9,3	8,9	9,1	8,8	8,9
Gobiernos Regionales	2,3	2,6	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Gobiernos Locales	1,6	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7
GASTO DE CAPITAL	3,6	5,5	4,2	5,9	6,1	6,3	6,6	6,8	7,0
Gobierno Nacional	1,2	1,9	1,4	1,9	2,2	2,2	2,5	2,3	2,6
Gobiernos Regionales	0,8	1,3	1,0	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
Gobiernos Locales	1,6	2,4	1,8	2,5	2,5	2,7	2,6	2,9	2,8
GASTO TOTAL	15,0	18,6	16,3	19,6	20,0	19,8	20,2	20,0	20,4
Gobierno Nacional	8,6	10,6	9,4	11,1	11,5	11,1	11,5	11,1	11,5
Gobiernos Regionales	3,1	3,9	3,5	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3
Gobiernos Locales	3,2	4,2	3,5	4,4	4,4	4,5	4,4	4,7	4,5

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 66
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015
(Variación porcentual real)

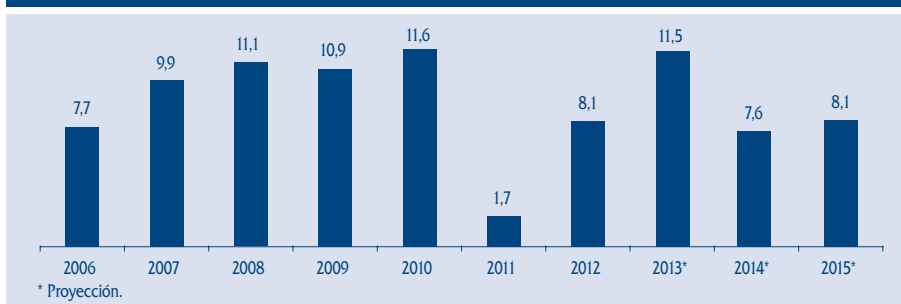
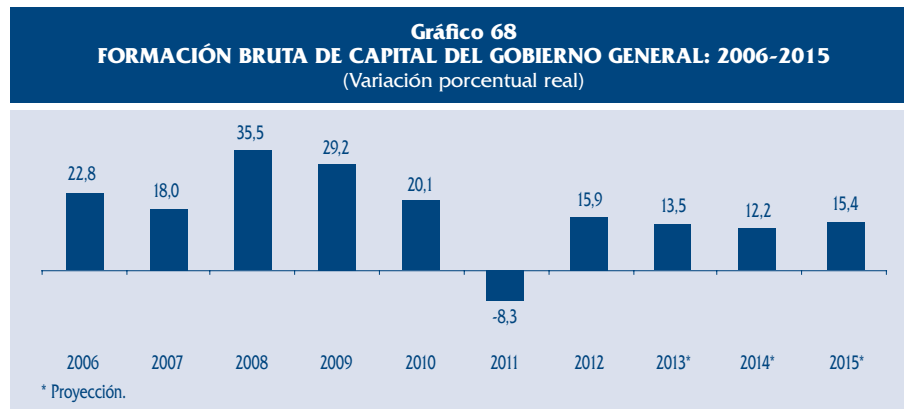


Gráfico 67
GASTOS CORRIENTES NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015
(Variación porcentual real)



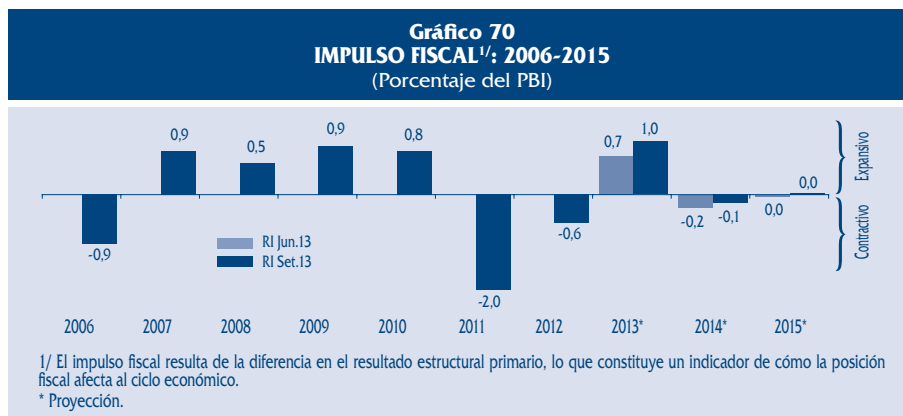


Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

58. Para el año **2013** se prevé que 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, sea de **-0,7** por ciento del PBI, asociado al mayor gasto del gobierno general. Para 2014 y 2015 se proyecta una reducción del déficit estructural de **-0,5** por ciento del PBI.



59. 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 **1,0** por ciento del PBI (posición expansiva) en línea con la mayor inversión pública y con los incrementos salariales que se registrarían en el año; en tanto que para 2014 este indicador sería de **-0,1** por ciento del PBI, ligeramente menor al previsto en el Reporte de junio, convergiendo hacia un impulso fiscal nulo para el año 2015.



Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero

60. El menor superávit estimado en el horizonte de proyección 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 junio.

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

	2012		2013*		2014*		2015*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13	RI Jun.13	RI Set.13
I. USOS	-15 354	-6 968	-12 258	-780	1 180	-398	2 884	2 337	6 215
1. Amortización	2 673	4 342	1 286	3 038	3 221	3 327	3 782	5 697	6 289
a. Externa	1 917	3 105	809	1 825	1 707	2 643	2 724	2 352	2 433
b. Interna	756	1 237	477	1 213	1 513	683	1 058	3 346	3 856
Del cual:									
bonos de reconocimiento	234	509	16	190	206	168	376	168	386
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-18 027	-11 310	-13 544	-3 818	-2 041	-3 724	-898	-3 360	-74
II. FUENTES	-15 354	-6 968	-12 258	-780	1 180	-398	2 884	2 337	6 215
1. Externas	365	1 175	235	2 303	2 033	2 633	3 062	3 655	4 909
2. Bonos 2/	3 409	4 378	592	1 081	2 048	1 762	2 925	1 674	2 477
3. Internas 3/	-19 128	-12 521	-13 084	-4 163	-2 901	-4 793	-3 103	-2 992	-1 171
Nota:									
Deuda bruta del sector público no financiero									
Miles de millones S/.	99,3	103,8	99,2	100,1	101,7	103,7	106,4	105,8	110,3
Porcentaje del PBI	19,5	19,7	18,3	17,7	18,1	16,9	17,4	15,8	16,5
Deuda neta del sector público no financiero 4/									
Miles de millones S/.	20,4	25,4	11,4	13,4	13,3	11,8	14,2	8,7	14,4
Porcentaje del PBI	4,0	4,8	2,1	2,4	2,4	1,9	2,3	1,3	2,2

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.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





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.

La deuda bruta y deuda neta del Sector Público No Financiero alcanzaron a junio de 2013 el 18,3 por ciento y el 2,1 por ciento del PBI, respectivamente. El incremento esperado en la actividad económica y 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 16,5 por ciento del PBI en 2015 y la deuda neta llegue al 2,2 por ciento en la misma fecha.



V. Política monetaria

61. 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 permanece desde mayo de 2011. Sin embargo, desde mayo de 2013 el BCRP ha implementado medidas de flexibilización del encaje destinadas a garantizar una evolución ordenada de la liquidez y el crédito del sistema financiero y así, preservar las condiciones financieras, en un contexto de mayor incertidumbre asociada a la magnitud y al momento del inicio de la reducción del estímulo monetario de la Reserva Federal a través de sus programa de compras de activos.

Al igual que en otras economías emergentes, desde mediados de mayo se observó un menor flujo de capitales y mayores expectativas de fortalecimiento del dólar, asociadas a una posible reducción gradual de las medidas de expansión cuantitativa (QE) por parte de la Reserva Federal de los EE.UU. Estos eventos han incrementado la percepción de riesgo por parte del sector privado de tomar deudas en dólares, lo que viene generando un incremento en la demanda por crédito en soles, favoreciendo un proceso más rápido de desdolarización del crédito.

Al mismo tiempo, se viene observando una mayor preferencia por ahorrar en dólares, particularmente de las personas jurídicas, lo que se ha reflejado en una rápida desaceleración del crecimiento de los depósitos en soles, y con ello en una menor disponibilidad de fuentes de expansión del crédito en esta moneda.

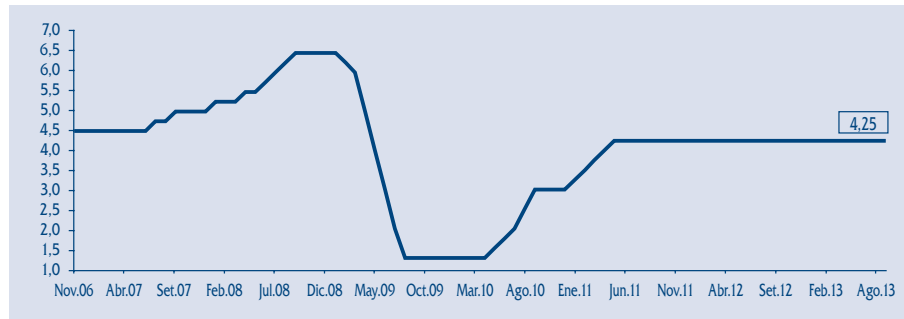
En este contexto, el Banco Central ha venido adoptando medidas de flexibilización de su régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para financiar la expansión del crédito en esta moneda. La reducción en la tasa de encaje medio provee fuentes adicionales de expansión del crédito, lo que permite acomodar esta mayor demanda por crédito sin presionar al alza las tasas de interés en soles.

Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta, y que la tasa de inflación 12 meses retornará al rango meta en los próximos meses en la medida que las condiciones de oferta de alimentos mejoren, a la vez que persiste un escenario interno caracterizado por un crecimiento económico cercano al potencial y un escenario en el que se mantiene la incertidumbre financiera internacional.





Gráfico 72
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL
(En porcentaje)



RESUMEN DE LOS COMUNICADOS 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.

Julio: 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 y de incertidumbre financiera internacional. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

Agosto: 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 el crecimiento económico se encuentra cercano a su potencial, las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta, se mantiene la incertidumbre sobre las condiciones financieras internacionales y a que la inflación fue afectada por factores temporales en el lado de la oferta. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

Setiembre: 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 el crecimiento económico se encuentra cercano a su potencial, las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta, la inflación ha sido afectada por factores temporales del lado de la oferta, y las condiciones financieras internacionales son aún inciertas, aunque con algunas señales positivas en las economías desarrolladas. 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

62. En moneda nacional, las tasas de interés del mercado de dinero bajaron ligeramente con respecto al cierre de 2012. Así, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días alcanzó un nivel de 4,73 por ciento el mes de agosto.



63. Las tasas de interés activas en moneda nacional mantuvieron niveles menores a los del cierre de 2012, con niveles al mes de agosto de 5,7 por ciento para créditos corporativos, 7,0 por ciento para grandes empresas, 10,8 por ciento para medianas empresas, 21,4 por ciento para pequeñas empresas, 41,8 por ciento para consumo y 9,3 por ciento para créditos hipotecarios.

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
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	41,2	8,8
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
Jun.13	5,3	7,2	10,6	21,2	41,3	9,1
Jul.13	5,4	7,1	10,5	21,0	42,0	9,2
Ago.13	5,7	7,0	10,8	21,4	41,8	9,3
Variación Acumulada (pbs)						
Ago.13-Jun.13	39	-18	23	21	49	23
Ago.13-Mar.13	-10	-40	1	-63	256	11
Ago.13-Dic.12	-9	-33	-13	-104	67	58

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





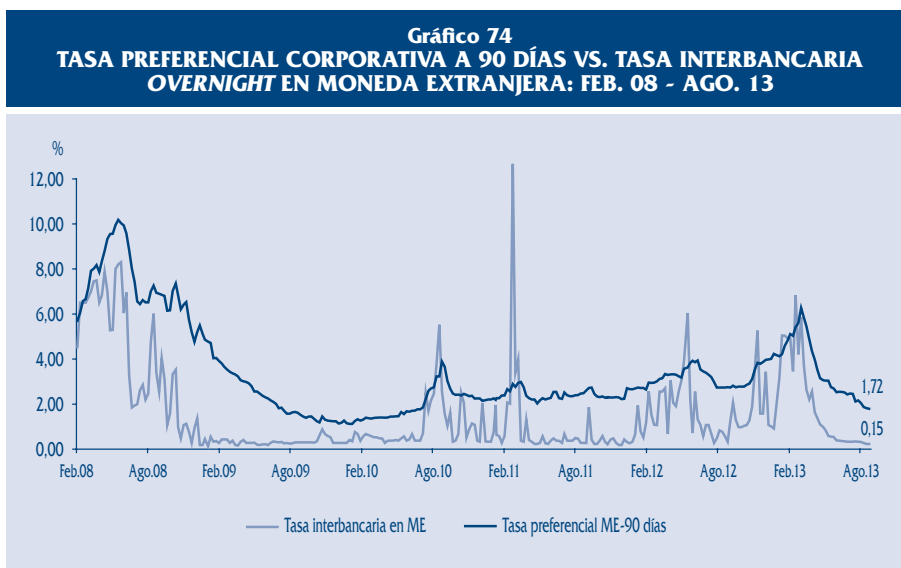
64. Las tasas pasivas en moneda nacional mostraron un comportamiento mixto. En el caso de la tasa para depósitos hasta 30 días ésta se mantuvo respecto al cierre de 2012, en tanto que la tasa de interés para depósitos entre 181 y 360 días, disminuyó.

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	3,6	3,8	4,2
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Mar.13	3,1	3,6	4,1
Abr.13	3,1	3,5	4,0
May.13	3,2	3,4	3,9
Jun.13	3,3	3,4	3,9
Jul.13	3,6	3,4	3,9
Ago.13	3,6	3,4	3,8
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.13-Jun.13	25	2	-5
Ago.13-Mar.13	47	-18	-25
Ago.13-Dic.12	-3	-35	-34

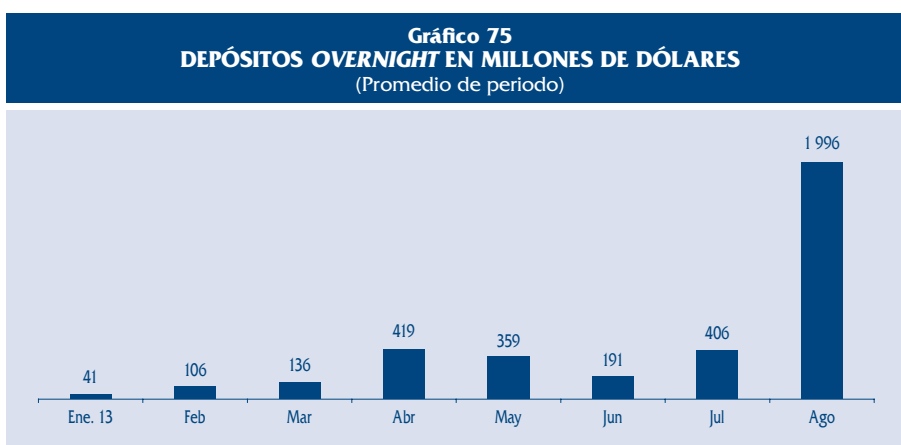
Esta evolución de las tasas de interés en moneda nacional muestra que las condiciones monetarias en soles se mantienen estables en línea con lo previsto en el Reporte de Inflación de junio 2013. Las medidas de encaje recientes que otorgan mayor disponibilidad de liquidez a la banca también deberían contribuir a mantener las tasas de interés en soles en niveles compatibles con la tasa de referencia de la política monetaria, y con ello mantener condiciones monetarias acomodaticias en soles.

Tasas de interés en moneda extranjera

65. En moneda extranjera, las tasas de interés se han reducido en la mayoría de los casos, reflejando una mayor disponibilidad de liquidez en dólares asociada a las mayores compras de dólares de la banca en este trimestre (US\$ 2 990 millones). Así, la tasa corporativa se redujo en 74 puntos básicos desde junio, alcanzando un nivel de 1,72 por ciento. Asimismo, la tasa de interés del mercado interbancario en moneda extranjera alcanzó un nivel promedio de 0,15 por ciento en agosto, menor en 12 puntos básicos al nivel promedio observado al cierre del segundo trimestre.



Esta mayor disponibilidad de liquidez en dólares de la banca les ha permitido reducir sus pasivos externos de corto plazo en US\$ 535 millones y acumular depósitos promedio overnight en el BCRP por US\$ 1 996 millones, en agosto.



66. Con respecto al cierre del año 2012, las tasas de interés activas en moneda extranjera muestran tendencias mixtas. Así, las tasas para créditos de consumo e hipotecario han tenido aumentos sustanciales, reflejo de las medidas macroprudenciales adoptadas por la SBS y el BCRP. Por otro lado, las tasas de interés para crédito a empresas tendieron a la baja.





