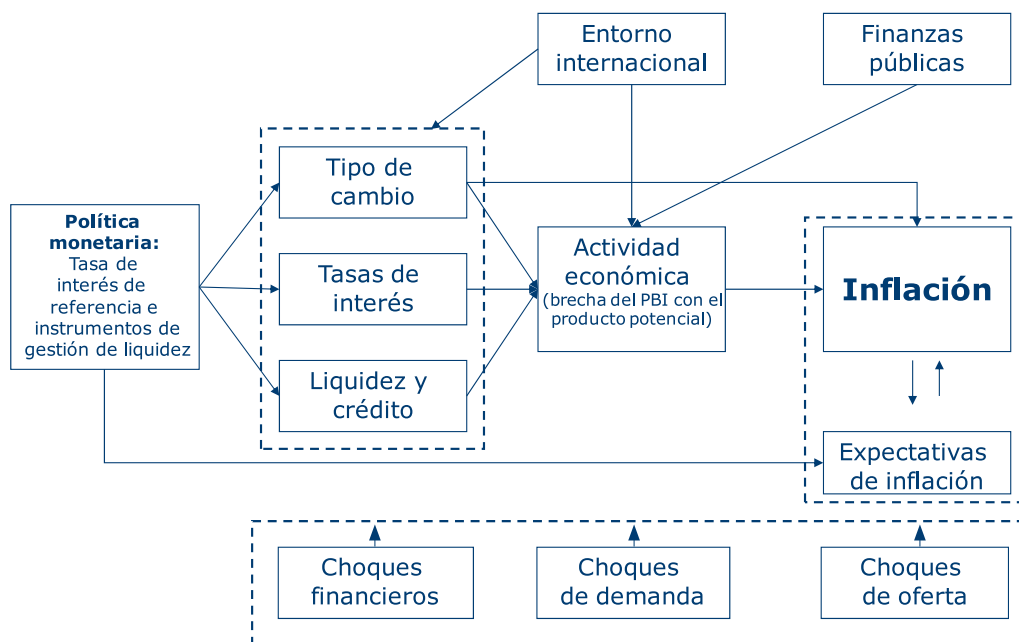


# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2013

*Marzo 2012*



Banco Central de Reserva del Perú  
Jirón Antonio Miró Quesada 441, Lima 1  
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525  
Correo electrónico: [webmaster@bcrp.gob.pe](mailto:webmaster@bcrp.gob.pe)

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739  
Hecho el Depósito Legal en la  
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2013

*Marzo 2012*

### CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo .....	5
Resumen .....	6
I. Escenario internacional .....	10
II. Actividad económica .....	39
III. Balanza de pagos .....	58
IV. Finanzas públicas .....	70
V. Política monetaria .....	87
VI. Inflación .....	108
VII. Balance de riesgos .....	116

### RECUADROS

1. Grecia: segundo paquete de ayuda y reestructuración de la deuda .....	37
2. Sector eléctrico: Balance oferta – demanda a nivel nacional y regional 2012 - 2013 .....	54
3. Exportaciones no tradicionales: Crecimiento y diversificación (1996-2011) .....	65
4. Metodología de cálculo del resultado estructural .....	82
5. Modificaciones recientes al Fondo de Combustibles .....	84
6. Endeudamiento y riesgo sistémico: el rol de los instrumentos macroprudenciales .....	100
7. Dolarización financiera ¿qué tanto difiere entre personas naturales y jurídicas? ...	102
8. De instrumentos microprudenciales a macroprudenciales .....	103
9. Proceso de desdolarización de las pensiones del sistema privado de pensiones ...	105

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a diciembre de 2011 del Producto Bruto Interno, la Balanza de Pagos y Operaciones del Sector Público No Financiero, y a febrero de 2012 de las cuentas monetarias, de la inflación, mercados financieros y tipo de cambio.



## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- Para el logro de este objetivo, el Banco ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). Con ello, el Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Adicionalmente, se toma en cuenta que la inflación puede ser influenciada por factores que escapan del control de las acciones del Banco Central, como pueden ser los choques de oferta o de los precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación. Asimismo, el BCRP considera en sus evaluaciones el incremento anual de precios al consumidor que se produce cada mes y no sólo el correspondiente a diciembre de cada año.
- Cada mes, dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés se constituye en la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación y por ello esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con aún un alto porcentaje de dolarización financiera. El Banco Central maneja además otros instrumentos de política monetaria con los que puede afectar de manera más directa los volúmenes de liquidez y crédito, como es el caso de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera.
- 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 junio de 2012.





## Resumen

- i. Con posterioridad al Reporte de Inflación de diciembre se ha reducido la incertidumbre en los mercados financieros asociada a la crisis de deuda en la Eurozona como consecuencia del acuerdo logrado sobre el segundo rescate a Grecia y la política de provisión de liquidez del Banco Central Europeo. Adicionalmente, se vienen registrando datos de la evolución de la actividad en economías desarrolladas (principalmente Estados Unidos) mejores que los esperados previamente.

Si bien la probabilidad de una nueva recesión mundial se ha reducido significativamente, persisten riesgos vinculados a la Eurozona y al alza reciente en el precio del petróleo. En este contexto, la proyección de crecimiento mundial se mantiene en 3,3 por ciento para 2012. Cabe mencionar que la revisión al alza en el crecimiento de las economías desarrolladas se compensa con una ligera revisión a la baja en el crecimiento de las economías emergentes.

- ii. Durante el año 2011 la economía peruana creció a una tasa de 6,9 por ciento, igual al promedio de los últimos ocho años. Luego de crecer 8,8 por ciento en 2010, en el transcurso de 2011 la tasa de crecimiento se fue moderando hacia niveles más cercanos al crecimiento del producto potencial, en línea con la disminución en el crecimiento de la demanda interna.

Para el año 2012 el escenario central de proyección contempla un crecimiento de 5,7 por ciento (5,5 por ciento en el Reporte previo), teniendo en cuenta los mayores términos de intercambio previstos y la mejora en las expectativas de consumidores y empresarios respecto al último Reporte. Para el año 2013 se mantiene la proyección de crecimiento del PBI en 6,3 por ciento.

- iii. El Sector Público no Financiero (SPNF) registró en el año 2011 un superávit económico de 1,9 por ciento del PBI, que contrasta con el déficit registrado en 2010 (0,3 por ciento). Este desarrollo resulta de un lado, por el incremento de los ingresos corrientes del gobierno general, y del otro, por la desaceleración del crecimiento en el gasto. Para el año 2012 se proyecta un superávit fiscal de 1,1 por ciento del PBI, similar al que se consideró en el Reporte de diciembre y en el Marco Macroeconómico Multianual (1,0 por ciento del PBI). Este resultado supondría un impulso fiscal positivo del orden de 0,7 puntos porcentuales del producto.