Cuadro 31
MEDIDAS PRUDENCIALES RECIENTES DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS Y EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Superintendencia de Banca y Seguro

Nov.12 Modifica el requerimiento de patrimonio para créditos de consumo así como para créditos hipotecarios y vehiculares. Los requerimientos de capital para créditos hipotecarios son mayores a partir de un umbral definido por el saldo del crédito respecto al valor del inmueble. Para créditos hipotecarios en moneda extranjera dichos umbrales son menores.

Banco Central de Reserva del Perú

Ene.13 Incremento de la tasa de encaje media en moneda extranjera en 75 pbs.
 Feb.13 Incremento de la tasa de encaje media en moneda extranjera en 100 pbs.
 Mar.13 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 de 2012, el mayor.
 Mar.13 Incremento de la tasa de encaje media en moneda extranjera en 50 pbs.
 Abr.13 Incremento de la tasa de encaje media en moneda extranjera en 25 pbs.

Cuadro 32
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
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	22,4	8,0
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
Jun.13	2,9	6,2	9,2	14,0	25,1	8,6
Jul.13	3,2	6,2	8,9	13,8	25,3	8,5
Ago.13	3,2	6,1	8,6	13,6	25,7	8,4
	Variación Acumulada (pbs)					
Ago.13-Jun.13	30	-14	-62	-35	58	-18
Ago.13-Mar.13	-140	-141	-151	-115	156	21
Ago.13-Dic.12	-88	-31	-40	-188	330	40

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

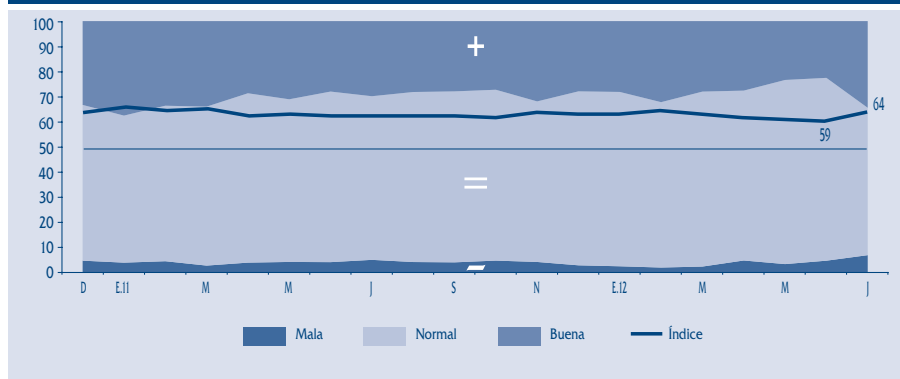
En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se registra una disminución para todos los plazos entre 3 y 17 puntos básicos respecto al cierre del segundo trimestre.

Cuadro 33
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	0,8	1,2	1,6
Dic.12	1,8	1,3	1,7
Mar.13	2,6	1,3	1,7
Abr.13	1,4	1,4	1,7
May.13	0,7	1,5	1,7
Jun.13	0,4	1,3	1,7
Jul.13	0,4	1,1	1,7
Ago.13	0,4	1,1	1,6
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.13-Jun.13	-3	-17	-3
Ago.13-Mar.13	-224	-21	-2
Ago.13-Dic.12	-141	-18	-1

La reducción de las tasas de interés activas para las empresas se ha reflejado en una mejora de la percepción de acceso al crédito en agosto en comparación a los meses previos.

Gráfico 76
¿CÓMO CONSIDERA U.D. LA ACTUAL SITUACIÓN DE ACCESO AL CRÉDITO DE SU EMPRESA?



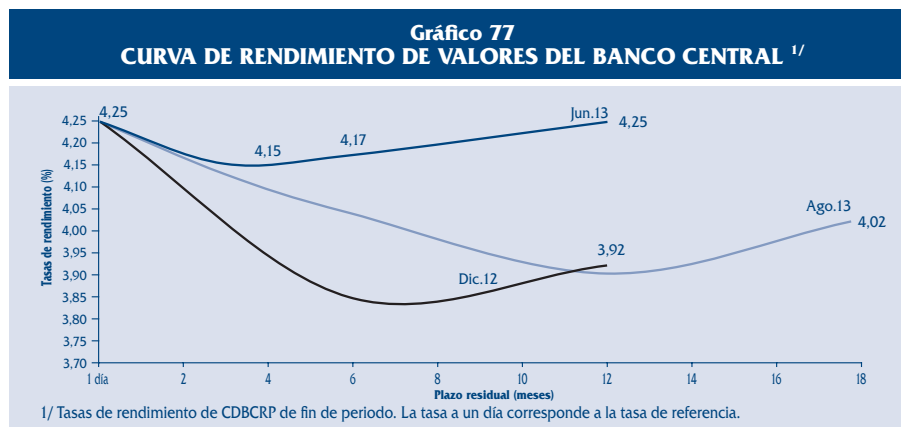
Operaciones monetarias

67. 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 menor disponibilidad de liquidez de la banca, principalmente en moneda nacional, producto de la mayor demanda por crédito en soles. Con este objetivo, se realizaron subastas de Repo a 1 día para inyectar liquidez a la banca; y se redujo el ritmo de colocación de certificados de depósito. Así, entre junio y agosto de 2013, el Banco Central dejó vencer en neto Certificados





de Depósitos (CDBCRP) por S/. 4 240 millones, principalmente en agosto (S/. 2 390 millones). La curva de rendimiento asociada a los CDBCRP continuó reflejando tasas de interés menores a la tasa de referencia, para los plazos de 6 a 18 meses.



Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del BCRP. Estos pasaron de representar el 20,0 por ciento de las Reservas Internacionales en junio, a 13,7 por ciento en agosto de 2013. Por su parte, la participación del encaje aumentó de 28,1 a 29,4 por ciento, principalmente por los mayores depósitos de la banca en moneda extranjera, que pasaron de 16,4 a 20,0 por ciento de las Reservas Internacionales. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización con una participación de 36,2 por ciento de los pasivos totales del BCRP.

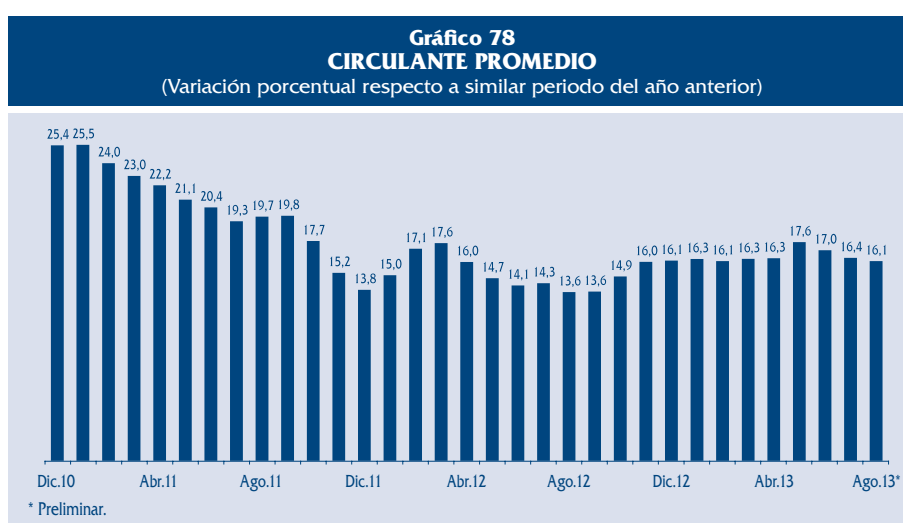
Cuadro 34
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Dic.12	Jun.13	Ago.13
I. Reservas Internacionales Netas	100%	100%	100%
	(US\$ 63 991 mills.)	(US\$ 66 683 mills.)	(US\$ 66 635 mills.)
Pasivos netos			
II. Depósitos totales del Sector Público	36,4%	36,7%	36,2%
En moneda nacional	23,6%	22,4%	21,0%
En moneda extranjera	12,8%	14,3%	15,2%
III. Depósitos totales por encaje	27,8%	28,1%	29,4%
En moneda nacional	12,1%	11,7%	9,4%
En moneda extranjera ^{1/}	15,7%	16,4%	20,0%
IV. Instrumentos del BCRP	17,7%	20,0%	13,7%
CD BCRP	12,3%	15,1%	12,3%
CDR BCRP	0,0%	1,3%	1,4%
Depósito a Plazo	5,5%	3,6%	0,0%
V. Circulante	19,0%	17,5%	17,5%
VI. Otros	-0,9%	-2,2%	3,2%

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

Circulante

68. El circulante promedio entre junio y agosto 2013, creció a un ritmo de 16,2 por ciento anual, en línea con la evolución de la actividad económica. Para el tercer y cuarto trimestre del 2013, se espera que el circulante crezca a una tasa similar a la observada en los trimestres previos, reflejando la evolución esperada de la actividad económica.



Encajes

69. Desde mediados de mayo, la Reserva Federal de Estados Unidos viene dando señales de un posible inicio de la reducción de su estímulo monetario a través de la disminución de su programa de compras de activos. Ello ha generado una mayor volatilidad financiera lo que ha afectado principalmente a las economías emergentes, mediante un debilitamiento generalizado de sus monedas, una menor demanda por activos en moneda doméstica, y una caída en las cotizaciones de las principales materias primas.

En el caso de la economía peruana, estas mayores expectativas de depreciación llevaron a los agentes económicos, principalmente domésticos, a una recomposición de su portafolio de activos netos, a fin de minimizar el riesgo cambiario. En consecuencia, se ha registrado una mayor preferencia por depósitos en dólares (el TOSE en moneda extranjera creció 5,3 por ciento en agosto y 4,1 por ciento en julio), y una mayor demanda por crédito en moneda nacional, que creció 1,9 por ciento en julio mientras que el crédito en moneda extranjera lo hizo en 0,5 por ciento en el mismo mes. Ante esta situación el Banco Central ha venido reduciendo los requerimientos de encaje en moneda nacional, a fin de preservar el dinamismo del mercado de crédito, y con ello favorecer el proceso de desdolarización financiera.





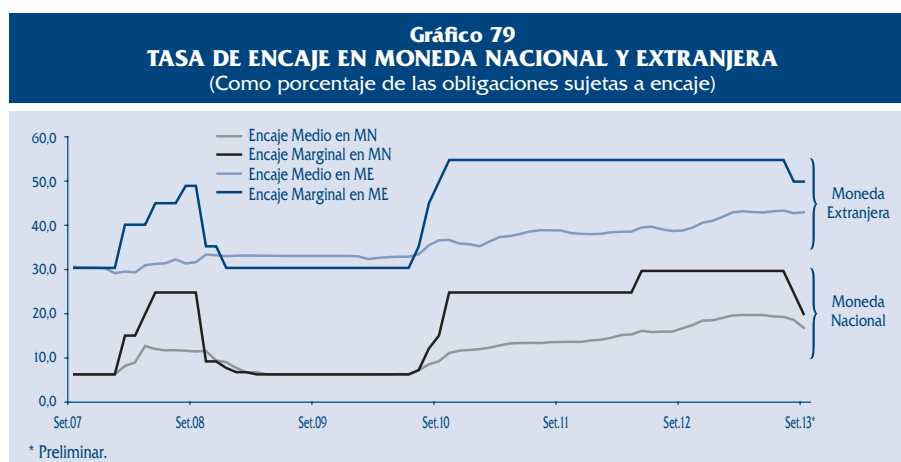
Así, con vigencia desde mayo 2013, el BCRP incrementó el límite de adeudados externos y bonos con plazo mayor a 3 años no sujetos a encaje de 2,2 a 2,3 veces el patrimonio efectivo con la finalidad de promover un adecuado nivel de fondeo e inducir a un mayor uso de financiamiento de largo plazo en soles por parte de la banca y con ello, favorecer el otorgamiento de crédito en soles de largo plazo.

Desde junio, con el objetivo de preservar las condiciones de financiamiento de las instituciones financieras en soles, el BCRP estableció un encaje medio máximo de 20 por ciento en moneda nacional lo que ha permitido proveer de liquidez al sistema financiero por cerca de S/. 500 millones de soles. Asimismo, con vigencia a partir de agosto, el BCRP redujo el encaje medio máximo en moneda nacional a 19 por ciento y el encaje marginal de 30 a 25 por ciento, lo que permitió liberar encaje alrededor de S/. 1 000 millones.

A partir de setiembre, el BCRP continuó con las políticas de liberación fondos de encaje en moneda nacional; así, redujo el encaje medio máximo de 19 a 17 por ciento y el encaje marginal de 25 a 20 por ciento en soles, lo que permite inyectar S/. 2 000 millones más al sistema financiero.

En moneda extranjera, con vigencia a partir de junio, se estableció un encaje medio máximo de 45 por ciento y se redujo el encaje marginal de 55 a 50 por ciento lo que permitió liberar fondos de encaje por US\$ 150 millones. Adicionalmente, se redujo la tasa de encaje para los adeudados y bonos de corto plazo de 60 a 50 por ciento, así como también la tasa de encaje de los adeudados destinados a comercio exterior de 25 a 20 por ciento y se amplió el límite de dicho adeudados sujetos a una menor tasa, lo que permitiría liberar fondos por US\$ 170 millones. Estas últimas medidas reducirían el costo del financiamiento externo de la banca.

Con estas medidas el encaje medio en moneda nacional disminuyó de 20,0 a 17,0 por ciento en setiembre. El encaje en moneda extranjera fue 43,4 por ciento en junio y se proyecta que se reduzca a 43,2 por ciento en setiembre.



Cabe precisar que el encaje contribuye a que las entidades financieras mantengan niveles adecuados de liquidez, promoviendo una evolución ordenada del crédito y reduciendo la vulnerabilidad del sistema financiero frente a posibles escenarios de salidas de capitales del exterior. Asimismo, en la medida que se reduce (aumenta) el costo de la intermediación financiera también contribuye a disminuir (aumentar) las tasas de interés de los créditos.

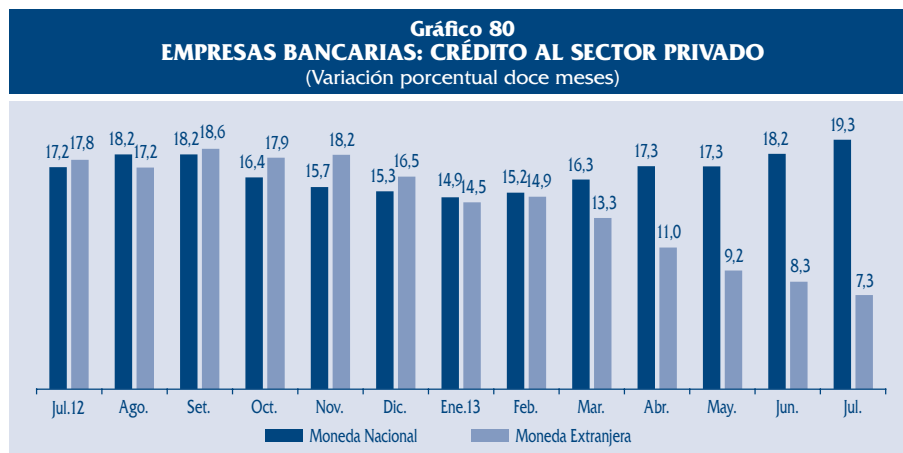
**Cuadro 35
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE**

	Tasa de encaje mínimo legal	Moneda nacional			Moneda extranjera			Adeudados externos Corto plazo
		Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	Régimen General			
					Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	
Ago.10	8%	12%			45%	0,10%		50%
Set.10	8,5%	15%			50%	0,20%		65%
Oct.10	9%	25%			55%	0,20%		75%
Nov.10	9%	25%			55%			75%
Dic.10	9%	25%			55%			75%
Ene.11	9%	25%			55%			60%
Feb.11	9%	25%	0,25%		55%	0,25%		60%
Mar.11	9%	25%	0,25%		55%	0,25%		60%
Abr.11	9%	25%	0,50%		55%	0,50%		60%
May.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Set.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Oct.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Nov.12	9%	30%	0,75%		55%	0,75%		60%
Ene.13	9%	30%	0,25%		55%	0,75%		60%
Feb.13	9%	30%	--		55%	1,00%		60%
Mar.13	9%	30%	--		55%	0,50%		60%
Abr.13	9%	30%	--		55%	0,25%		60%
May.13	9%	30%	--		55%	--		60%
Jun.13	9%	30%	--	20,0%	55%	--		60%
Jul.13	9%	30%	--	--	55%	--		60%
Ago.13	9%	25%	--	19,0%	50%	--	45,0%	50%
Set.13	9%	20%	--	17,0%	50%	--	--	50%

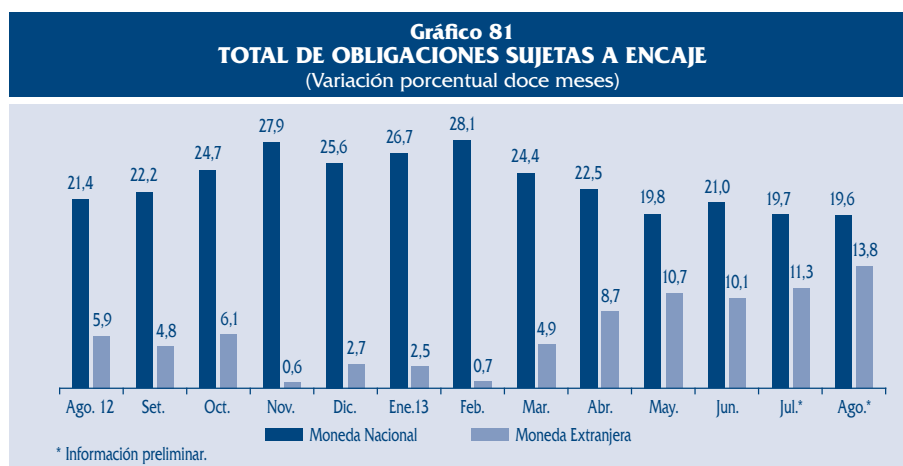
70. El actual contexto internacional asociado a un posible retiro gradual de las medidas de expansión cuantitativa (QE) por parte de la Reserva Federal de los EE.UU ha generado un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes y expectativas de fortalecimiento del dólar.

En el caso de la economía peruana, el fortalecimiento del dólar se ha reflejado en una mayor percepción de riesgo para tomar deudas en dólares, y asociado a ello se viene observando una mayor demanda por crédito en soles. Así, en los últimos meses el crecimiento del crédito en dólares al sector privado por parte de banca se ha desacelerado a 7,3 por ciento en julio versus 11,0 por ciento en abril; mientras que el crédito en soles ha venido acelerándose, pasando de 17,3 a 19,3 por ciento en el mismo periodo.





Asimismo, los agentes económicos han mostrado una mayor preferencia por ahorrar en dólares, particularmente las personas jurídicas. Es así que el total de obligaciones sujetas en encaje en dólares se ha venido acelerando desde marzo 2013 y al mismo tiempo se han venido desacelerando los depósitos en soles. La tasa de crecimiento anual del TOSE en soles se ha reducido de 28,1 por ciento en febrero 2013 a 19,6 por ciento en julio 2013; mientras que el TOSE en dólares ha aumentado desde febrero 2013.



En este escenario, el crédito en soles entre mayo y julio 2013 se incrementó en cerca de S/. 4 000 millones, en tanto que, la obligaciones internas lo hicieron en sólo S/. 800 millones. El crédito en dólares entre mayo y julio 2013 se incrementó cerca de US\$ 500 millones, en tanto que, las obligaciones internas en moneda extranjera aumentaron en US\$ 2 600 millones.

Con la finalidad de fomentar condiciones financieras domésticas estables, el BCRP ha actuado de manera preventiva proveyendo liquidez a las instituciones financieras. Desde mayo 2013 el BCRP ha establecido medidas de encaje que ha permitido inyectar liquidez al mercado por encima de los S/. 3 000 millones, y de esta manera mitigar los efectos de la menor disponibilidad de fondeo en soles en el crédito.

Es importante resaltar que con estas medidas el BCRP está creando las condiciones necesarias para un ritmo de expansión del crédito más sostenible, lo que contribuye a la estabilidad del sistema financiero y con ello a mantener la estabilidad monetaria.

Crédito al sector privado

71. En lo que va del tercer trimestre el crédito al sector privado en moneda nacional ha continuado acelerando su ritmo de crecimiento (en julio creció 18,3 por ciento comparado con una expansión de 15,9 por ciento en marzo y 16,0 por ciento en el 2012) lo que ha permitido compensar el menor crecimiento del crédito en dólares que se ha reducido de 11,7 por ciento en marzo a 6,2 por ciento en julio. El crecimiento del crédito en moneda nacional obedece a una mayor demanda tanto de los hogares como de las empresas, en respuesta al incremento de la percepción de riesgo del endeudamiento en dólares, y las recientes medidas de encaje asociadas a la expansión del crédito en dólares, que adoptó el BCRP. Un mayor ritmo de desdolarización del crédito es importante ya que fortalece al sistema financiero, reduciendo el riesgo asociado a los descalces cambiarios en la hoja de balance de los hogares y de las empresas.

Gráfico 82
RATIO DE CRÉDITO/PBI
(Porcentaje)

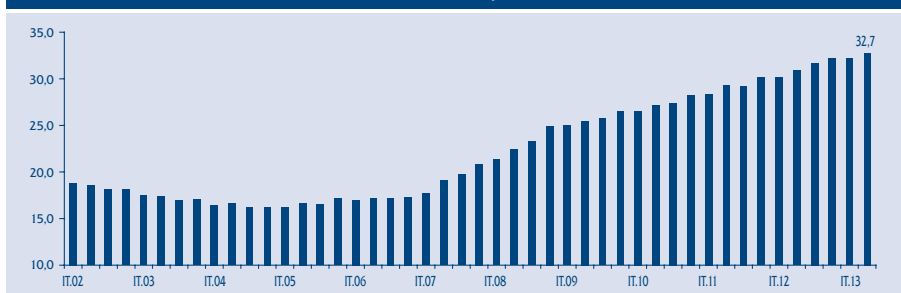
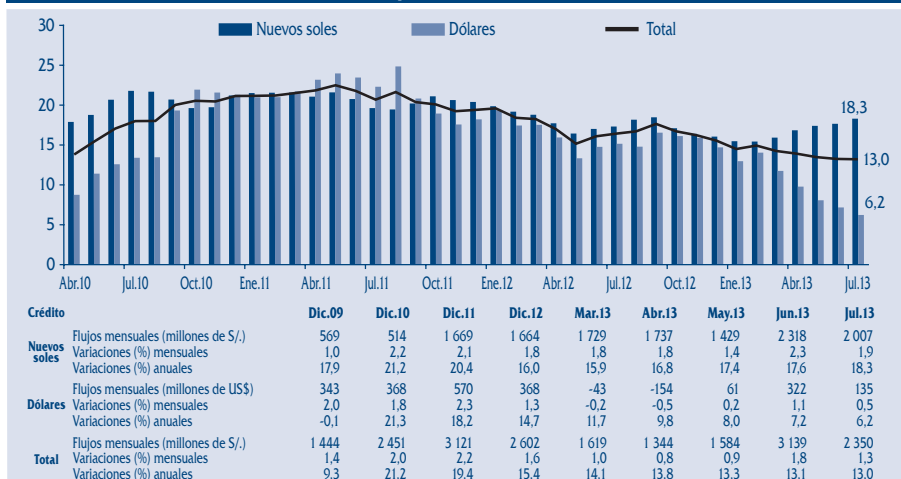


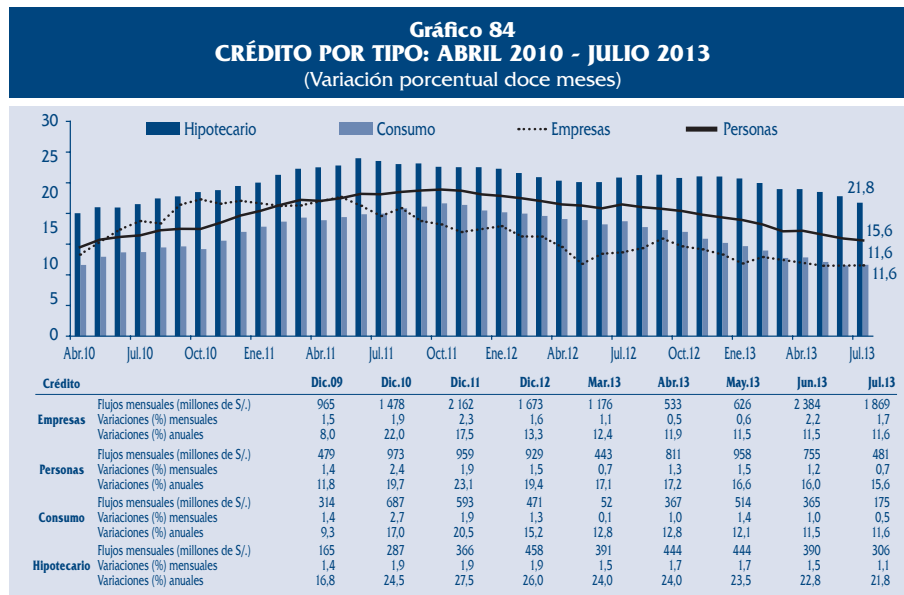
Gráfico 83
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual doce meses)



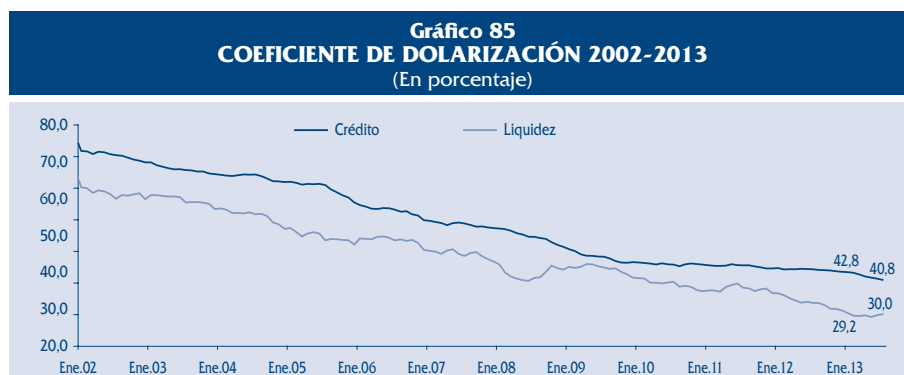


La mayor demanda de crédito en soles, en un entorno de mayor preferencia por depósitos en dólares, ha llevado a que los bancos reduzcan el nivel de sus activos líquidos en moneda nacional, principalmente CDBCRP y Depósitos a plazo en el BCRP, con el objetivo de satisfacer esta mayor demanda de crédito en soles. Las recientes medidas de reducción de encaje en moneda nacional que dispuso el BCRP desde inicios de mayo, están contribuyendo con este proceso de desdolarización del crédito.

Por tipo de colocación, también se ha observado un mayor ritmo de crecimiento del crédito en soles. Así, en el caso del crédito hipotecario creció 37,0 por ciento en soles y 4,7 por ciento en dólares con lo que su crecimiento agregado se mantiene en niveles por encima de 20 por ciento.



72. Esta evolución del crédito y sus componentes ha favorecido un proceso de desdolarización más rápido del crédito. Así, la dolarización del crédito pasó de 42,3 por ciento en marzo a 40,8 por ciento en julio; por el contrario la dolarización de la liquidez se incrementó ligeramente de 29,2 a 30,0 por ciento, entre marzo y julio.



Por tipo de crédito, el crédito hipotecario muestra un mayor ritmo de desdolarización, cuyo grado de dolarización pasó de 43,4 a 40,6 por ciento entre marzo y julio, mientras que en el caso del crédito a empresas este indicador pasó de 53,1 en marzo a 51,3 por ciento en julio.

Cuadro 36 COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/								
	Dic.12	Ene.13	Feb.13	Mar.13	Abr.13	May.13	Jun.13	Jul.13
Créditos a empresas	53,8	53,9	53,8	53,1	52,4	52,2	51,8	51,3
Créditos a personas	23,9	23,8	23,7	23,6	23,4	23,1	22,8	22,5
Créditos de consumo	9,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,7	9,6
Vehicular	76,5	76,8	77,0	76,9	76,8	76,6	76,9	76,5
Tarjetas de crédito	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,7	6,7
Créditos hipotecarios	44,8	44,3	43,9	43,4	42,7	41,9	41,3	40,6
TOTAL	43,0	42,9	42,8	42,3	41,7	41,4	41,2	40,8

1/ Incluye sucursales en el exterior.

El flujo del crédito por tipo contiene información adicional que confirma la aceleración del proceso de desdolarización del crédito al sector privado. Así, la dolarización del flujo anual del crédito corporativo y a grandes empresas se redujo de 100,0 a 35,4 por ciento entre diciembre 2012 y julio 2013. Similar comportamiento se observa en la dolarización del flujo anual del crédito hipotecario, esta se redujo de 33,4 a 10,2 por ciento entre diciembre 2012 y julio 2013. El flujo anual del crédito a medianas empresas también presenta un grado de dolarización significativamente menor; pasó de 61 a 45,2 por ciento entre diciembre 2012 y julio 2013.

Así, la dolarización del flujo anual del crédito a empresas se redujo de 55,2 por ciento en diciembre 2012 a 28,4 por ciento en julio 2013. Por su lado, la dolarización del flujo anual del crédito a personas se redujo de 23 por ciento en diciembre 2012 a 10,5 por ciento en julio 2013.

Cabe resaltar que los ratios de dolarización del flujo anual todavía son medidas con un alto componente inercial. El flujo de crédito a pequeña y microempresa acumulado entre diciembre 2012 y julio 2013 fue de S/. 719 millones en moneda nacional mientras que en moneda extranjera se registró un flujo negativo de US\$ 164 millones. Esto indicaría que la banca ha dejado de colocar créditos en moneda extranjera en este segmento, dejando vencer los ya existentes. Similar comportamiento se observa en el flujo acumulado del crédito hipotecario; este fue de S/. 2 554 millones en moneda nacional mientras que en moneda extranjera se registró un flujo negativo de US\$ 8 millones.