Para 2013, el escenario base que se presenta considera un resultado similar al del Marco Macroeconómico Multianual Revisado que prevé un superávit fiscal de 1,4 por ciento del PBI, proyección que incorpora variaciones de ingresos y gastos consistentes con una tendencia de largo plazo.

- iv. La proyección del déficit en cuenta corriente sería de 1,5 por ciento del producto para el año 2012, menor al previsto en el Reporte de diciembre (2,2 por ciento).

Esta revisión refleja principalmente la mejora en los términos de intercambio por el aumento del precio de *commodities*, lo que sería compensado por una mayor renta de factores asociada a los mayores precios de exportaciones. Para 2013 el déficit de cuenta corriente aumentaría a 1,8 por ciento del PBI, menor al previsto en el Reporte de diciembre (2,1 por ciento del PBI).

- v. En el año 2011 la inflación fue 4,74 por ciento, ubicándose transitoriamente por encima del rango meta. En este resultado influyeron los choques externos e internos que afectaron los precios de los alimentos y de los combustibles. Al alza de los precios internacionales de los *commodities* registrados desde los últimos meses de 2010 se sumaron las anomalías climatológicas que afectaron la oferta de algunos productos agrícolas perecederos, principalmente en el segundo semestre de 2011. La variación de los últimos doce meses del Índice de Precios del Consumidor bajó de 4,74 por ciento en diciembre de 2011 a 4,17 por ciento en febrero de 2012, como resultado del inicio de la reversión de los choques del año previo.

El indicador de inflación excluyendo alimentos y combustibles, que se usa a nivel internacional para excluir los choques de oferta, fue de 2,4 por ciento el 2011 y se ha reducido a 2,2 por ciento a febrero de este año.

Al igual que en el Reporte de Inflación de diciembre, se espera que la tasa de inflación converja paulatinamente hasta ubicarse dentro del rango meta desde el tercer trimestre de 2012, toda vez que se disipen las presiones de costos generadas por los incrementos significativos en los precios de *commodities* y las expectativas de inflación se mantengan dentro del rango meta. Asimismo, la proyección de la inflación toma en cuenta la revisión al alza en la proyección de los precios de los combustibles.

- vi. Entre diciembre y marzo el Directorio del Banco Central mantuvo la tasa de interés de referencia en 4,25 por ciento, nivel que se mantiene desde mayo del año pasado. Este nivel para la tasa de referencia refleja una posición de política monetaria consistente con la persistencia de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y la reversión de los choques de oferta que elevaron la tasa de inflación durante 2011.

En el presente Reporte se considera un balance de riesgos neutral para la inflación a diferencia del sesgo a la baja en el Reporte anterior. Este cambio en el balance de riesgos toma en cuenta la evolución reciente de la economía mundial, la mayor incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo, así como las mejores perspectivas de la economía peruana.

- vii. Los riesgos a la **baja** en la proyección de la inflación son de origen externo vinculado con un desencadenamiento de una crisis financiera internacional; y de origen interno, en un contexto de menor crecimiento de la demanda por el aplazamiento de ciertos proyectos de inversión.





**a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.**

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la economía mundial para este año (3,3 por ciento), respecto al crecimiento del año anterior (3,7 por ciento) y una tasa ya recuperada de 3,8 por ciento para 2013. En los últimos meses se ha reducido el riesgo de una recesión mundial debido a la visión menos pesimista que, en general, los mercados internacionales han adoptado respecto a los problemas financieros y fiscales que aquejan la Eurozona. Sin embargo, de darse este escenario adverso, ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de los canales financiero y comercial.

Este escenario describe una caída de la actividad económica mundial acompañada de una reducción de los términos de intercambio. Además, el incremento de la incertidumbre global podría generar pánico a nivel internacional entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales externos con una depreciación real y un incremento del riesgo país.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección de liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, para aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. La posición de política monetaria en el horizonte de proyección sería expansiva para prevenir riesgos deflacionarios.

**b. Evolución de la demanda interna.**

En un escenario de mayor incertidumbre, existe el riesgo de que las expectativas de los agentes domésticos se deterioren, particularmente para el caso de la inversión, lo que podría generar un menor dinamismo de la demanda agregada y un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación subyacente. En este escenario, el Banco Central flexibilizaría su posición de política monetaria buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta de inflación.

Por otro lado, existen dos **riesgos al alza** de la inflación relacionados principalmente a mayores flujos de capitales extranjeros y mayores precios de *commodities*.

**c. Mayores entradas de capitales.**

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales, producto de la agresiva expansión de los balances de los bancos centrales en países desarrollados, junto con escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podría promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes, el Perú entre ellas. Se trata de un evento similar al presenciado antes de la crisis desatada hacia finales de 2008. Por un lado, un mayor influjo de capitales aceleraría



la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación. Por otro lado, ejercería presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio que se traducirían en una menor inflación doméstica. Se estima que el efecto neto de una mayor entrada de capitales sobre la inflación será ligeramente positivo.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria incluyendo instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes de percibir un ritmo de expansión del crédito que atente contra la estabilidad monetaria y financiera.

**d. Inflación importada o condiciones climáticas adversas.**

Existe el riesgo de que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo los diseñadores de política, sobre todo en la Eurozona, van a enfrentar los problemas financieros tiene un efecto marcado sobre el nivel de actividad económica global. Una política económica más decidida y creíble en la mayor parte de las economías avanzadas podría generar un choque de confianza que induzca a una mayor demanda global. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados, lo que podría generar presiones inflacionarias.

Asimismo, se ha incrementado el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, a raíz de tensiones políticas recientes en el Medio Oriente. En el ámbito doméstico, persiste el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal abastecimiento de productos agrícolas.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si la inflación importada alimentara las expectativas de inflación de los agentes económicos.