Cuadro 37
CRÉDITO POR SEGMENTOS, SEGÚN MONEDA

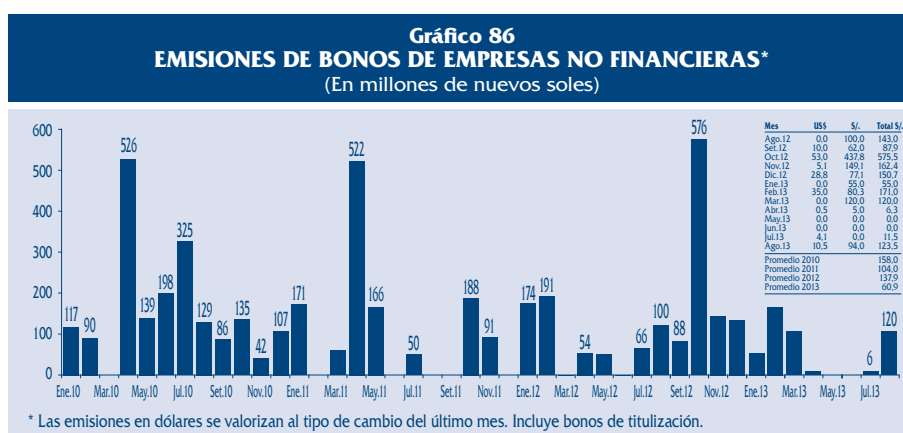
	Saldos en millones de Nuevos Soles			Flujos anuales			Flujo acumulado	Tasas de crecimiento (%)		
	Dic.12	Jun.13	Jul.13	Dic.12	Jun.13	Jul.13	Jul.13/Dic.12	Jun.13/Jun.12	Jul.13/Jul.12	Jul.13/Jun.13
Corporativo y gran empresa	48 632	51 255	53 492	3 771	4 910	5 401	4 861	10,6	11,2	4,4
M.N.	13 443	15 853	17 325	-191	2 546	3 489	3 883	19,1	25,2	9,3
M.E. (US\$ Millones)	13 800	13 883	14 183	1 554	927	750	384	7,2	5,6	2,2
Dolarización (%)	72,4	70,9	69,5	100,0	48,2	35,4	20,1			
Medianas empresas	27 991	29 467	29 099	4 475	4 060	3 978	1 108	16,0	15,8	-1,3
M.N.	9 637	10 787	10 727	1 744	2 418	2 179	1 090	28,9	25,5	-0,6
M.E. (US\$ Millones)	7 197	7 325	7 205	1 071	644	706	7	9,6	10,9	-1,6
Dolarización (%)	65,6	65,4	65,2	61,0	40,4	45,2	1,7			
Pequeña y microempresa	31 159	31 458	31 458	4 436	2 573	2 454	300	8,9	8,5	0,0
M.N.	26 715	27 394	27 434	4 125	2 944	2 810	719	12,0	11,4	0,1
M.E. (US\$ Millones)	1 743	1 594	1 578	122	-145	-140	-164	-8,4	-8,1	-1,0
Dolarización (%)	14,3	13,9	13,8	7,0	0,0	0,0	0,0			
TOTAL CRÉDITO A EMPRESAS	107 781	112 180	114 049	12 681	11 543	11 833	6 268	11,5	11,6	1,7
M.N.	49 795	54 034	55 486	5 678	7 907	8 478	5 691	17,1	18,0	2,7
M.E. (US\$ Millones)	22 740	22 803	22 966	2 746	1 426	1 316	226	6,7	6,1	0,7
Dolarización (%)	53,8	51,8	51,3	55,2	31,5	28,4	9,2			
Consumo	36 423	38 048	38 223	4 815	3 933	3 986	1 801	11,5	11,6	0,5
M.N.	32 893	34 364	34 538	4 237	3 444	3 552	1 645	11,1	11,5	0,5
M.E. (US\$ Millones)	1 384	1 445	1 445	227	192	170	61	15,3	13,3	0,0
Dolarización (%)	9,7	9,7	9,6	12,0	12,4	10,9	8,6			
Hipotecario	24 747	26 974	27 280	5 111	5 012	4 875	2 533	22,8	21,8	1,1
M.N.	13 662	15 836	16 217	3 402	4 266	4 377	2 554	36,9	37,0	2,4
M.E. (US\$ Millones)	4 347	4 368	4 339	670	292	195	-8	7,2	4,7	-0,7
Dolarización (%)	44,8	41,3	40,6	33,4	14,9	10,2	0,0			
Vehiculares	1 797	1 965	1 952	351	363	336	155	22,7	20,8	-0,7
M.N.	422	454	460	-34	0	20	37	0,1	4,5	1,3
M.E. (US\$ Millones)	539	593	585	151	142	124	46	31,6	26,9	-1,3
Dolarización (%)	76,5	76,9	76,5	100,0	99,9	94,1	76,0			
TOTAL CRÉDITO A PERSONAS	61 169	65 022	65 503	9 926	8 945	8 861	4 334	16,0	15,6	0,7
M.N.	46 555	50 200	50 755	7 638	7 710	7 929	4 200	18,1	18,5	1,1
M.E. (US\$ Millones)	5 731	5 813	5 784	897	484	366	53	9,1	6,7	-0,5
Dolarización (%)	23,9	22,8	22,5	23,0	13,8	10,5	3,1			
TOTAL	168 950	177 203	179 553	22 607	20 488	20 694	10 602	13,1	13,0	1,3
M.N.	96 350	104 234	106 240	13 316	15 618	16 407	9 891	17,6	18,3	1,9
M.E. (US\$ Millones)	28 471	28 615	28 750	3 644	1 910	1 681	279	7,2	6,2	0,5
Dolarización (%)	43,0	41,2	40,8	41,1	23,8	20,7	6,7			
Memo:										
Comercio exterior	9 260	9 919	10 133	876	1 460	711	874	17,3	7,5	2,2
M.N.	342	430	578	-16	95	182	236	28,4	46,0	34,5
M.E. (US\$ Millones)	3 497	3 721	3 747	350	535	207	250	16,8	5,9	0,7
Dolarización (%)	96,3	95,7	94,3	100,0	93,5	74,4	73,0			
Resto de crédito a empresas	98 521	102 261	103 916	11 806	10 083	11 122	5 395	10,9	12,0	1,6
M.N.	49 452	53 604	54 907	5 694	7 812	8 296	5 455	17,1	17,8	2,4
M.E. (US\$ Millones)	19 243	19 081	19 219	2 397	890	1 108	-24	4,9	6,1	0,7
Dolarización (%)	49,8	47,6	47,2	51,8	22,5	25,4	0,0			

Cabe precisar que el mayor ritmo de desdolarización del crédito responde tanto a factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, hay menores incentivos de las instituciones financieras para otorgar créditos en moneda extranjera. El BCRP estableció en febrero 2013 un encaje adicional para las entidades financieras cuyo crédito en dólares a personas naturales se expanda rápidamente. Además, el reciente incremento del monto de adeudados y bonos en moneda nacional que los bancos pueden emitir no sujetos a encaje, les permite captar fondos en soles a largo plazo a un menor costo.

Por el lado de la demanda, existen mejores hábitos de endeudamiento de parte de las familias que prefieren endeudarse en la moneda en que reciben sus ingresos. En este sentido, cabe recordar que el ritmo de crecimiento de los préstamos hipotecarios en moneda nacional viene superando al de dólares desde mediados del año pasado.

Mercado de Capitales

73. Luego de haberse observado una reducción en los montos de las emisiones de bonos de las empresas no financieras en el mercado de capitales local hasta junio, en lo que va del tercer trimestre se ha observado una recuperación hasta alcanzar los niveles promedios de emisión de marzo de 2013 (S/. 123 millones). En agosto se registraron colocaciones de bonos por parte de las empresas no financieras por S/. 124 millones, en tanto que las empresas del sector financiero colocaron valores por S/. 142 millones.



El mayor dinamismo de las emisiones de bonos en el mercado local en el último trimestre contrasta con la evolución observada en las emisiones de bonos por parte de empresas no financieras en el mercado internacional. Así, hasta abril de 2013 se han emitido US\$ 3 555 millones en valores del sector no financiero US\$ 2 016 millones en instrumentos de empresas financieras, y no se han observado nuevas emisiones desde entonces.





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 38
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		

Las tasas de rendimiento en los mercados de bonos soberanos continuaron la tendencia al alza observada desde mediados de mayo, en línea con la evolución del rendimiento de los bonos del tesoro americano que se incrementó en 109 puntos básicos para el plazo de 10 años y de la mayor prima por riesgo país. Así, entre abril y agosto las tasas de rendimiento de los bonos soberanos se incrementaron en promedio 200 puntos básicos, en un contexto de mayor oferta de inversionistas no residentes y AFPs. 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.

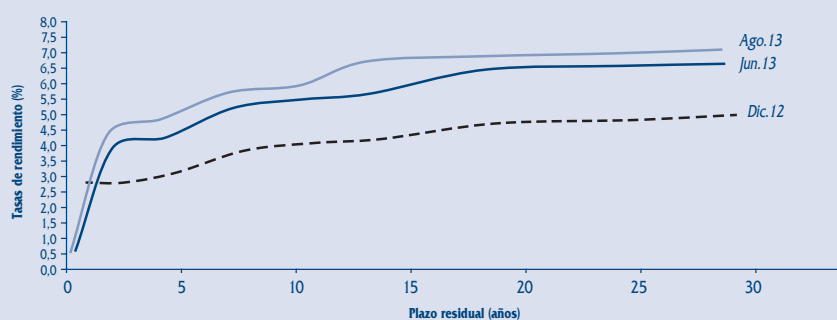
El rendimiento de los bonos soberanos PERU 2037 aumentó en 212 puntos básicos de abril a agosto de 2013, mientras que el rendimiento de los bonos globales PERU 2037 se incrementó en 162 puntos básicos en el mismo periodo.

Cuadro 39
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)	Ago.13 (1)	Variación (En puntos básicos)	
				Ago.13 / Abr.13 (1)-(2)	Ago.13 / Dic.12 (1)-(3)
Bonos Soberanos (S/.)					
PERU 2013	2,70	1,40	3,21	181	51
PERU 2015	2,71	1,70	4,00	230	129
PERU 2017	3,05	2,80	4,85	205	180
PERU 2020	3,80	3,87	5,70	183	190
PERU 2023	4,09	4,13	5,96	183	187
PERU 2026	4,24	4,28	6,05	177	181
PERU 2031	4,79	4,83	7,00	217	221
PERU 2037	4,90	4,92	7,04	212	214
PERU 2042	5,10	5,04	7,15	211	205
Bonos Globales (US\$)					
PERU 2015	0,82	0,19	0,71	52	-11
PERU 2016	1,10	1,07	2,25	118	115
PERU 2019	1,84	1,76	3,22	147	138
PERU 2025	3,00	3,06	4,64	159	165
PERU 2033	3,64	3,75	5,52	177	188
PERU 2037	3,70	3,97	5,59	162	189
Bonos del Tesoro Americano					
Bono a 2 años	0,25	0,21	0,40	19	15
Bono a 3 años	0,35	0,31	0,77	46	42
Bono a 5 años	0,71	0,68	1,61	94	90
Bono a 10 años	1,70	1,67	2,76	109	106
Bono a 30 años	2,87	2,88	3,72	84	85

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 87
MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO ^{1/}

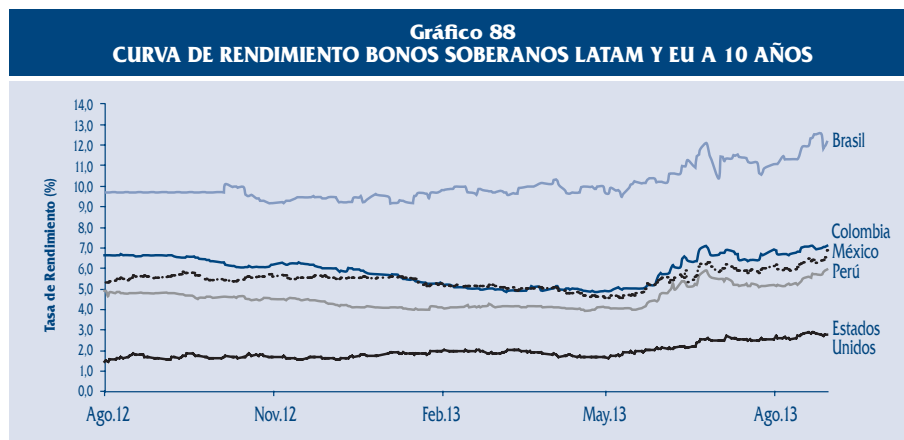


^{1/} Tasas de rendimiento negociadas al cierre de cada mes.

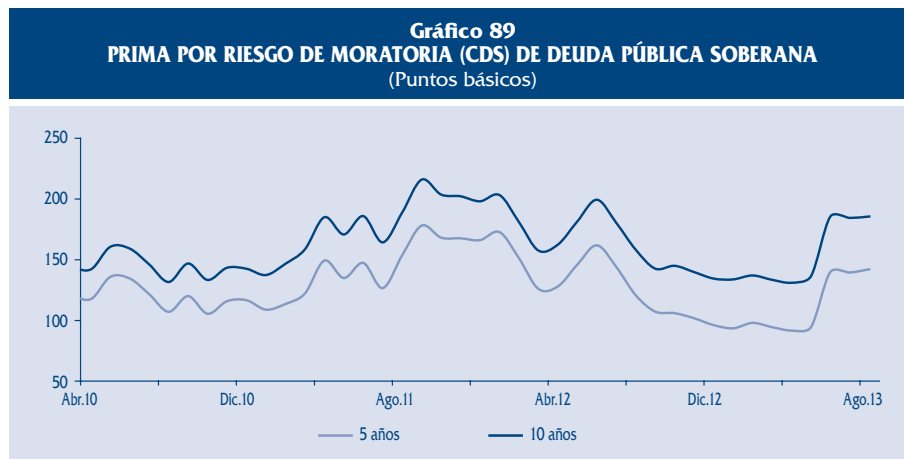




Cabe precisar que el rendimiento de los Bonos del Tesoro peruano es uno de los más bajos de la región, y también uno de los que ha experimentado menor incremento durante el periodo reciente de mayor volatilidad. Así, el rendimiento del bono peruano a 10 años se incrementó en 187 puntos básicos, mientras que en el caso de los Bonos Soberanos de Brasil, Colombia y México los aumentos fueron de 246, 218 y 229 puntos básicos, respectivamente. A pesar del incremento observado recientemente, los niveles de los rendimientos de estos bonos son similares a los registrados a mediados de 2011.



74. Desde mayo 2013, los *spreads* de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años, medidos por la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés), presentaron una tendencia ascendente que ha tendido a estabilizarse en el último mes. Así, entre junio y agosto el CDS a 5 años se incrementó en 2 puntos básicos y el CDS a 10 años se mantuvo estable, mientras que desde fines de abril este indicador se ha incrementado en 56 puntos básicos.



Sin embargo, este aumento en el rendimiento de los bonos soberanos no se ha producido por una venta de los inversionistas no residentes. Al contrario, la tenencia de bonos soberanos por no residentes pasó de S/. 19 507 millones en junio 2013 a S/. 19 942 millones en agosto.



75. Las administradoras de fondos de pensiones incrementaron sus inversiones en el exterior en US\$ 1 743 millones respecto al cierre del primer trimestre y en US\$ 4 895 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 35,1 por ciento en junio 2013 y a 34,4 por ciento en julio. El resto de sus inversiones en dólares aumentaron en US\$ 980 millones entre junio y julio de 2013. 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 40
CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS
POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP
(Millones de nuevos soles)

	Dic.11		Dic.12		Jul.13	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES DOMÉSTICAS	58 185	71,1	68 055	70,3	64 447	66,4
1. Gobierno	13 915	17,0	16 939	17,5	14 643	15,1
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP (1)	886	1,1	2 830	2,9	3 087	3,2
Bonos del Gobierno Central	13 029	15,9	14 109	14,6	11 557	11,9
2. Sistema Financiero	14 333	17,5	16 268	16,8	19 696	20,3
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	5 294	6,5	5 572	5,8	4 034	4,2
3. Empresas no Financieras	23 175	28,3	26 058	26,9	20 911	21,6
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	16 881	20,6	19 272	19,9	14 469	14,9
4. Administradoras de Fondos	3 000	3,7	3 680	3,8	3 871	4,0
5. Sociedades Titulizadoras	3 763	4,6	5 111	5,3	5 325	5,5
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	23 437	28,6	28 512	29,4	33 408	34,4
1. Gobierno	949	1,2	1 705	1,8	1 335	1,4
2. Sistema Financiero	2 738	3,3	2 640	2,7	3 359	3,5
3. Empresas no Financieras	8 220	10,0	6 249	6,5	5 757	5,9
4. Administradoras de Fondos	11 529	14,1	17 918	18,5	22 957	23,7
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	-	-	-	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	260	0,3	286	0,3	(837)	-0,9
TOTAL	81 881	100,0	96 853	100,0	97 017	100,0
Inv. en el Exterior / Cartera Administrada	28,6%		29,4%		34,4%	

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





Cuadro 41
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	12 872	16 714
May.13	12 715	16 843
Jun.13	12 093	16 565
Jul.13	11 965	17 418

76. En el mercado de renta variable, el IGBVL de agosto se incrementó en 7,5 por ciento respecto a junio, en línea con los principales índices mundiales. A nivel sectorial, el escenario internacional adverso afectó principalmente a las empresas agrarias y bancarias. Por el contrario, las acciones del sector minero, industriales y servicios se incrementaron en el último trimestre, siguiendo la recuperación de los precios internacionales del cobre, oro y plata que se incrementaron desde fines de junio en 6,8, 18,1 y 22,9 por ciento, respectivamente.

Gráfico 91
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA
(02 Enero 2012=100)



Mercado Inmobiliario

77. En el primer trimestre del año, los precios por metro cuadrado de los cinco distritos de la muestra, en soles constantes, aumentaron 10,5 por ciento respecto al segundo trimestre de 2012 y 8,5 por ciento respecto al trimestre 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).

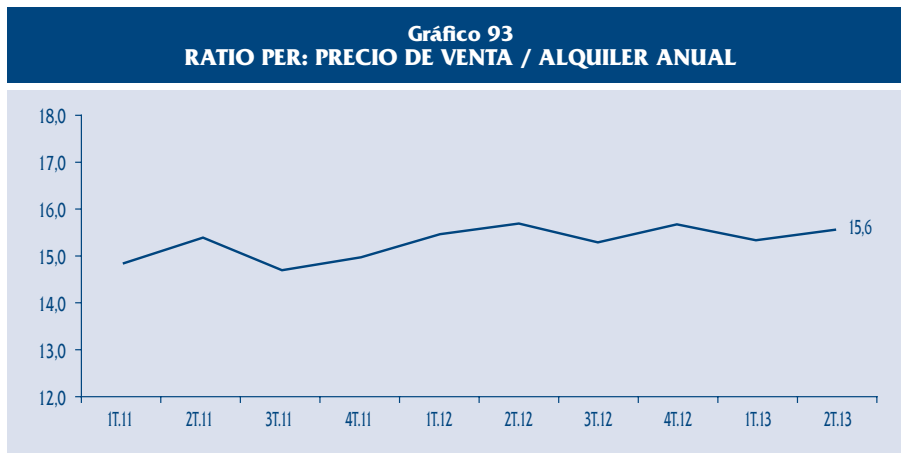
El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés), que muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de la adquisición, ha mostrado una evolución estable entre un valor de 15 y 16 en los últimos años, manteniéndose en los rangos considerados como normales, de acuerdo con los criterios considerados en el Global Property Guide.

Cuadro 42
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M²

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

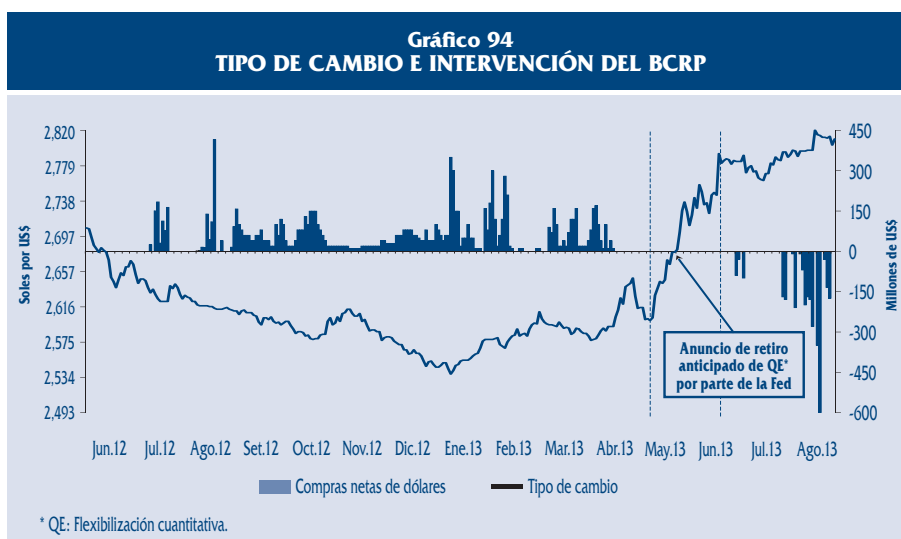
1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta de cada distrito y alquileres de las zonas. El Global Property Guide califica el mercado inmobiliario de acuerdo al índice PER en Precio subvaluado (5,0-12,5), Precio normal (12,5-25,0) y Precio sobrevaluado (25,0-50,0).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





Tipo de cambio

78. A partir de junio se ha observado una moderación en la tendencia depreciatoria del Nuevo Sol. Así, en lo que va del tercer trimestre el Sol se ha depreciado en 1,04 por ciento, menor a la depreciación de 7,33 por ciento registrada en el segundo trimestre. Con ello la moneda local se ha depreciado 10,11 por ciento en lo que va del año. Esta evolución está en línea con el debilitamiento observado de las monedas de las economías emergentes respecto al dólar desde abril, ante las expectativas del inicio de la reducción de las medidas de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, la divisa peruana es la que menos se ha depreciado en comparación a otras monedas de economías emergentes como: Brasil (17,9 por ciento), México (9,6 por ciento), Chile (8,3 por ciento), Turquía (13,2 por ciento), India (24,0 por ciento), entre otros.



Bajo este contexto, el Banco Central de Reserva ha intervenido en el mercado cambiario a partir del 24 de mayo, fecha en se elevó la volatilidad financiera internacional ante el anuncio de la Fed de que podría iniciar en setiembre de 2013 la reducción del estímulo monetario. En primer lugar, el BCRP intervino mediante la colocación de certificados de depósitos reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) por un monto de US\$ 1 772 millones entre mayo y agosto. A partir de julio, el Banco Central empezó, además, a intervenir mediante la venta directa de dólares en el mercado cambiario, cuyo monto asciende a US\$ 2 990 millones, en similar periodo.

Cabe precisar que la presión al alza en el tipo de cambio se produjo principalmente por una recomposición del portafolio de los agentes domésticos (fondos de pensiones, banca y empresas corporativas), a fin de minimizar los riesgos asociados a una mayor depreciación del Nuevo Sol. Así, entre mayo y agosto la demanda de dólares provino de las AFPs (US\$ 2 177 millones), privados (US\$ 1 482 millones) y la banca (US\$ 292 millones), principalmente.

La depreciación del sol ha tenido un impacto negativo en las utilidades del sector empresarial especialmente en aquellas vinculadas al comercio y manufactura. Se estima que las pérdidas cambiarias por efecto de la depreciación alcanzaron los S/. 1,5 mil millones durante el primer semestre del año. Este resultado, calculado en base a las empresas que cotizan en bolsa, señala que la depreciación explicaría alrededor del 55 por ciento de las menores utilidades obtenidas por las empresas en este periodo.

Cuadro 43
DIFERENCIAS DE CAMBIO: PRIMER SEMESTRE
(Millones de Nuevos Soles)

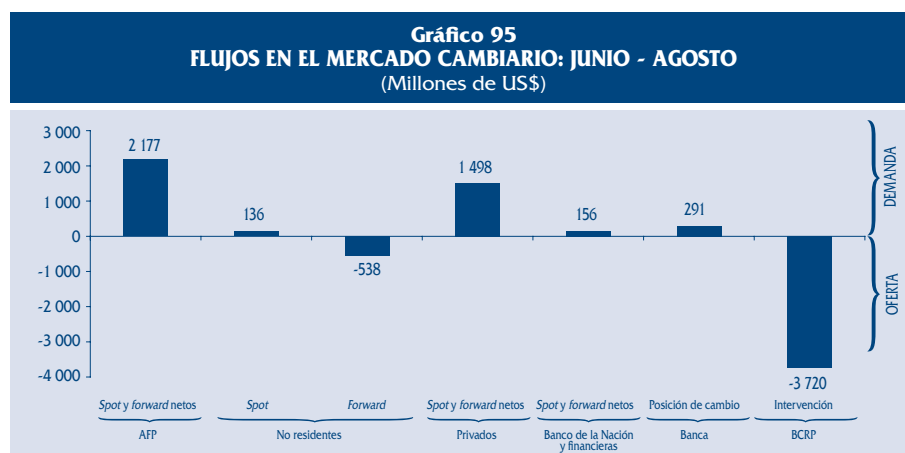
	2012	2013
Agricultura y Pesca	2	-66
Minería e hidrocarburos	-31	-212
Manufactura	56	-643
Electricidad y agua	125	-16
Construcción	2	-4
Comercio	15	-340
Servicios	26	-146
TOTAL	194	-1 426
Utilidades netas	8 315	5 798

Fuente: Economática.

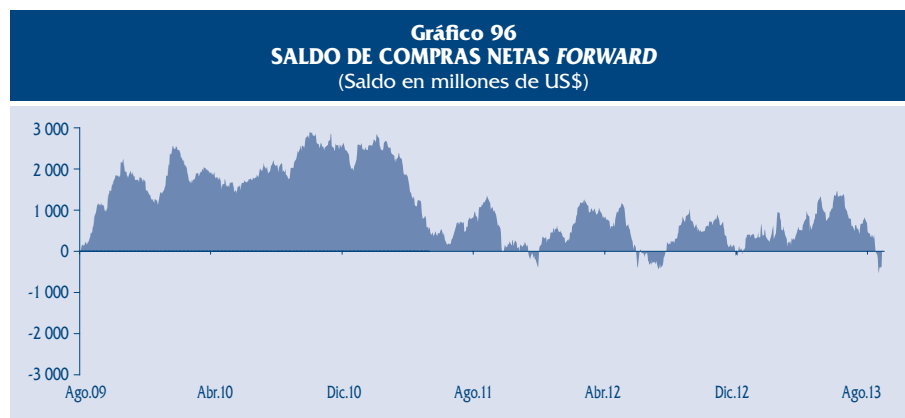




En este periodo, se ha observado un incremento en la tenencia de Bonos del Tesoro Peruano por parte de agentes no residentes de S/. 251 millones desde abril, así como una acumulación de depósitos overnight promedio en dólares de los bancos de hasta US\$ 1 996 millones y tasas de interés en dólares que se han reducido a sus niveles mínimos. Todo ello refleja excedentes de liquidez en dólares de la banca, situación que no es consistente con un escenario de salida de capitales.



En el mercado *forward*, las compras netas de dólares registraron una importante disminución, el saldo pactado al cierre de agosto fue menor en US\$ 793 millones respecto al cierre del segundo trimestre. Esta evolución refleja las mayores expectativas de depreciación.



79. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos revirtieron sus expectativas ante la incertidumbre sobre la situación de la economía global y la posibilidad del inicio de la reducción del estímulo monetario en Estados Unidos.

Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Nuevos Soles por US\$)

	Expectativas del:		
	RI Mar.13	RI Jun.13	RI Set.13*
Sistema Financiero			
2013	2,50	2,56	2,80
2014	2,45	2,54	2,80
2015	--	2,55	2,82
Analistas Económicos			
2013	2,50	2,55	2,80
2014	2,45	2,55	2,85
2015	--	2,50	2,85
Empresas No Financieras			
2013	2,55	2,60	2,80
2014	2,55	2,60	2,82
2015	--	2,63	2,90
Promedio			
2013	2,52	2,57	2,80
2014	2,48	2,56	2,82
2015	--	2,56	2,86

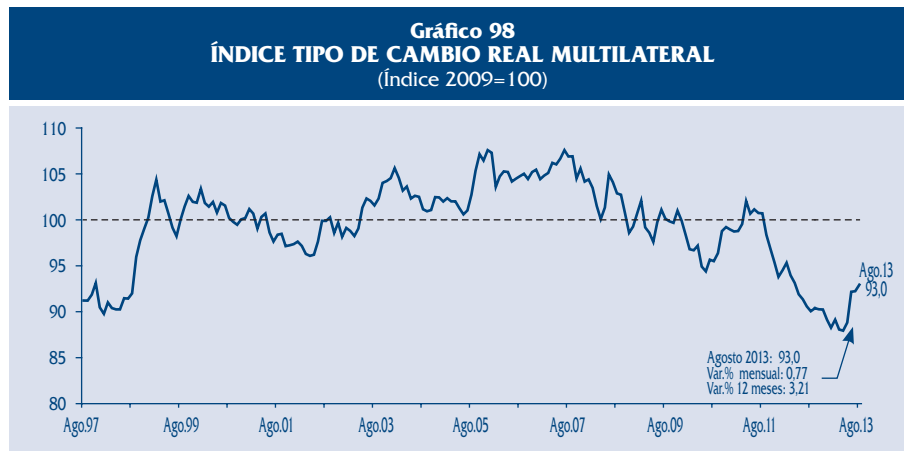
* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2013.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 97
EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO PARA EL PRÓXIMO AÑO*
(Nuevos soles por US\$)



80. El índice de tipo de cambio real multilateral entre junio y agosto de 2013 pasó de 92,2 a 93,0, lo que representó una depreciación real de 0,83 por ciento en el periodo. Esta depreciación real corresponde a un incremento del tipo de cambio nominal respecto a una canasta de monedas de 1,50 por ciento en el periodo, parcialmente compensado por un mayor diferencial de inflación. Desde abril, el tipo de cambio real se ha depreciado en 5,7 por ciento.



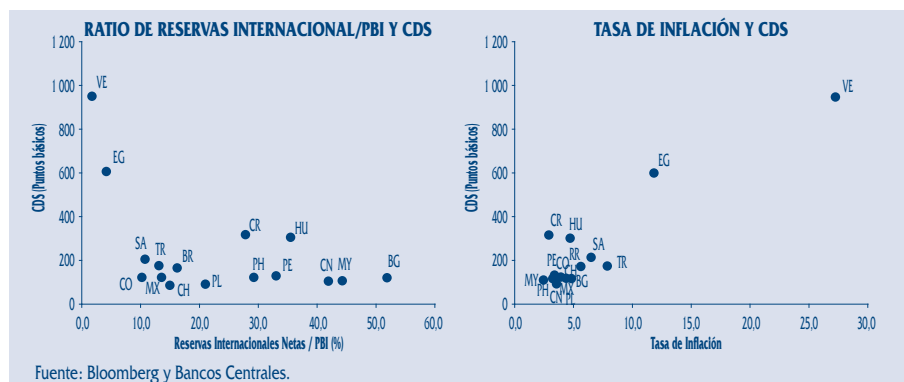


Recuadro 2

LOS FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS Y EL RIESGO SOBERANO

El riesgo soberano de países emergentes experimentó desde mayo un episodio de turbulencia, motivado principalmente por los mayores rendimientos observados en los mercados globales de bonos ante la posibilidad del inicio del retiro del programa de flexibilización cuantitativa por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Sin embargo, el impacto en cada economía ha sido diferenciado, siendo menor en aquellas economías con mejores fundamentos macroeconómicos.

El gráfico que se muestra a continuación ilustra este punto usando datos de CDS para el último episodio de turbulencia (de Mayo a Julio) e inflación promedio para una serie de EMEs. Se puede observar que los rendimientos se incrementaron en mayor medida para economías con alto nivel de inflación: aquellas que tenían menos espacio para responder al choque con herramientas de política monetaria. Un argumento similar puede construirse usando el ratio de reservas internacionales sobre PBI; mayores reservas incrementan la capacidad de respuesta de la autoridad monetaria ante salidas importantes de capital.

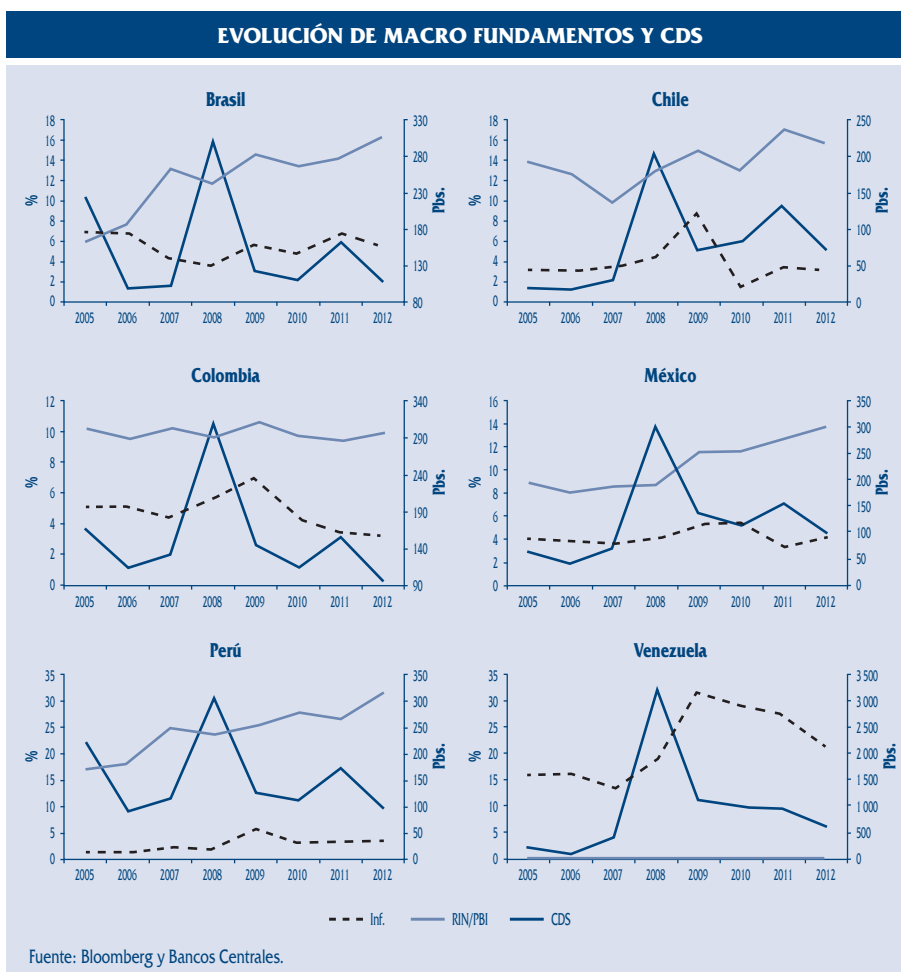


Asimismo, analizando la evolución de las variables mencionadas para datos de fin de periodo entre el 2005 y 2012 para países de la región, se vuelve a observar la relación directa un alto ratio de reservas y

la relación indirecta con tasas de inflación, siendo la misma más clara para aquellos periodos previos a la crisis financiera subprime (2008-2009).

Estos resultados, son consistentes con aquellos reportados por Aizenmann, Jinjark y Park (2013), quienes concluyen que factores externos fueron preponderantes en la determinación del riesgo soberano antes de la crisis pero los factores internos asociados con la capacidad para acomodar choques adversos, como el ratio de deuda externa sobre PBI y la inflación, ganaron importancia durante y después de la crisis financiera global reciente.

Los canales a través de los cuales un incremento del riesgo soberano puede afectar a la economía son diversos, y dependen en gran medida de las propias características de cada economía, como la importancia de los mercados de deuda pública, la solidez de las cuentas fiscales y el nivel de reservas internacionales. En el caso del Perú, debido a que el sistema financiero es dolarizado, los canales con mayor impacto potencial en la economía, están relacionados con una potencial salida de capitales o un cambio repentino de portafolio de inversionistas domésticos, que podría generar una fuerte depreciación de la moneda local, con potenciales efectos negativos sobre la posición financiera de las empresas y familias que mantienen descalces cambiarios.