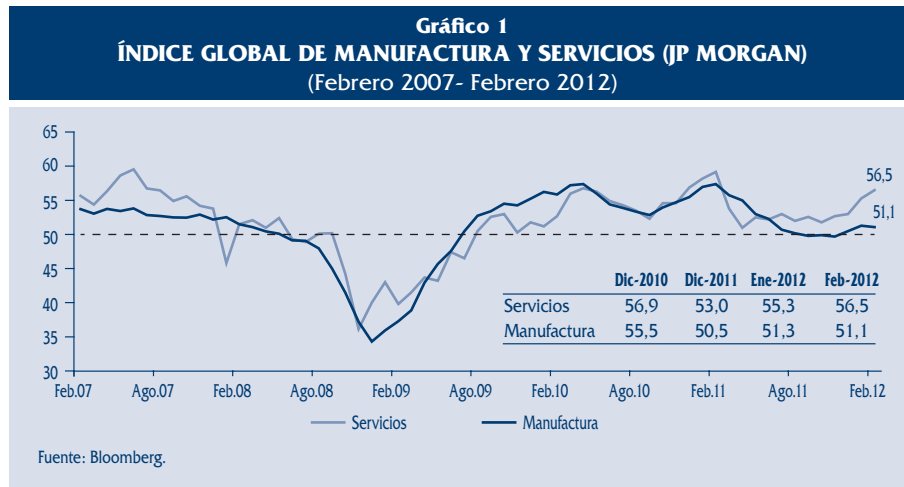
En resumen, el balance de estos riesgos en la proyección de la inflación para fines de 2012 es neutral.



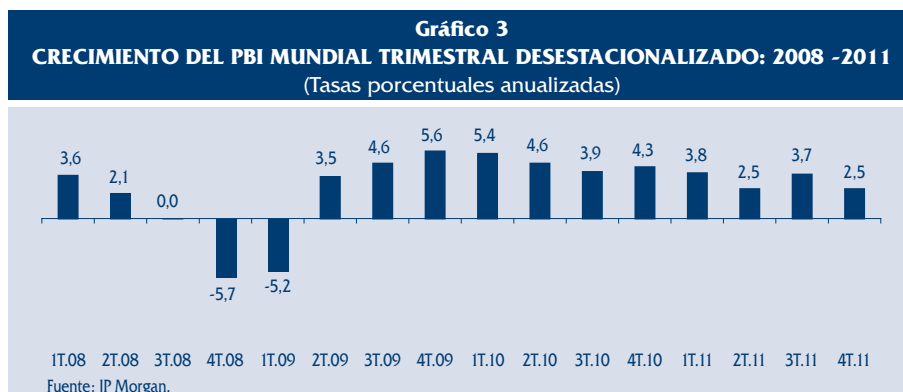


# I. Escenario Internacional

- Desde la publicación del último Reporte de Inflación la actividad económica mundial ha mostrado una evolución positiva. Los indicadores agregados de actividad, como el índice global de los gerentes de compras registró su nivel más alto en un año; en tanto que, los índices de manufactura y servicios se mantuvieron en la zona de expansión (sobre 50) por tres y doce meses consecutivos, respectivamente.



Asimismo, otros indicadores de actividad en las economías desarrolladas más grandes –Estados Unidos (EUA), Alemania y Japón– muestran, en términos generales, una evolución mejor a la esperada. La expectativa de bajas tasas de interés por un período prolongado y la aplicación de estímulos adicionales en algunas economías han mejorado la confianza del consumidor. En línea con ello, el crecimiento mundial, luego de la desaceleración del cuarto trimestre, habría registrado una recuperación en el primer trimestre de este año.



2. Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial se mantienen en 3,3 por ciento para 2012 y 3,8 por ciento para 2013, tasas iguales a las previstas en el Reporte de Inflación anterior. La ligera revisión al alza en las proyecciones de las economías desarrolladas –por Estados Unidos y Alemania, en línea con los indicadores de actividad recientes– se compensaría por un menor dinamismo en las economías emergentes que, en muchos casos, continúan observando presiones inflacionarias. En el caso del PBI promedio de nuestros principales socios comerciales, hay una revisión al alza tanto para 2012 (de 2,7 a 2,9 por ciento) cuanto para 2013 (de 3,1 a 3,2 por ciento).

**Cuadro 1**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	2008	2009	2010	2011	2012		2013	
					RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>De los cuales</b>								
1. Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,7	1,8	2,3	2,1	2,4
2. Eurozona	0,4	-4,2	1,9	1,4	-0,6	-0,6	0,9	0,8
Alemania	1,1	-5,1	3,7	3,0	0,1	0,2	1,2	1,2
Francia	-0,1	-2,7	1,5	1,7	-0,3	-0,2	0,8	0,8
3. Japón	-1,0	-5,5	4,4	-0,9	2,0	1,9	1,9	1,9
4. Reino Unido	-1,1	-4,4	1,8	0,9	0,9	0,3	1,6	1,2
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>6,0</b>	<b>2,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
<b>De los cuales</b>								
1. Asia en desarrollo	7,8	7,2	9,5	7,7	7,4	7,2	7,6	7,5
China	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,2	8,4	8,2
India	6,2	6,8	10,1	7,1	7,5	7,1	7,7	7,7
2. Europa Central y del Este	3,1	-3,6	4,5	4,9	2,8	2,2	3,5	3,3
3. América Latina y Caribe	4,3	-1,7	6,1	4,3	3,5	3,7	3,8	3,8
Brasil	5,2	-0,6	7,5	3,0	3,4	3,4	4,0	4,0
<b>Economía Mundial</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Nota:</b>								
Socios Comerciales 1/	2,6	-1,3	4,5	3,5	2,7	2,9	3,1	3,2
BRICs 2/	7,7	5,4	9,2	7,4	6,9	6,9	7,2	7,1

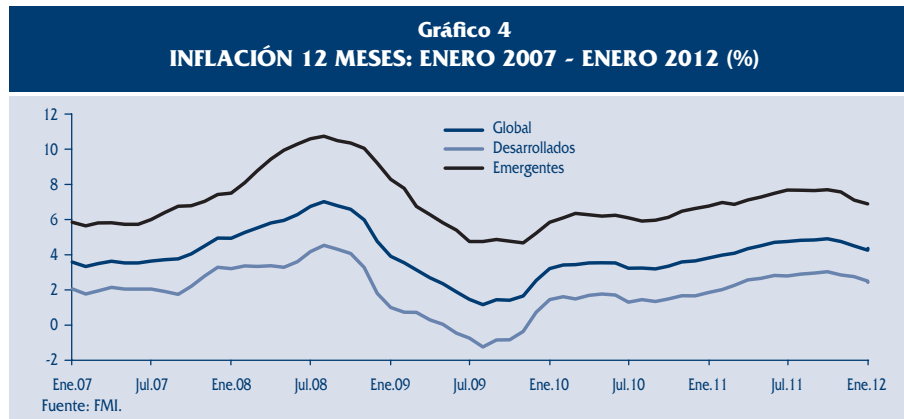
Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.  
1/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.  
2/ Brasil, Rusia, India y China.

Asimismo, los riesgos de una recesión global se han reducido respecto al anterior Reporte de Inflación. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre respecto a algunos países de la Eurozona, lo que implica un riesgo a la baja. Un nuevo factor de riesgo es





el incremento del precio del petróleo que supondría un choque de oferta negativo y un incremento en las presiones inflacionarias.