Sin embargo, el elevado nivel de reservas internacionales que ha acumulado el BCRP, juntamente con las medidas prudenciales, como encajes a los pasivos de corto plazo de la banca, o al crecimiento muy rápido del crédito en dólares a personas naturales, han incrementado tanto la capacidad de respuesta del BCRP frente a estos choques como la resistencia del sistema financiero a los mismos. Las reservas internacionales permiten al BCR intervenir en el mercado cambiario para aminorar la volatilidad del tipo de cambio ante episodios de turbulencia y con ello permitir una transición suave hacia un equilibrio con menores flujos de capitales. A agosto 2013, el nivel de reservas internacionales alcanza US\$ 68 mil millones, alrededor de 32 por ciento del PBI.

Recuadro 3 DOLARIZACIÓN DE CONTRATOS CON PROVEEDORES

Durante los últimos años, la evidencia empírica muestra una progresiva reducción en el grado de dolarización financiera (de 82 por ciento en 1999 a 43 por ciento actualmente), así como también en el uso de la moneda extranjera de ciertas operaciones (dolarización real y de pagos). No obstante, en el campo de las transacciones comerciales, muchas operaciones siguen denominándose y cancelándose en moneda extranjera, lo que impone costos adicionales al consumidor intermedio (que deberá adquirir la moneda extranjera para cancelar su obligación), afecta la eficiencia de la política monetaria y genera mayor vulnerabilidad macroeconómica.

En gran medida la dolarización de las transacciones de las empresas con sus proveedores refleja inercia por decisiones del pasado y problemas de coordinación para cambiar este modo de operar de manera simultánea.

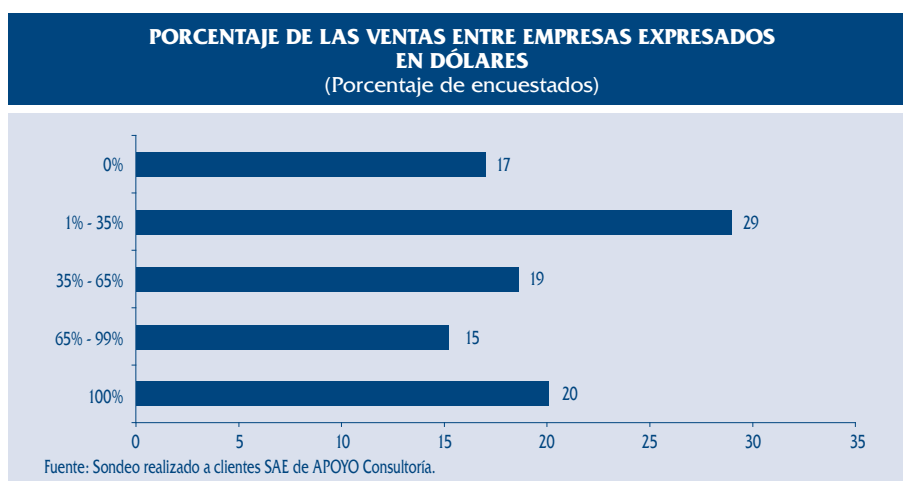
De acuerdo a la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP realizada en diciembre de 2012 el 58 por ciento del valor de los insumos están denominados en moneda extranjera. Existe una alta heterogeneidad entre sectores pues este porcentaje varía de acuerdo al sector económico al que pertenezca la empresa. Los sectores comercio y minería presentan los mayores porcentajes de insumos valorados en dólares (80 y 75 por ciento respectivamente). Del mismo modo, el porcentaje de insumos pagados en dólares presenta un comportamiento similar.

VALORIZACIÓN Y PAGO DE INSUMOS EN MONEDA EXTRANJERA (Porcentaje promedio)		
Sector	Insumos valorados en US\$ (%)	Insumos pagados en US\$ (%)
Agropecuario	40	40
Pesca	74	66
Minería e Hidrocarburos	75	67
Manufactura	64	64
Electricidad, agua y gas	48	42
Construcción	38	30
Comercio	80	77
Servicios	45	46
Total	58	54

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP diciembre 2012.

La significativa dolarización de transacciones a nivel de relaciones de consumo intermedio sugiere que la difusión de precios en moneda nacional y el poder de mercado del comprador para fijar los pagos en moneda nacional son limitados en las transacciones comerciales entre empresas.

Este comportamiento de las empresas refleja fundamentalmente inercia y problemas de coordinación. De acuerdo al sondeo SAE de Apoyo Consultoría de marzo de 2013, el 54 por ciento de las empresas encuestadas refiere que el porcentaje de sus ventas a otras empresas expresadas en dólares es superior al 35 por ciento.



Entre las principales razones por las que las ventas locales de las empresas están expresadas en dólares se tiene:

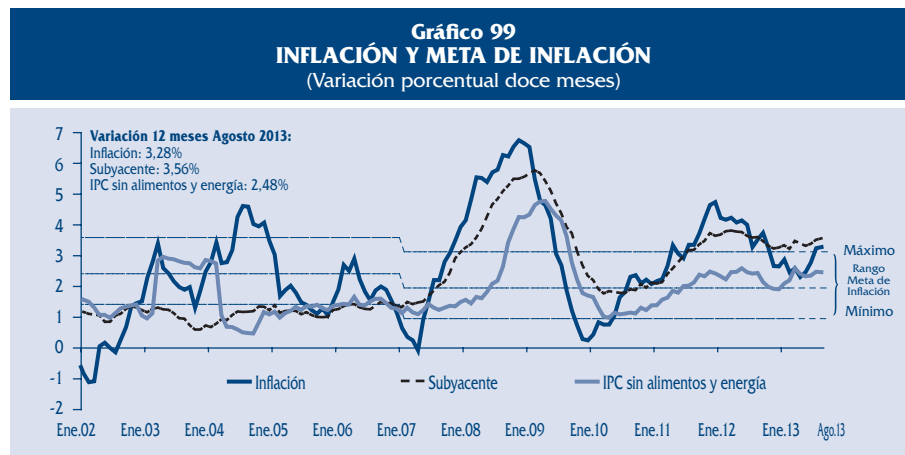
- 1) Costo de transacción para cambiar los términos de los contratos entre las empresas y sus proveedores.
- 2) Inercia o costumbre. La habitualidad en transar en dólares se puede explicar también por los costos de aprendizaje que involucrarían pasar a operar con otra moneda.
- 3) Dolarización financiera. La deuda en moneda extranjera lleva a que las transacciones entre empresas se hagan también en dólares.





VI. Inflación

81. La tasa de inflación de los últimos doce meses aumentó de 2,65 por ciento en diciembre 2012 a 3,28 por ciento en agosto. Los factores determinantes en este resultado fueron choques de ofertas interna, que implicaron alzas en los precios de alimentos no subyacentes tales como pescado, pollo y papa, aumento de precios administrados (electricidad y gasolina), depreciación del nuevo sol (compra de vehículos y alquiler de vivienda) y aumentos en algunos servicios subyacentes como comidas fuera del hogar y educación.



82. La inflación en el periodo enero–agosto fue 2,8 por ciento mayor a la registrada en el mismo periodo en el año 2012 (2,1 por ciento). La mayor inflación acumulada (diferencia de 0,62 puntos porcentuales) se explica por choques de oferta interna relacionados con factores climáticos. Los aumentos en los precios de pescado (46,6 por ciento versus -2,7 por ciento en enero–agosto 2012), pollo (1,7 versus -2,7 en enero- agosto 2012) y papa (17,0 por ciento versus -0,7 por ciento en enero- agosto 2012) contribuyen con 0,65 puntos porcentuales de la diferencia.

Cuadro 45
INFLACIÓN ENERO - AGOSTO 2013
(Variación porcentual acumulada)

	Peso	2012 Ene.-Ago.	2013 Ene.-Jun.	2013 Jul.-Ago.	2013 Ene.-Ago.	Contribución ponderada a la diferencia entre Ene.-Ago. 2013 y Ene.-Ago.2012
INFLACIÓN	100,0	2,1	1,7	1,1	2,8	0,62
Choques de oferta interna	4,5	-2,3	3,2	7,8	11,3	0,65
Pescado fresco y congelado	0,7	-2,7	27,0	15,4	46,6	0,34
Carne de pollo	3,0	-2,7	2,0	-0,3	1,7	0,13
Papa	0,9	-0,9	-9,4	29,1	17,0	0,18
Resto	95,5	2,4	1,6	0,8	2,4	-0,03

83. La tasa anual de inflación subyacente, que excluye del cálculo del IPC los rubros de más alta volatilidad de precios, fue 3,6 por ciento al mes de agosto, tasa mayor a la de diciembre (3,3 por ciento). La inflación sin alimentos y energía pasó de 1,9 por ciento en diciembre a 2,5 por ciento en agosto, reflejando las alzas en los precios de los servicios, principalmente de comidas fuera del hogar y educación.
84. El componente no subyacente de la inflación, aumentó de una tasa anual de 1,5 por ciento en diciembre 2012 a 2,8 por ciento en agosto de 2013. Se registró un aumento en los precios de la gasolina, que pasó de -5,0 por ciento en diciembre de 2012 a 4,7 por ciento en agosto de 2013.

Cuadro 46
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2013
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-Ago.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	3,78	4,87	0,41	2,74	2,61
Alimentos	3,0	0,76	9,59	1,99	0,02	0,83
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	4,64	4,12
Aparatos electrodomésticos	1,3	-0,58	-1,13	-2,44	-0,98	-1,73
Otros	3,7	1,20	0,83	1,73	4,65	4,23
II. IPC INTERNO	89,2	1,87	4,72	2,92	2,77	3,36
III. IPC	100,0	2,08	4,74	2,65	2,76	3,28
Tipo de cambio		-2,15	-4,24	-4,80	9,15	7,11
Importado no alimentos	6,7	4,93	3,15	-0,20	3,82	3,31
Doméstico alimentos y bebidas	42,1	2,55	7,83	4,23	3,67	4,52
Doméstico no alimentos	45,8	1,44	2,70	2,03	2,14	2,55

Cuadro 47
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-Ago.	12 meses
I. INFLACIÓN	100,0	2,08	4,74	2,65	2,76	3,28
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	1,38	2,42	1,91	2,06	2,46
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	2,12	3,65	3,27	2,84	3,56
Bienes	32,9	1,53	3,17	2,56	2,25	2,97
Servicios	32,2	2,72	4,13	3,97	3,41	4,14
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	2,00	6,79	1,52	2,63	2,76
Alimentos	14,8	1,18	11,50	2,36	3,44	2,92
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	4,64	4,12
Transportes	8,9	1,94	3,61	1,99	0,86	3,22
Servicios públicos	8,4	0,01	1,50	0,54	2,20	1,38
Alimentos	37,8	2,4	8,0	4,1	3,4	4,2

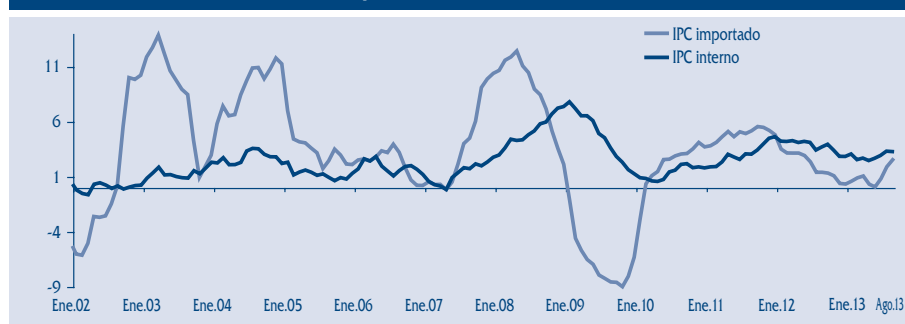




Cuadro 48
INFLACIÓN
(Contribución ponderada)

	Peso 2009=100	2010	2011	2012	2013	
					Ene.-Ago.	12 meses
I. IPC	100,0	2,08	4,74	2,65	2,76	3,28
II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA	56,4	0,78	1,36	1,05	1,12	1,34
III. INFLACIÓN SUBYACENTE	65,2	1,38	2,38	2,11	1,85	2,31
Bienes	32,9	0,50	1,04	0,82	0,73	0,96
Servicios	32,2	0,88	1,34	1,29	1,12	1,35
IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE	34,8	0,69	2,36	0,54	0,92	0,97
Alimentos	14,8	0,17	1,68	0,37	0,53	0,46
Combustibles	2,8	0,34	0,23	-0,05	0,14	0,13
Transportes	8,9	0,17	0,32	0,18	0,08	0,28
Servicios públicos	8,4	0,00	0,12	0,04	0,17	0,11
Alimentos	37,8	0,91	3,03	1,59	1,34	1,68

Gráfico 100
INFLACIÓN: COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos doce meses)



85. Al mes de agosto la inflación importada registró una variación de 2,6 por ciento en los últimos doce meses, tasa mayor a la de diciembre 2012 (0,4 por ciento). Destacó el alza en los precios de los combustibles, cuya variación anual pasó de -1,5 por ciento en diciembre de 2012 a 4,1 por ciento en agosto de 2013. Asimismo, se registró un incremento en la variación anual de compra de vehículos, que pasó de 0,7 por ciento en diciembre a 6,4 por ciento en agosto. Esta evolución está asociada al aumento del tipo de cambio, que registró una variación anual de 7,1 por ciento al mes de agosto.
86. Un análisis de correlaciones entre la depreciación del sol e inflación entre setiembre 2011 y agosto 2013, muestra que la compra de vehículos y los alquileres son los rubros con más alta correlación, con niveles mayores a 60 por ciento. Entre junio y agosto, periodo en que el tipo de cambio aumentó 5,9 por ciento, los precios de vehículos aumentaron 5,3 por ciento y los alquileres 1,7 por ciento. Estos dos rubros contribuyeron en conjunto con 0,11 puntos porcentuales a la inflación de 1,36 por ciento registrada en los últimos tres meses.

Cuadro 49
RUBROS DE MAYOR CORRELACIÓN CON EL TIPO DE CAMBIO

	Peso	Correlación máxima 1/	Correlación set.11-ago.13
Bienes			
Aparatos electrodomésticos	1,3	0,96	0,24
Aparatos de recreo y cultura	0,9	0,93	0,30
Artículos de joyería	0,1	0,92	-0,21
Compra de vehículos	1,6	0,89	0,62
Artículos recreativos	0,7	0,86	-0,08
Repuestos de vehículos	0,2	0,69	0,11
Servicios			
Alquileres	2,4	0,99	0,97
Gastos en hoteles	0,1	0,74	0,28
Pasaje de avión	0,4	0,71	0,28

1/ Correlación más alta tomando ventanas móviles de 24 meses de enero de 1995 a agosto de 2013.

87. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación entre enero y agosto fueron las comidas fuera del hogar, la matrícula y pensión de enseñanza, el pescado, la papa y la electricidad. Los rubros que contribuyeron a moderar la inflación en los primeros ocho meses de 2013 fueron el azúcar, la cebolla, los cítricos, la papaya y el teléfono.

Cuadro 50
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - AGOSTO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,5	0,45	Azúcar	0,5	-16,1	-0,11
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,8	0,44	Cebolla	0,4	-12,5	-0,04
Pescado fresco y congelado	0,7	46,6	0,32	Cítricos	0,5	-6,1	-0,04
Papa	0,9	17,0	0,17	Papaya	0,2	-17,4	-0,04
Electricidad	2,9	5,5	0,15	Teléfonos	2,9	-1,4	-0,03
Compra de vehículos	1,6	8,7	0,12	Transporte nacional	0,3	-6,4	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	7,4	0,11	Aji	0,1	-29,6	-0,02
Pasaje urbano	8,5	1,2	0,10	Palta	0,1	-16,9	-0,02
Huevos	0,6	18,0	0,10	Olluco y similares	0,1	-18,1	-0,02
Alquiler de vivienda	2,4	3,0	0,06	Gastos judiciales	0,4	-3,8	-0,01
Total			2,02	Total			-0,35

Cuadro 51
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
SETIEMBRE 2012 - AGOSTO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,3	0,66	Cebolla	0,4	-54,1	-0,34
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,0	0,46	Azúcar	0,5	-24,3	-0,18
Carne de pollo	3,0	14,2	0,40	Cítricos	0,5	-13,0	-0,09
Papa	0,9	41,4	0,34	Teléfonos	2,9	-3,1	-0,07
Pasaje urbano	8,5	3,3	0,27	Papaya	0,2	-27,1	-0,06
Pescado fresco y congelado	0,7	30,8	0,24	Choclo	0,1	-13,3	-0,03
Electricidad	2,9	4,6	0,13	Arroz	1,9	-1,2	-0,02
Compra de vehículos	1,6	7,0	0,10	Gastos judiciales	0,4	-3,8	-0,01
Espicias y sazónadores	0,5	16,6	0,09	Palta	0,1	-9,6	-0,01
Gasolina y lubricantes	1,3	4,7	0,07	Aparatos de televisión	0,5	-2,8	-0,01
Total			2,76	Total			-0,82





Componentes de la inflación al mes de agosto 2013

88. En el período enero-agosto el rubro **comidas fuera del hogar** acumuló una variación de 3,5 por ciento lo que estuvo relacionado al alza del precio de los alimentos (3,3 por ciento alimentos y bebidas dentro del hogar). La variación últimos doce meses fue 5,3 por ciento mayor a la variación total de alimentos y bebidas dentro del hogar (3,8 por ciento) y al índice general de precios (3,3 por ciento), lo que reflejaría el dinamismo de la demanda interna.

El rubro de **matrícula y pensión de enseñanza** tuvo un crecimiento de 4,8 por ciento en el período enero-agosto. La mayor variación se dio en el mes de marzo (4 por ciento) por el inicio del año escolar. En los otros meses se registraron alzas en las pensiones de los colegios y universidades privadas.

El precio del **pescado fresco y congelado** aumentó 46,6 por ciento ante la presencia de oleajes anómalos y por efecto de la temperatura del mar por debajo de lo normal, confirmándose a principios del mes de agosto la presencia del fenómeno La Niña. Ello dio lugar a la menor disponibilidad de especies, destacando las alzas en los precios de bonito (87,9 por ciento) y perico (86,9 por ciento). En el caso de jurel (25,7 por ciento), las alteraciones climáticas dificultaron su pesca no llegándose a cubrir la cuota asignada a la flota industrial.

El precio de la **papa** registró un crecimiento de 17,0 por ciento en el período enero-agosto, reflejando las alzas de los meses de julio y agosto (18,7 y 8,8 por ciento, respectivamente). Ello como resultado de la culminación de la campaña grande en la sierra central y por la menor producción de algunas regiones como Ayacucho, Pasco y Huancavelica afectadas por intensas lluvias a inicios del año. En el caso de la variedad blanca, también influyó el retraso de las siembras en la región costa debido principalmente a las alteraciones climáticas. En el mes de agosto, el mayor incremento se registró en la variedad amarilla (19,0 por ciento) que procede básicamente de Huánuco, debido tanto a menores rendimientos asociados a los problemas climáticos, así como por el mayor costo de la mano de obra y la fuerte demanda por este producto.

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 5,5 por ciento. Los mayores aumentos se dieron los meses de febrero (2,3 por ciento), junio (2,1 por ciento) y agosto (2,6 por ciento). Ello como resultado de los reajustes decretados por Osinergmin por la actualización de los principales componentes de la tarifa (generación transmisión y distribución). También influyó la incorporación de nuevas líneas de transmisión.

El rubro **compra de vehículos** aumentó 8,7 por ciento, resultado asociado a la depreciación del tipo de cambio (9,2 por ciento en los primeros ocho meses del año).

Los precios de la **gasolina y lubricantes** aumentaron 7,4 por ciento lo que refleja el mayor precio internacional del WTI que pasó de US\$ 88,2 en diciembre 2012 a US\$ 106,6 en agosto (20,8 por ciento).

El precio del **azúcar** presentó una caída de 16,1 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\$ 574 en agosto 2012 a US\$ 516 la TM en diciembre 2012 y a US\$ 490 la TM en agosto 2013). En el período enero-mayo las condiciones climáticas fueron las apropiadas para la producción de caña de azúcar que aumentó 12,1 por ciento en el período enero-julio con respecto al mismo período del año anterior.

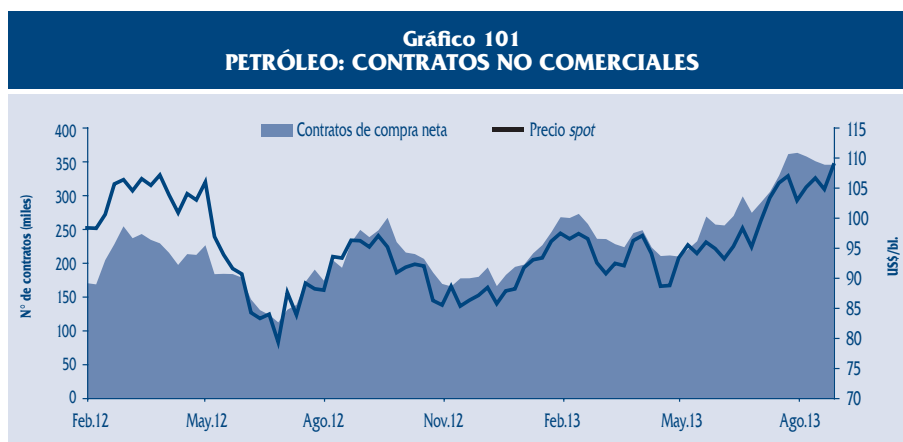
El precio de la **cebolla** disminuyó 12,5 por ciento. Se registraron alzas en los meses de abril y mayo (4,7 y 7,9 por ciento respectivamente) debido a factores estacionales y a las alteraciones climáticas que afectaron la producción de Arequipa, principal zona abastecedora de Lima. En junio (-8,6 por ciento) la menor calidad del producto disminuyó su cotización. En los meses de julio (-2,4 por ciento) y agosto (-5,1 por ciento) se recuperó el abastecimiento procedente de Arequipa gracias a una mejora de los rendimientos por factores estacionales y por la ausencia de plagas.

Precios de Energía y Alimentos

a. Energía

89. Durante los últimos tres meses, el precio promedio mensual del **petróleo** WTI continuó creciendo y acumuló un aumento de 20,7 por ciento, alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 106,5 en agosto.

El incremento del precio del petróleo se asoció a la intensificación de los riesgos geopolíticos en Medio Oriente y el Norte de África en un contexto de poca capacidad disponible para enfrentar los recortes de producción por parte de los países miembros de la OPEP. El impacto de los recortes de producción de Iraq, Libia y Nigeria; los temores de que se extienda el conflicto en Siria e involucre a otros países de la región; y que la situación en Egipto conduzca a un cierre del Canal de Suez ha generado un incremento en la demanda especulativa. Las posiciones netas no comerciales de petróleo reportadas por la Commodity Future Trading Commission aumentaron 77 por ciento en los primeros ocho meses del año y 34 por ciento en los tres últimos meses.





Sin embargo, el impacto de los inusualmente elevados recortes de producción reportados sobre los precios del crudo se ha visto atenuado por una demanda que todavía muestra un crecimiento débil. Adicionalmente, el crecimiento de la producción de Estados Unidos ha sorprendido al ser mayor al proyectado inicialmente. Se estima que la producción de petróleo de Estados Unidos explique alrededor del 80 por ciento del crecimiento de la oferta de los países no miembros de la OPEP.

Cuadro 52
OFERTA Y DEMANDA INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y LÍQUIDOS COMBUSTIBLES
(Millones de barriles por día)

	2012	2013*	2014*
Oferta	89,15	89,73	91,56
OPEP	36,41	35,88	35,94
No OPEP	52,74	53,85	55,62
Consumo	89,05	89,93	91,14
OECD	45,90	45,47	45,27
No OECD	43,15	44,46	45,87
Balance de Mercado	0,10	-0,20	0,42
Inventarios fdp (millones de barriles)			
Inventarios Estados Unidos	1 111	1 094	1 095
Inventarios OECD	2 648	2 648	2 705

* Proyectado.
Fuente: Short Term Energy Outlook, Mayo 2013.

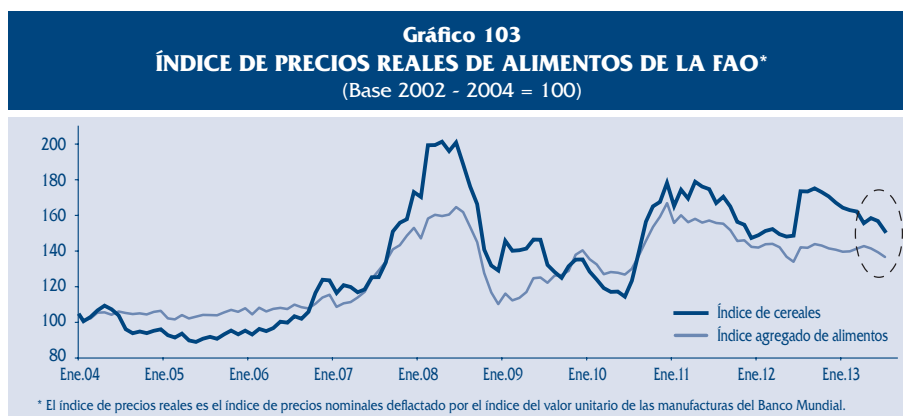
Este escenario prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles ligeramente mayores a los estimados en el Reporte de Inflación previo. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente. La amenaza potencial de mayores recortes en la producción en un contexto de limitada flexibilidad de la OPEP para contrarrestar la caída en la oferta va a presionar el precio al alza este año y 2014. Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a una producción de crudo mayor al estimado en Estados Unidos y a la pronta solución de los conflictos en Medio Oriente.

Gráfico 102
PETRÓLEO WTI: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015
(US\$/bl)



b. Alimentos de origen importado

90. En lo que va del año, el índice de precios reales de los alimentos de la FAO registra una disminución de 3,0 por ciento, cayendo por tercer mes consecutivo en agosto debido a la caída de la cotización del precio de los cereales, productos lácteos y aceites y grasas.



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

Cuadro 53
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
(Millones de toneladas)

	2011/12 (3)	2012/13 (2)	2013/14 (1)	Variación porcentual	
				(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios Iniciales	128,3	132,4	123,1	3,2	-7,0
Producción	883,3	858,8	957,2	-2,8	11,5
Oferta Global	1 011,6	991,2	1 080,3	-2,0	9,0
Consumo Total	879,2	868,1	930,1	-1,3	7,1
Inventarios Finales	132,4	123,1	150,2	-7,0	22,0
TRIGO					
Inventarios Iniciales	199,2	199,6	174,4	0,2	-12,6
Producción	697,2	655,3	705,4	-6,0	7,6
Oferta Global	896,3	854,8	879,8	-4,6	2,9
Consumo Total	696,8	680,4	706,8	-2,3	3,9
Inventarios Finales	199,6	174,4	173,0	-12,6	-0,8
ACEITE DE SOYA					
Inventarios Iniciales	3,7	3,9	3,8	4,0	-2,8
Producción	42,6	42,7	44,3	0,4	3,8
Oferta Global	46,3	46,6	48,1	0,6	3,2
Consumo Total	41,9	42,5	44,2	1,3	4,0
Inventarios Finales	3,9	3,8	3,6	-2,8	-3,7

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

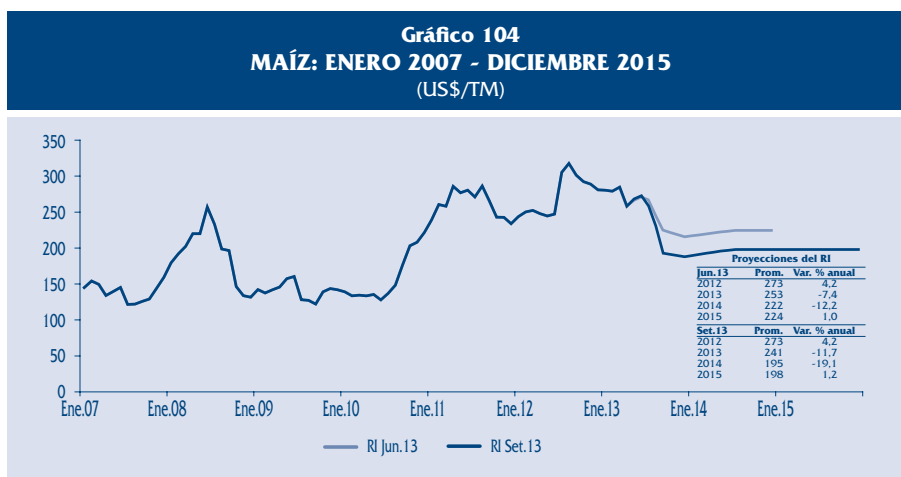




Maíz

91. En agosto, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$TM 235, menor en 16,5 por ciento al cierre promedio de diciembre 2012. Esta variación refleja, principalmente, la caída del precio promedio en los meses de julio y agosto (-5,3 por ciento y -9,2 por ciento respecto al mes previo, respectivamente) que reflejó las expectativas de mayor producción en EUA producto de los mejores rendimientos de la cosecha que se sustenta en la presencia de un clima favorable durante el periodo de floración/polinización del grano.

A pesar de que el Departamento de Agricultura de EUA (USDA) revisó a la baja la producción mundial del maíz en julio y agosto para la campaña 2013/2014, aún se proyecta una mayor producción comparada a la campaña 2012/2013. Asimismo se ha revisado a la baja la demanda global en 2,3 millones de TM debido al menor consumo forrajero y alimenticio en EUA compensado parcialmente por el incremento del consumo estimado de Egipto, Ucrania y Corea del Sur, lo que acompañado de pronósticos de climas favorables continuaría presionando a la baja el precio del maíz. Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.



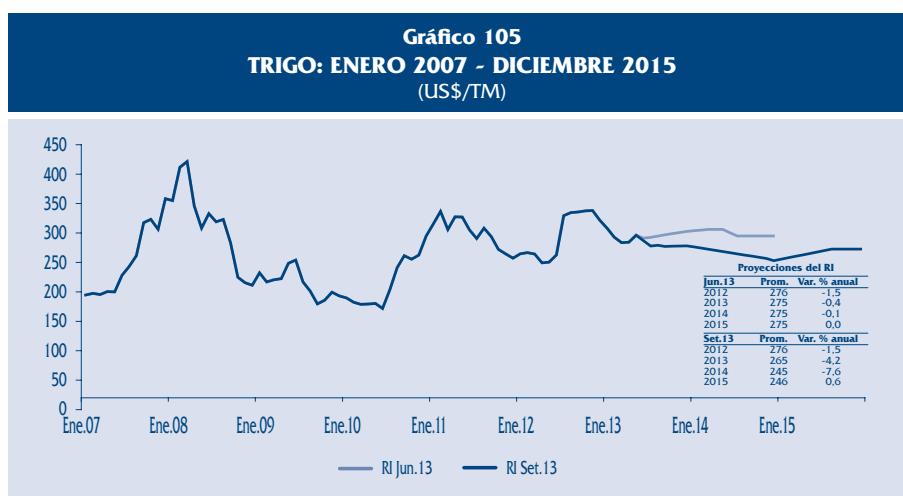
Trigo

92. Al mes de agosto, el precio internacional del **trigo** presenta una disminución acumulada de 14,3 por ciento, cerrando el mes de agosto en un nivel promedio de US\$/TM 259. Esta caída acumulada refleja las disminuciones en los meses de junio y julio (3,3 y 3,5 por ciento respecto al mes previo, respectivamente) asociadas a las expectativas de mayor cosecha por condiciones climáticas favorable en EUA y Canadá, principalmente. Durante el mes de agosto, la cotización registró un ligero

incremento promedio, respecto al mes previo, vinculado al clima seco y caluroso que se experimentó en la segunda mitad del mes, lo que originó temores sobre daños en el rendimiento del cereal.

La producción mundial de trigo fue revisada al alza en los meses de julio y agosto por el USDA. El incremento de la producción del cereal estaría liderado por la mayor cosecha de la Unión Europea (España, Francia y Alemania); de Kazajistán donde la abundante lluvia de verano y primavera dan soporte de un mayor rendimiento del cereal; y de Ucrania debido a los resultados favorables de la última cosecha.

Asimismo, la demanda mundial del trigo fue revisada al alza en los dos meses previos por el USDA. Este incremento se debe a la mayor producción del uso alimenticio y forrajero, principalmente de Eurozona y China, en el caso de este último por una caída en sus inventarios iniciales. Considerando la cosecha récord de Canadá y EUA y la continuidad de las condiciones climáticas favorables, se espera que el trigo cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación anterior.



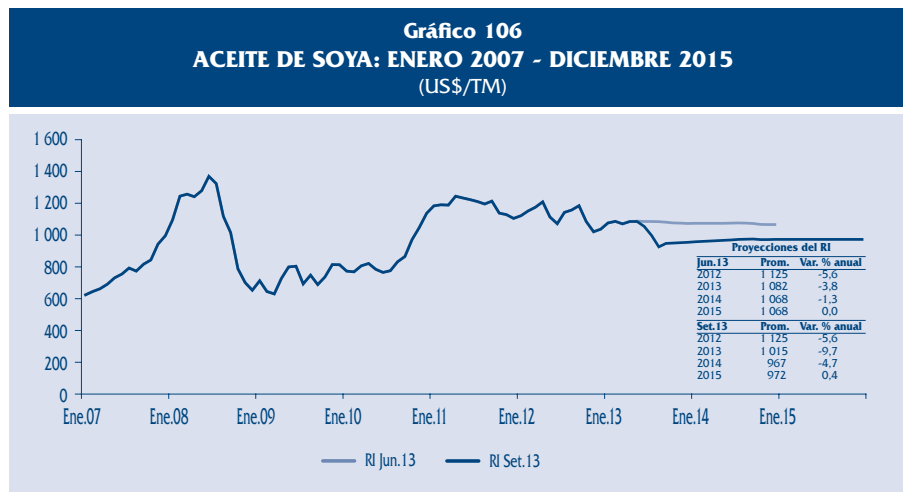
Aceite de Soya

93. La cotización promedio de agosto del **aceite de soya** fue US\$/TM 933, nivel inferior en 10,1 por ciento al promedio del último mes del año previo. La cotización promedio retrocedió en los últimos tres meses a un ritmo creciente: 3,0 por ciento, 5,5 por ciento y 6,3 por ciento en junio, julio y agosto, respectivamente. Esta continua disminución del precio del aceite de soya se debe al clima favorable para la floración de estos cultivos en EUA y a reporte del USDA que señala mejores avances de los cultivos respecto al del año anterior.