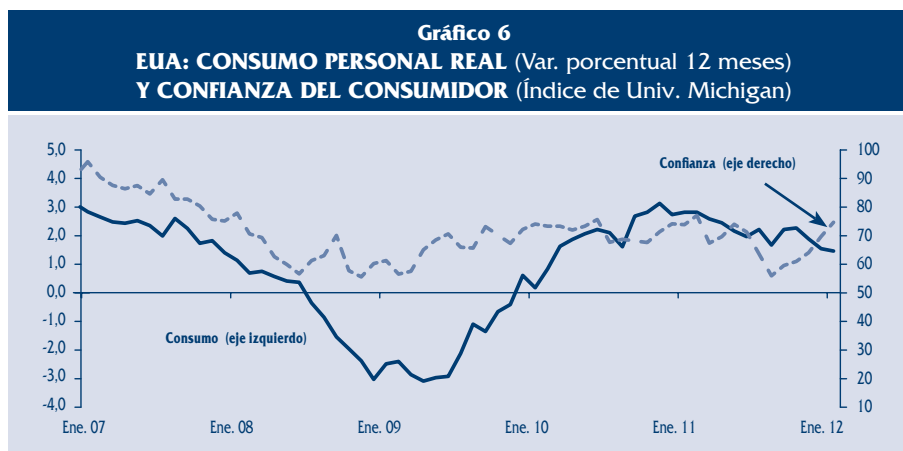
3. En **EUA**, diversos indicadores de actividad, empleo y confianza confirman una evolución mejor a la prevista. El consumo continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2011 (con una expansión de 2,1 por ciento) y los indicadores de confianza recientes muestran una evolución positiva.

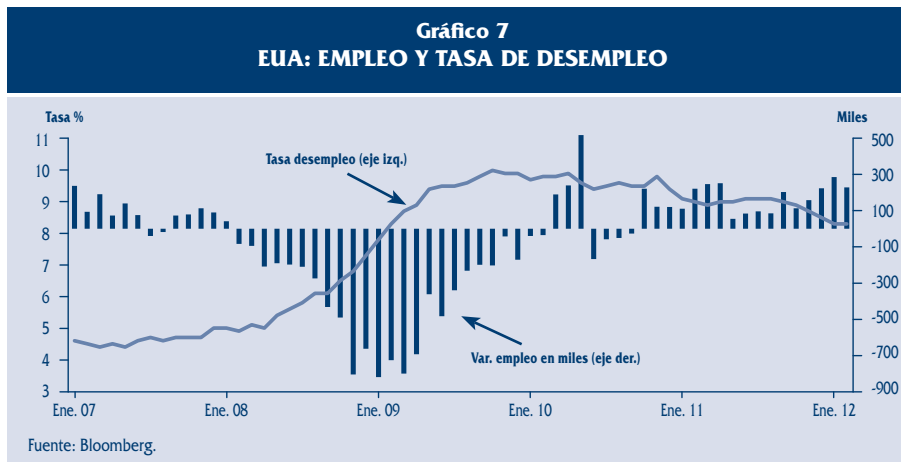
Estos indicadores están en línea con la evolución favorable del empleo, puesto que durante enero y febrero se crearon más de 400 mil empleos. Con ello se acumula cerca de 3,5 millones de empleos desde 2010, lo que –sin embargo– representa sólo el 40 por ciento de las pérdidas observadas durante la crisis.

La inversión creció 20,6 por ciento en el cuarto trimestre de 2011, aunque parte significativa de este incremento se explica por la acumulación de inventarios. A diferencia de lo observado en otros trimestres, la inversión residencial fue la más dinámica. Esta evolución, sin embargo, ha estado acompañada por caídas en el precio de las viviendas en el mes de enero. Por su parte, la inversión no residencial tuvo un menor dinamismo en el cuarto trimestre.

Cuadro 2 EUA: CRECIMIENTO DEL PBI TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO (1T.09-4T.11) (Tasas trimestrales anualizadas)												
	1T.09	2T.09	3T.09	4T.09	1T.10	2T.10	3T.10	4T.10	1T.11	2T.11	3T.11	4T.11
<b>PBI</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>
Consumo Personal	-1,5	-1,9	2,3	0,4	2,7	2,9	2,6	3,6	2,1	0,7	1,7	2,1
Duradero	2,4	-4,0	20,3	-4,8	9,9	7,8	8,8	17,2	11,7	-5,3	5,7	15,3
No Duradero	-1,0	-1,5	2,0	3,1	4,8	1,9	3,0	4,3	1,6	0,2	-0,5	0,4
Servicios	-2,3	-1,7	-0,1	0,4	1,0	2,5	1,6	1,3	0,8	1,9	1,9	0,7
Inversión Bruta	-46,7	-22,8	2,9	36,8	31,5	26,4	9,2	-7,1	3,8	6,4	1,3	20,6
Inversión Fija	-32,2	-17,0	0,7	-3,8	1,2	19,5	2,3	7,5	1,2	9,2	13,0	4,3
No Residencial	-31,3	-15,8	-3,3	-3,7	6,0	18,6	11,3	8,7	2,1	10,3	15,7	2,8
Residencial	-35,4	-21,3	17,8	-3,8	-15,3	22,8	-27,7	2,5	-2,4	4,2	1,3	11,5
Exportaciones	-29,0	-0,5	13,9	23,5	7,2	10,0	10,0	7,8	7,9	3,6	4,7	4,3
Importaciones	-34,0	-15,0	16,3	17,4	12,5	21,6	12,3	-2,3	8,3	1,4	1,2	3,8
Gasto de Gobierno	-1,7	5,9	1,3	-0,9	-1,2	3,7	1,0	-2,8	-5,9	-0,9	-0,1	-4,4

Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).





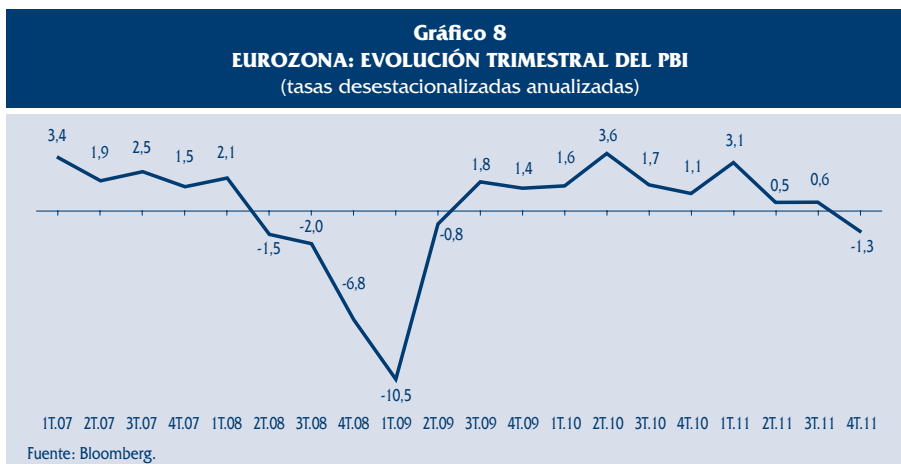
La evolución de los indicadores de actividad, empleo y confianza se dio en un contexto de menores presiones inflacionarias. La inflación total del IPC cerró el año 2011 por debajo de 3 por ciento y la inflación subyacente en 2,3 por ciento, mientras que las expectativas de inflación se han mantenido estables en 3 por ciento. La Reserva Federal (FED) confirmó en su último comunicado que probablemente mantendría bajas tasas de interés por lo menos hasta fines de 2014.

El mantenimiento del estímulo monetario se daría en un contexto de reducción del déficit fiscal para los siguientes años. Cabe mencionar que aún se viene discutiendo las medidas de consolidación fiscal para los próximos 10 años. La falta de acuerdo político, que podría llevar a un ajuste desordenado en las cuentas fiscales, es un factor de riesgo para el crecimiento.

En este contexto, la proyección de crecimiento de EUA para 2012 se ha revisado al alza, de 1,8 por ciento (Reporte de diciembre de 2011) a 2,3 por ciento, en línea con la ejecución del último trimestre de 2011, la paulatina mejora en el mercado laboral y de los indicadores de actividad y confianza en la economía, la continuidad en el estímulo monetario por parte de la Reserva Federal y la menor incertidumbre en los países de la Eurozona.

4. En la **Eurozona** las perspectivas de crecimiento se han visto afectadas por la crisis de deuda soberana. Las peores condiciones financieras, los ajustes fiscales puestos en marcha y el deterioro de la confianza explicarían esta desfavorable evolución de la actividad. La mayoría de casas de inversión estima que la contracción registrada en el cuarto trimestre de 2011 se prolongaría, por lo menos, hasta la primera mitad de este año.

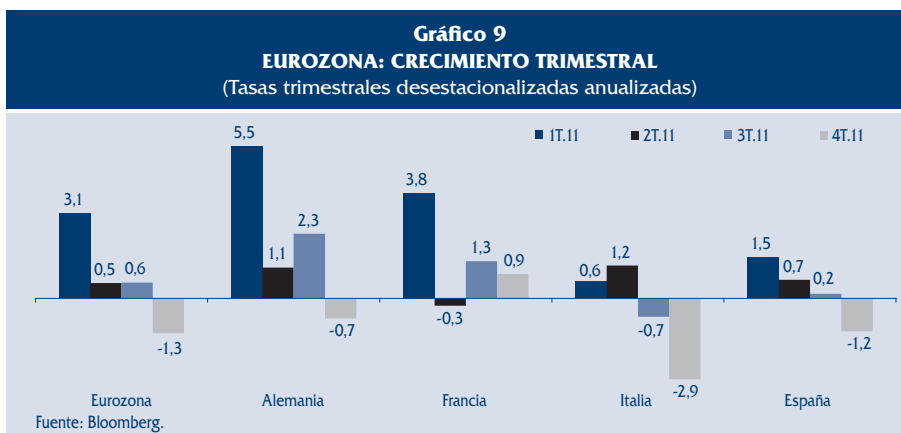
En el cuarto trimestre de 2011 la Eurozona registró una contracción del PBI de 1,3 por ciento (tasa trimestral anualizada). Asimismo, los indicadores recientes de actividad manufacturera y de servicios señalan que la recesión de la región se mantiene en el primer trimestre de 2012.



Sin embargo se han registrado diferencias significativas a nivel de países. Las economías más importantes, Alemania y Francia, tuvieron un desempeño mejor al previsto durante el cuarto trimestre de 2011; en el caso de Francia la actividad económica registró una expansión (0,9 por ciento) y en el caso de Alemania, una leve contracción (0,7 por ciento versus 1,2 por ciento esperado).

En Alemania, el dinamismo de la inversión, particularmente en el sector construcción, ha sido un factor decisivo en el resultado del PBI del cuarto trimestre de 2011; en tanto que, la recuperación de la confianza del inversionista y el mantenimiento de las condiciones del mercado laboral han venido pesando en los meses recientes. Sin embargo, las exportaciones alemanas del último trimestre de 2011 y las órdenes de exportación manufactureras en los dos primeros meses del presente año señalarían el mantenimiento de los riesgos al crecimiento en la principal economía de la región.

Por el contrario, las economías con problemas de deuda han registrado contracciones significativas superiores a las expectativas del mercado (destaca la contracción de 5 por ciento de Portugal). Los indicadores recientes muestran que esta divergencia se mantiene en lo que va del año.





En línea con estos desarrollos, se ha mantenido la proyección de una ligera contracción en la Eurozona para 2012 (0,6 por ciento). A nivel de países, Alemania sería la única economía en registrar expansión. Respecto al Reporte previo, se ha corregido ligeramente al alza la evolución de las dos economías más grandes (Alemania y Francia). Asimismo, el principal riesgo para esta proyección, aunque menor respecto al Reporte anterior, sigue siendo la crisis de deuda soberana. A pesar de los avances recientes, se mantiene la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunas economías.

5. En **Japón**, el crecimiento del PBI fue negativo en 2011 (-0,9 por ciento) debido principalmente a los desastres naturales de marzo (terremoto) y octubre (inundaciones en Tailandia que cortaron la cadena logística de distribución, afectando las exportaciones de toda la región asiática). Sólo en el tercer trimestre se observó una tasa de crecimiento positiva (7 por ciento anualizada), apoyada por los estímulos fiscal y monetario. En el cuarto trimestre la actividad volvió a contraerse (2,3 por ciento), debido a los problemas financieros en Europa y a los desastres naturales que continuaron en Tailandia.

Se espera que Japón retome la senda de crecimiento en 2012 en la medida que la situación en Europa se vaya resolviendo y se supere los efectos de los desastres naturales. Por ello, se mantiene la proyección de crecimiento de Japón en 1,9 por ciento para 2012 y 2013.