Asimismo, se prevé una mayor producción proveniente de Canadá, Brasil y Argentina respecto a la campaña previa, así como un incremento en las aéreas sembradas en EUA. Considerando estos factores, se estima que el aceite de soya se cotice a niveles inferiores a los considerados en el Reporte de Inflación anterior.



c. Alimentos

94. Los **alimentos agrícolas perecibles** acumularían durante el año un aumento de 1 por ciento frente al 5 por ciento de incremento que tuvieron en 2012. La reversión de choques en productos como la cebolla contribuyó al menor crecimiento de los precios de estos productos en los primeros 8 meses del año en relación al año pasado (3,2 por ciento versus 9.6 por ciento, respectivamente). Para lo que resta del año se espera una caída en el precio de la papa debido a la mayor oferta proveniente de zonas abastecedoras de Lima Metropolitana como, Ica Huánuco y Lima provincias, cuyas siembras han tenido cierto retraso.

Otros alimentos para el que se espera una caída en el precio es el **pescado**. Se espera una mejora en el abastecimiento a medida que la temperatura del mar se normalice. Actualmente ya se registra una mejora en la pesca de bonito en los puertos del norte. Adicionalmente en estos días saldría la autorización para la pesca industrial del jurel.

Expectativas de inflación

95. En el horizonte de proyección los agentes económicos mantienen sus expectativas de inflación dentro del rango meta con una ligera alza en los pronósticos de este año.

Cuadro 54
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN FIN DE PERIODO
 (Puntos porcentuales)

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

* Encuesta realizada al 31 de Agosto de 2013.
 RI: Reporte de Inflación.

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

Gráfico 107
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA EL PRÓXIMO AÑO*
 (Puntos porcentuales)



Proyección

96. En el mes de agosto la inflación de los últimos 12 meses se ubicó ligeramente por encima del rango meta, y ascendió a 3,28 por ciento. En el escenario central de proyección, se considera que la inflación ha sido afectada recientemente por factores transitorios y por tanto se espera que regrese al rango meta en el último trimestre del año 2013 y que converja al punto medio de 2,0 por ciento en el año 2014. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los





incrementos en los precios de *commodities* alimenticios ni a la demanda interna y que las acciones de política monetaria mantendría ancladas las expectativas de inflación. La proyección de inflación para los años 2013 a 2015 se ubica en un rango entre 1,5 y 2,5 por ciento.

Cuadro 55 INFLACIÓN 2009-2013 (Variación porcentual anual)								
	Peso	2009	2010	2011	2012	2013*		
						Agosto	RI Jun.13	RI Set.13
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,6	3,3	2,3	2,9
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	4,3	2,6	3,3
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	4,2	2,4	2,8
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	4,4	4,3	6,8
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	2,5	2,1	2,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Se estima que la inflación **no subyacente** será menor a 2 por ciento en el año 2013 como consecuencia de mejores condiciones climáticas así como de una evolución favorable de los precios internacionales de los alimentos. Esta tasa revertiría al punto medio del rango meta a partir del año 2014.

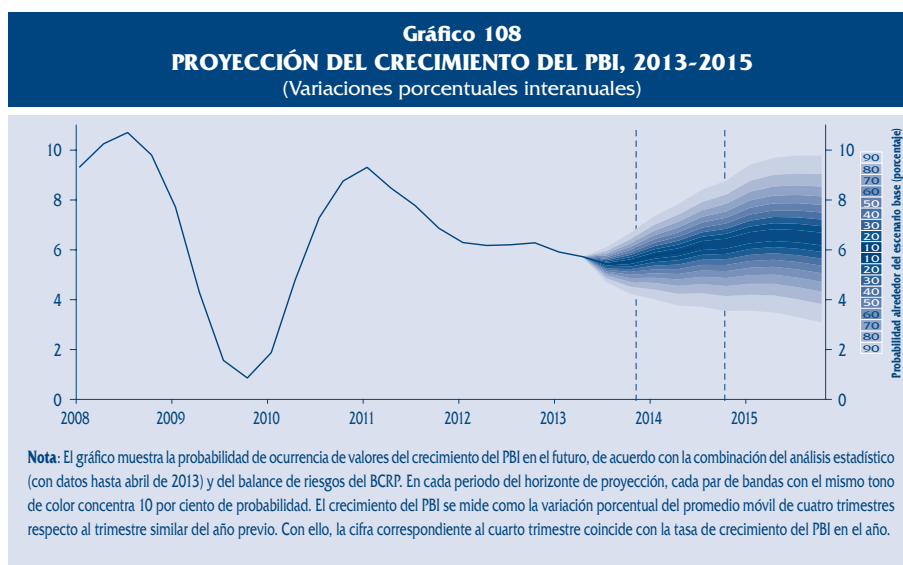
Por su parte, los principales factores que afectan la trayectoria de la **inflación subyacente** son la brecha del producto, la inflación importada y las expectativas de inflación. En el horizonte de proyección de 2013 a 2015, el escenario central contempla un crecimiento del producto cercano al de su 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 subyacente. Finalmente, se proyecta que las expectativas de inflación se mantendrán ancladas dentro del rango meta, paulatinamente convergiendo al punto medio de éste, como se ha venido observando en las encuestas de expectativas en lo que va del año 2013.

Para el año 2013 el escenario central de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 5,5 por ciento, menor al proyectado en el Reporte de Junio (6,1 por ciento). Esta revisión se explica por la moderación del crecimiento de la actividad económica privada observada durante el primer semestre 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 Junio.

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 postergaciones que dificultan la inversión privada, así como posibles dificultades en la ejecución programada del gasto público, lo que afectaría negativamente la confianza empresarial. En este escenario, la disminución en la confianza empresarial es más persistente que en el escenario base. Por su parte, se mantiene alta la incertidumbre de cómo la evolución de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. 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.

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.



97. 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.

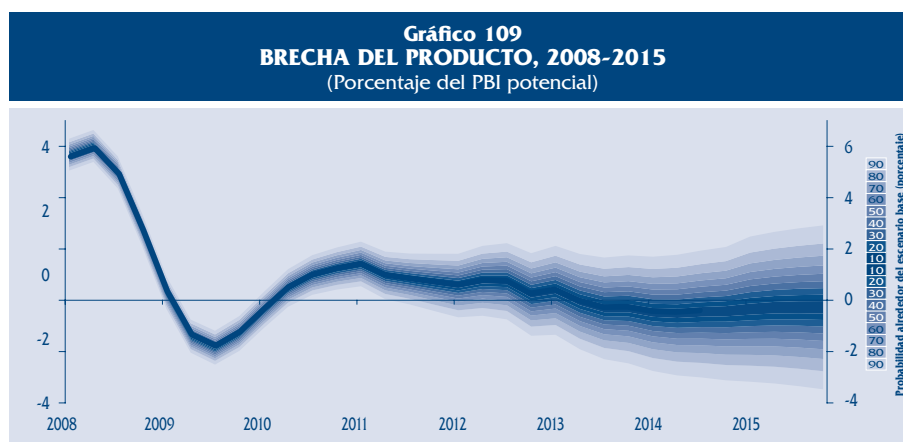




En el frente externo se prevé un menor impulso debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales y la reducción correspondiente de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo en 2013 de 1,1 por ciento, acorde con 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 tanto el impulso fiscal como el externo serían cercanos a cero.

Asimismo, el escenario base supone que la reducción de la confianza empresarial observada del primer semestre del año es un fenómeno transitorio y se disiparía a partir del año 2014. 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.

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.

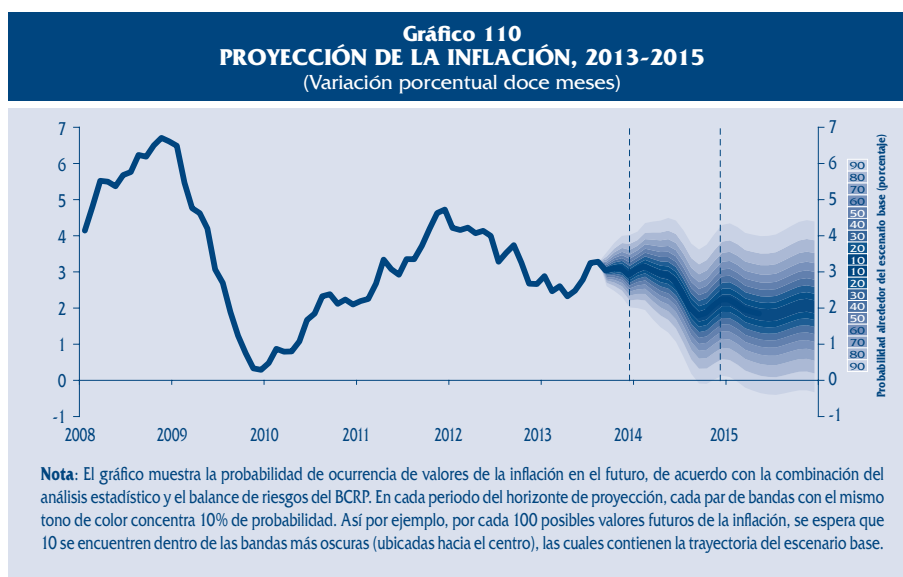


El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial y doméstica para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de mantener la inflación dentro del rango meta.

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.

Ello se muestra en el gráfico de proyección de inflación. 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 agosto de 2013, la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en los años 2013 y 2014 es aproximadamente 60 por ciento y de que se ubique por debajo de 3 por ciento es de 70 por ciento.



Recuadro 4 EFECTO TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A INFLACIÓN

En una economía abierta los movimientos en el tipo de cambio nominal suelen afectar el comportamiento de la inflación. Este fenómeno es conocido como “efecto traspaso” y la idea de su magnitud así como de su duración es crucial para un banco central, pues de éste depende el canal de transmisión de la política monetaria. Cuando el efecto traspaso es alto, un cambio en el tipo de cambio sólo afecta a la inflación y no se refleja en el tipo de cambio real. Por el contrario, cuando el efecto traspaso es bajo, los movimientos en el tipo de cambio nominal se reflejan en el tipo de cambio real y por lo tanto, esta variable facilita el ajuste de la economía ante choques externos.

El efecto traspaso depende, a nivel **microeconómico**, de la capacidad de los importadores y productores de transferir al consumidor los mayores costos. A su vez esta capacidad está determinada por el grado de sustitución entre los bienes y de la competencia en el mercado. De este modo, por ejemplo, una mayor apertura comercial puede disminuir el efecto traspaso en el tiempo. Además a nivel macroeconómico,





la magnitud del efecto traspaso depende de la percepción de los importadores y productores sobre el carácter, transitorio o permanente, del choque de tipo de cambio; así como de la credibilidad en la política monetaria del Banco Central para mantener una inflación baja y estable. Cuando el choque es temporal, se espera una reversión rápida del tipo de cambio y los agentes prefieren reducir temporalmente sus ganancias en la medida que comparativamente el ajuste de precios resulta costoso. Por el contrario, cuando el choque es permanente, el ajuste de precios es casi inmediato. Asimismo, cuando un Banco Central tiene credibilidad el efecto traspaso sea bajo.

En el caso del Perú, la evidencia empírica reciente indicaría que la magnitud del efecto traspaso es bajo y estaría alrededor del 10 por ciento (Winkelried, 2012). Ello implica que un incremento en el tipo de cambio en Perú genera un incremento en la inflación de una sola vez, asociado a un cambio en precios relativos y por tanto, no genera incrementos persistentes en la inflación. Sin embargo, el efecto traspaso puede ser no lineal. Así, Winkelried (2003) encuentra el efecto traspaso depende de la magnitud misma de la depreciación del tipo de cambio nominal, del ciclo económico, el desalineamiento del tipo de cambio real, del entorno inflacionario y de la dolarización de la economía. Por ejemplo, en periodos de auge económico, en el caso de una depreciación nominal fuerte, en contexto de alta inflación y de alto grado de dolarización, el efecto traspaso se intensifica; en cambio, en periodos de recesión, de depreciación nominal moderada o leve, de inflación estable y de bajo grado de dolarización, el efecto traspaso se reduce.

Referencias

Vega, M. y Diego Winkelried (2006), "Cambia la Inflación Cuando los Países Adoptan Metas Explícitas de Inflación", Banco Central de Reserva del Perú, Working Paper, 2006-01.

Winkelried, D (2003), "Es asimétrico el pass-through en el Perú. Un análisis agregado", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 10.

Winkelried, D (2012), "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 23.

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 Junio, 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 la mayor inflación importada en soles. En esta ocasión el balance de estos riesgos es neutral.

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. 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. La evolución reciente del gasto público, así como la puesta en marcha de proyectos de inversión pública, sugiere que el impulso fiscal en el horizonte de proyección compensaría en parte los efectos negativos del deterioro de la confianza empresarial.

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





b. Deterioro del entorno internacional.

Las probabilidades asociadas a un periodo recesivo en Estados Unidos o a una profundización de la recesión en Europa se han reducido respecto al Reporte previo. Sin embargo, se ha elevado la probabilidad de una desaceleración mayor en economías emergentes. 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 los 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.

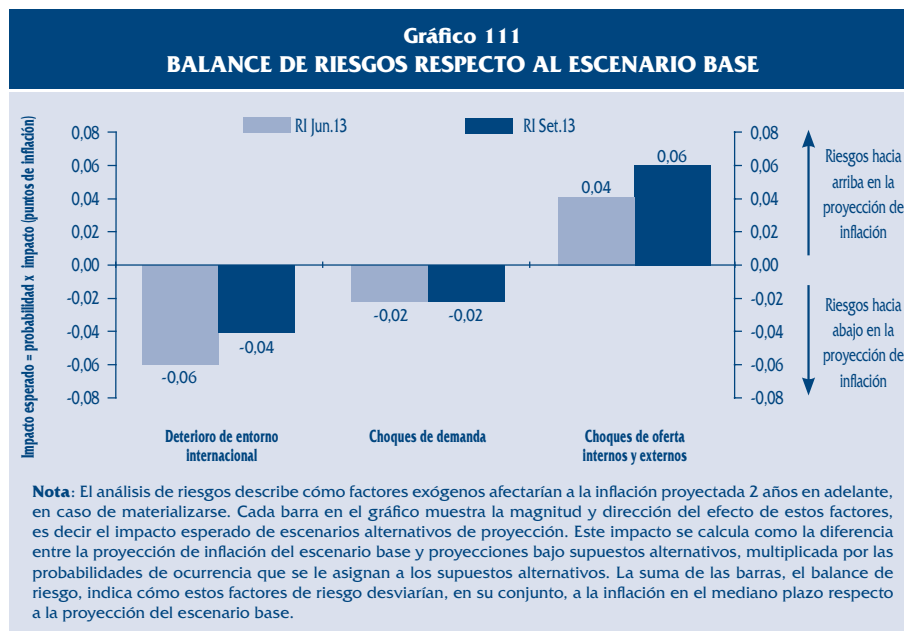
Por otro lado, se contempla como **riesgos al alza** de la inflación la dinámica de los precios de *commodities* y de los precios sensibles a factores de oferta.

c. Choques internos y externos

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, dadas las tensiones políticas en torno a una posible intervención militar en Siria. En el ámbito interno, se considera el riesgo de mayor precio del pescado por problemas climatológicos.

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 se compensan con los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, **el balance de estos riesgos es neutral** para la proyección de la inflación de mediados de 2015.



Conclusión

100. La aceleración reciente de la inflación responde a factores transitorios por lo que se espera la convergencia de la inflación al rango meta cuando dichos factores se disipen. Con ello, la trayectoria de inflación se mantendría dentro del rango meta durante el periodo de 2013 a 2015. El balance de riesgos es neutral.

A pesar de la revisión a la baja, el PBI continuará creciendo a tasas no muy lejanas a su nivel potencial, con una evolución dinámica de la demanda interna y una recuperación de las exportaciones netas para los siguientes años.

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