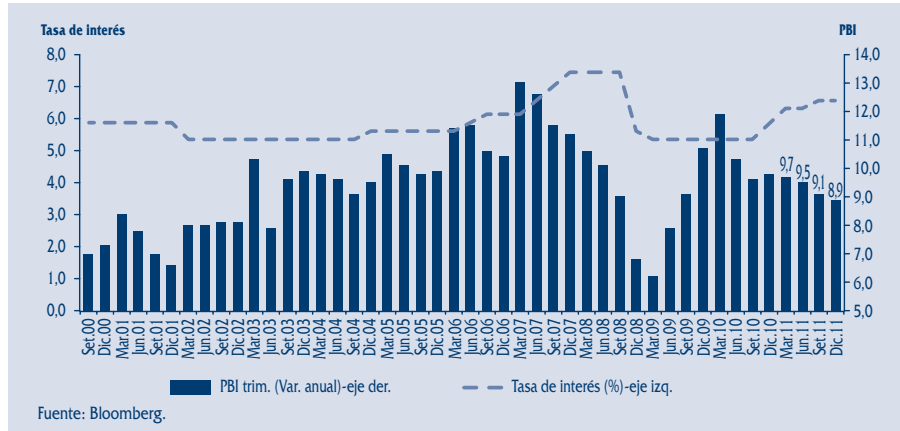
6. Se espera que las economías emergentes continúen creciendo a tasas altas durante 2012 y 2013 debido principalmente al dinamismo de la inversión en Asia emergente. Se estima que esta región seguiría creciendo a tasas superiores a 7 por ciento.

Durante 2012 el crecimiento en **China** continuaría elevado (8,2 por ciento) debido al dinamismo de la inversión pública y privada pero se desaceleraría respecto a lo registrado durante 2011 (9,2 por ciento) por el menor dinamismo del sector externo (una tercera parte del comercio chino es con Europa) y por las medidas tomadas por las autoridades con la finalidad de evitar la formación de burbujas de precios en los mercados de activos. Debido al probable sobrecalentamiento del sector inmobiliario, el incremento del crédito bancario y la creciente tasa de inflación, las autoridades chinas implementaron durante 2011 una serie de medidas entre las que destacan, las restricciones a las compras de segunda y tercera vivienda, las mayores cuotas hipotecarias, los límites a los préstamos por entidad bancaria, el incremento de la tasa de interés y el requerimiento de encaje bancario, entre otros.

Recientemente, en el marco del Plan Quinquenal XII (2012-2017), las autoridades chinas revisaron la tasa de crecimiento de la economía para 2012 de 8,0 a 7,5 por ciento. Esta tasa no constituye un objetivo pero sí es una señal al mercado de que el dinamismo de la economía china debe ir reduciéndose paulatinamente. Durante la década pasada, por ejemplo, la tasa de crecimiento promedio de la economía china fue 9,4 por ciento (8,7 por ciento en el quinquenio 2000-2005 y 10,2 en el quinquenio 2006-2010), mientras que la tasa anunciada por el gobierno fue de 8,0 por ciento.



**Gráfico 10**  
**CHINA: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PBI Y TASA DE INTERÉS**



**CUADRO 3**  
**INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA: 2010 - 2012**

	2010	2011			2012	
	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre	Diciembre	Febrero
Índice PMI de manufactura (50 nivel neutral)	53,9	53,4	50,9	51,2	50,3	51,0
Producción Industrial (var.% 12 meses)	13,5%	14,8%	15,1%	13,8%	12,8%	11,5%
Inversión en activos fijos (var.% 12 meses)	24,5%	25,0%	25,6%	24,9%	23,8%	21,5%
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	19,1%	17,4%	17,7%	17,7%	18,1%	14,7%
Exportaciones (var.% 12 meses)	17,9%	35,8%	17,9%	17,1%	13,4%	18,4%
Importaciones (var.% 12 meses)	25,6%	27,3%	19,3%	20,9%	11,8%	39,6%
Nuevos préstamos (Miles millones de yuanes)	481	679	634	470	641	711
IPC (var.% 12 meses)	4,6%	5,4%	6,4%	6,1%	4,1%	3,2%
IPC alimentos (var.% 12 meses)	9,6%	11,7%	14,4%	13,4%	9,1%	6,5%

Fuente: Bloomberg.

7. En **América Latina**, los indicadores mensuales de actividad y de producción industrial muestran cierta desaceleración del crecimiento durante los dos primeros meses del año. Se prevé que la región crezca 3,7 por ciento en 2012, menor al 4,3 por ciento registrado el año pasado.

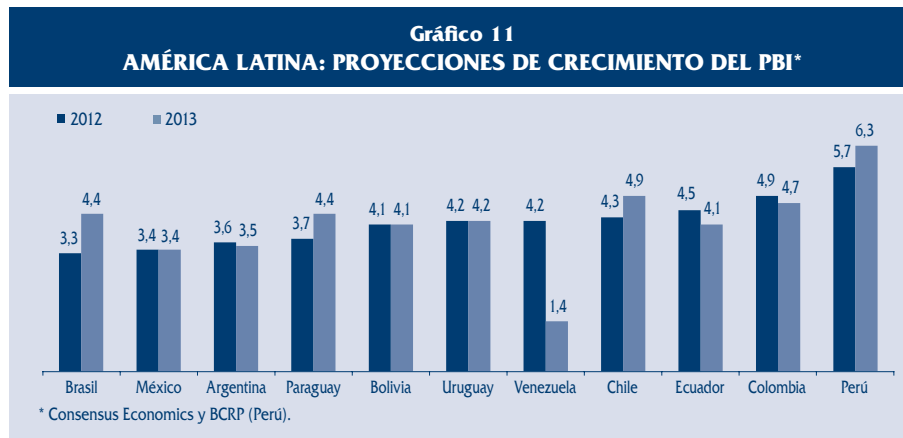
Estos resultados reflejan la continuación de la tendencia observada en el año 2011 cuando el ritmo de crecimiento económico disminuyó a lo largo del año. El crecimiento fue liderado por la demanda interna, el cual fue contrarrestado por el cada vez menor estímulo externo y crecimiento del sector industrial. De los países con metas de inflación, Chile y Colombia presentaron las mayores tasas de crecimiento respecto





al año previo. En Brasil, el crecimiento se desaceleró producto del debilitamiento del consumo y de la inversión privada.

Se han observado también presiones inflacionarias (tanto por factores de oferta como de demanda), por lo que muchas economías de la región optaron por elevar las tasas de interés durante el primer semestre de 2011 y hacer una pausa en el retiro del estímulo monetario a partir del segundo semestre. Sin embargo, los distintos grados de desaceleración determinaron diferentes reacciones de política entre estas economías. Así, mientras que Brasil ha recortado su tasa de política en 225 pbs. desde agosto, el Banco de la República de Colombia la ha incrementado en 50 pbs. en lo que va del año.



En Europa del Este se registró, en promedio, un moderado crecimiento durante 2011, con marcadas diferencias como en los casos de Hungría y Turquía que habrían crecido 1,7 y 8,1 por ciento respectivamente. Para 2012 y 2013 las tasas de crecimiento serían menores debido principalmente a la evolución en la Eurozona, efecto que sería parcialmente contrarrestado por los altos precios de los *commodities* tales como petróleo y gas.

### Mercados Financieros

8. Los mercados financieros estuvieron fuertemente influidos por la incertidumbre respecto a Grecia y a otras economías de la Eurozona con problemas de deuda. Hacia el cierre del presente Reporte la volatilidad en los mercados se ha reducido. El índice VIX ha caído desde niveles de 23 al cierre de 2011 a 18 a inicios de marzo. Este resultado estaría reflejando, además de la menor aversión tras el acuerdo con Grecia, las mejores perspectivas de crecimiento mundial, en particular para las economías desarrolladas más importantes, como EUA y Alemania. Los indicadores del mercado de deuda soberana, de dinero, cambiarios y bolsas mundiales han reflejado esta menor aversión al riesgo.

**Gráfico 12**  
**COEFICIENTE DE AVERSIÓN AL RIESGO: VIX (S&P'500) 1/**  
(Enero 2008 - Marzo 2012)



Fuente: Bloomberg.

1/ Es el coeficiente de volatilidad implícita derivado del mercado de opciones en el S&P'500. El incremento del coeficiente mide mayor aversión al riesgo en los mercados bursátiles.

9. En los mercados de **deuda soberana** las condiciones financieras mejoraron significativamente, en particular para los mercados italianos que venían siendo afectados por los temores de contagio. Las medidas de ajuste fiscal y reformas estructurales anunciadas, el nuevo pacto fiscal y las medidas de política monetaria dadas por el Banco Central Europeo (BCE) han influido positivamente en la evolución de estos mercados, aunque aún no se ha logrado alcanzar las condiciones previas a la crisis de deuda.

**Cuadro 4**  
**SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS**

	Fin de período					Variaciones en pbs			
	Dic.08 (5)	Dic.09 (4)	Dic.10 (3)	Dic.11 (2)	Mar.12* (1)	Dic.11 (1)/(2)	Dic.10 (1)/(3)	Dic.09 (1)/(4)	Dic.08 (1)/(5)
<b>CDS (pbs)</b>									
EUA	67	38	42	49	32	-17	-10	-6	-35
Reino Unido	107	83	74	98	61	-37	-13	-22	-46
Alemania	46	26	59	102	72	-31	12	45	26
Francia	54	32	107	220	174	-46	67	142	120
España	101	113	348	380	405	24	57	291	304
Italia	157	109	238	484	366	-118	128	257	209
Grecia	232	283	1 026	8 786	25 423	16 636	24 396	25 139	25 191
Portugal	96	92	497	1 082	1 323	242	826	1 232	1 227
Irlanda	181	158	619	724	632	-93	12	474	451
<b>Rendimiento del Tesoro de 10 años (%)</b>									
EUA	2,21	3,84	3,29	1,88	2,28	40	-101	-156	7
Reino Unido	3,02	4,02	3,40	1,98	2,37	39	-103	-165	-65
Alemania	2,95	3,39	2,96	1,83	1,97	14	-99	-142	-98

Fuente: Bloomberg.

\*Al 15 de marzo.

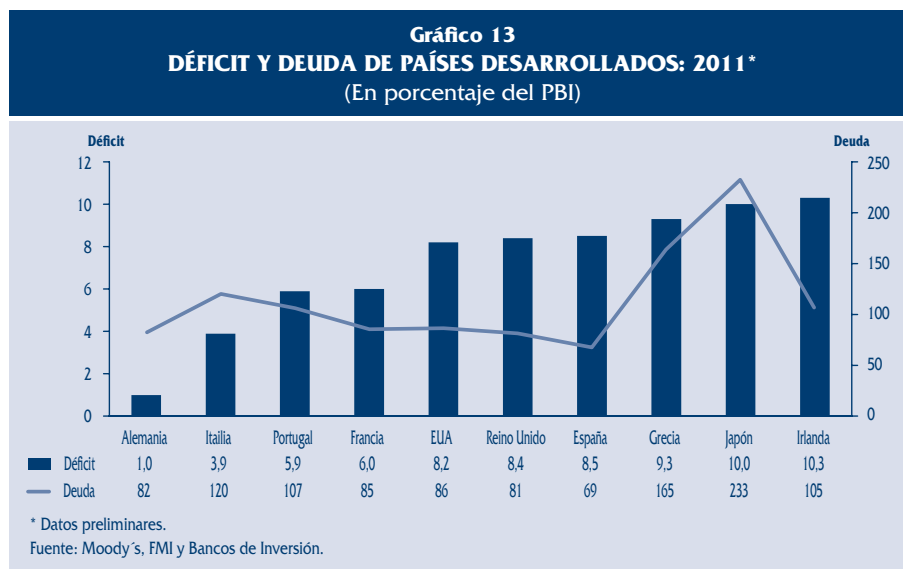




En los países con programas de rescate (Grecia, Portugal e Irlanda) las condiciones financieras no han mostrado señales de mejoría y siguen reflejando una débil posición. En Grecia, Portugal e Irlanda aún se mantiene la incertidumbre respecto a la solidez financiera de largo plazo.

En Grecia, la aprobación de la reestructuración de deuda y las medidas adicionales de ajuste fiscal no han logrado revertir los temores de insolvencia. En Portugal e Irlanda, pese a que las revisiones de los programas con el FMI/UE/BCE han sido positivas (las metas fiscales se han venido cumpliendo), se han mantenido los temores de que Portugal necesite un acuerdo PSI (*Private Sector Involvement*) similar al de Grecia y de que el resultado del próximo referéndum irlandés sobre el nuevo pacto fiscal impida, en el futuro, el acceso de Irlanda al fondo de rescate europeo permanente (ESM). La firma del nuevo pacto fiscal es una condición necesaria para recibir recursos del fondo europeo. El pacto fiscal implica un límite de déficit fiscal estructural para cada país de 0,5 por ciento del PBI, que de no cumplirse, implicará una penalidad de hasta 0,1 por ciento del PBI; y una reducción gradual del ratio de deuda a 60 por ciento del PBI. Este pacto fue aprobado por los principales líderes europeos en febrero y ratificado en la cumbre de marzo.

En el caso de España las condiciones financieras hasta fines de febrero mejoraron significativamente. Sin embargo, desde marzo, las condiciones de los mercados empeoraron con la modificación de la meta de déficit fiscal para este año, de 4,4 (inicialmente establecida) a 5,3 por ciento del PBI (luego del 8,5 por ciento en 2011) luego de la negociación entre el gobierno y los líderes europeos.



**Cuadro 5**  
**INDICADORES DE ALGUNAS ECONOMÍAS DE EUROPA**

	2008	2009	2010	2011
<b>Países con programa de la UE/FMI</b>				
<b>Grecia</b>				
Crecimiento (%)	-0,2	-3,3	-3,5	-6,9
Spreads CDS (pbs) 1/	232	286	1 010	8 786
Resultado fiscal (% del PBI)	-10,0	-15,7	-10,6	-9,3
Ratio de deuda (% del PBI)	113	129	145	165
Inflación promedio anual (%)	4,1	1,2	4,7	3,3
Desempleo (%)	8,9	10,2	14,8	21,0
<b>Irlanda</b>				
Crecimiento (%)	-3,0	-7,0	-0,4	0,9
Spreads CDS (pbs) 1/	181	158	609	724
Resultado fiscal (% del PBI)	-7,3	-14,2	-31,3	-10,3
Ratio de deuda (% del PBI)	44	65	93	105
Inflación promedio anual (%)	4,1	-4,5	-1,0	2,6
Desempleo (%)	8,6	13,1	14,6	14,3
<b>Portugal</b>				
Crecimiento (%)	0,0	-2,9	1,4	-1,6
Spreads CDS (pbs) 1/	96	92	501	1 082
Resultado fiscal (% del PBI)	-3,7	-10,1	9,8	-5,9
Ratio de deuda (% del PBI)	72	83	93	107
Inflación promedio anual (%)	2,6	-0,8	1,3	3,7
Desempleo (%)	7,8	10,1	11,1	14,0
<b>Países sin programa de la UE/FMI</b>				
<b>España</b>				
Crecimiento (%)	0,9	-3,7	-0,1	0,7
Spreads CDS (pbs) 1/	101	114	350	380
Resultado fiscal (% del PBI)	-4,1	-11,1	-9,2	-8,5
Ratio de deuda (% del PBI)	40	53	61	69
Inflación promedio anual (%)	4,1	-0,2	2,0	3,2
Desempleo (%)	13,9	18,8	20,3	22,9
<b>Italia</b>				
Crecimiento (%)	-1,2	-5,5	1,8	0,4
Spreads CDS (pbs) 1/	157	109	240	484
Resultado fiscal (% del PBI)	-2,7	-5,3	-4,6	-3,9
Ratio de deuda (% del PBI)	106	116	119	120
Inflación promedio anual (%)	3,3	0,8	1,5	2,8
Desempleo (%)	6,9	8,3	8,3	8,1
1/ A fines de período. Fuente: Eurostat, FMI, Moody's y otros.				

10. La menor aversión al riesgo también ha favorecido la evolución de los mercados de deuda de los países de América Latina. Los *spreads* crediticios de la región presentan una tendencia a la baja desde enero, revirtiendo el comportamiento presentado en el último trimestre de 2011. Las mayores correcciones de los *spreads* EMBIG y CDS se presentaron en Brasil y Chile, respectivamente.





**Cuadro 6  
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES**

	Información a fines de período						Diferencia de marzo respecto a:			
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Dic.11	Dic.10	Dic.09	Dic.08
<b>EMBIG (pbs.)</b>										
Perú	178	509	165	165	216	152	-64	-13	-13	-357
Brasil	220	429	189	189	225	169	-56	-20	-20	-260
Chile	151	343	95	115	172	146	-26	31	51	-197
Colombia	195	498	203	172	191	142	-49	-30	-61	-356
Emergentes	255	724	294	289	426	323	-104	34	28	-402
<b>CDS (pbs.)</b>										
Perú	116	303	124	113	172	121	-51	8	-3	-181
Brasil	103	299	123	111	161	121	-39	10	-2	-177
Chile	30	203	69	84	132	89	-43	5	20	-114
Colombia	130	308	144	113	154	110	-44	-3	-34	-198
México	70	292	134	113	153	113	-40	0	-21	-179

Fuente: Bloomberg.

\* Al 15 de marzo.

11. En los **mercados de dinero** las condiciones han mejorado significativamente, particularmente en los mercados europeos. Como se informó en el Reporte de diciembre, las condiciones del mercado de dinero americano siguieron reflejando las bajas tasas de interés en EUA y la limitada exposición de la banca americana a la crisis de deuda europea.

**Gráfico 14  
SPREAD ENTRE LAS TASAS EN US\$ LIBOR A 3 MESES Y O/N DEL MERCADO SWAP (OIS) 1/**  
(Enero 2008 - Marzo 2012)



A diferencia del Reporte previo, las condiciones de los mercados europeos mejoraron significativamente. Las tasas interbancarias europeas han venido reduciéndose debido a las dos inyecciones de liquidez a 3 años del BCE (€489 mil millones en diciembre 2011 y €530 mil millones en febrero 2012) y el relajamiento de las exigencias crediticias para los colaterales usados por la banca.

Esta mayor expansión de la liquidez por parte del BCE ha significado que el tamaño de su balance se ubique en niveles récords (€3 billones), y que, en términos del PBI (32 por ciento), exceda al de los principales bancos centrales –19 por ciento de la FED, 21 por ciento del Banco de Inglaterra (BoE) y 30 por ciento del Banco de Japón (BoJ)–. Con

ello, el saldo de préstamos del BCE a la banca (a través de sus principales operaciones de refinanciación) se ubicó en € 1,2 billones –nivel récord– y registró una duración promedio de 976 días. Los bancos más favorecidos han sido los españoles e italianos. Por otro lado, esta expansión de liquidez ha regresado, por ahora, al BCE bajo la forma de depósitos remunerados *overnight* (O/N). Luego de la segunda inyección del BCE a 3 años, los depósitos O/N de la banca en el BCE alcanzaron nivel récord de €821 mil millones.

Asimismo, la banca en las economías sin programas de rescate ha comenzado a acceder al financiamiento del mercado. Por ejemplo, desde enero de este año, el mercado de fondos de dinero americano ha vuelto a incrementar su exposición en la banca francesa.

En este contexto los principales indicadores del mercado de dinero reflejan menores riesgos crediticios bancarios. El *spread* entre las tasas interbancarias (Euribor) y las *Overnight* del mercado *swaps* (OIS) se ha venido reduciendo. En el caso del financiamiento en dólares, como ya se venía observando desde el Reporte previo, los *spreads* de las tasas *swaps* cambiarias también han mejorado.

**Gráfico 15**  
**SPREAD ENTRE LAS TASAS EN EUROS LIBOR (EURIBOR) A 3 MESES Y O/N DEL MERCADO SWAP (OIS) 1/**  
(Enero 2008 - Marzo 2012)

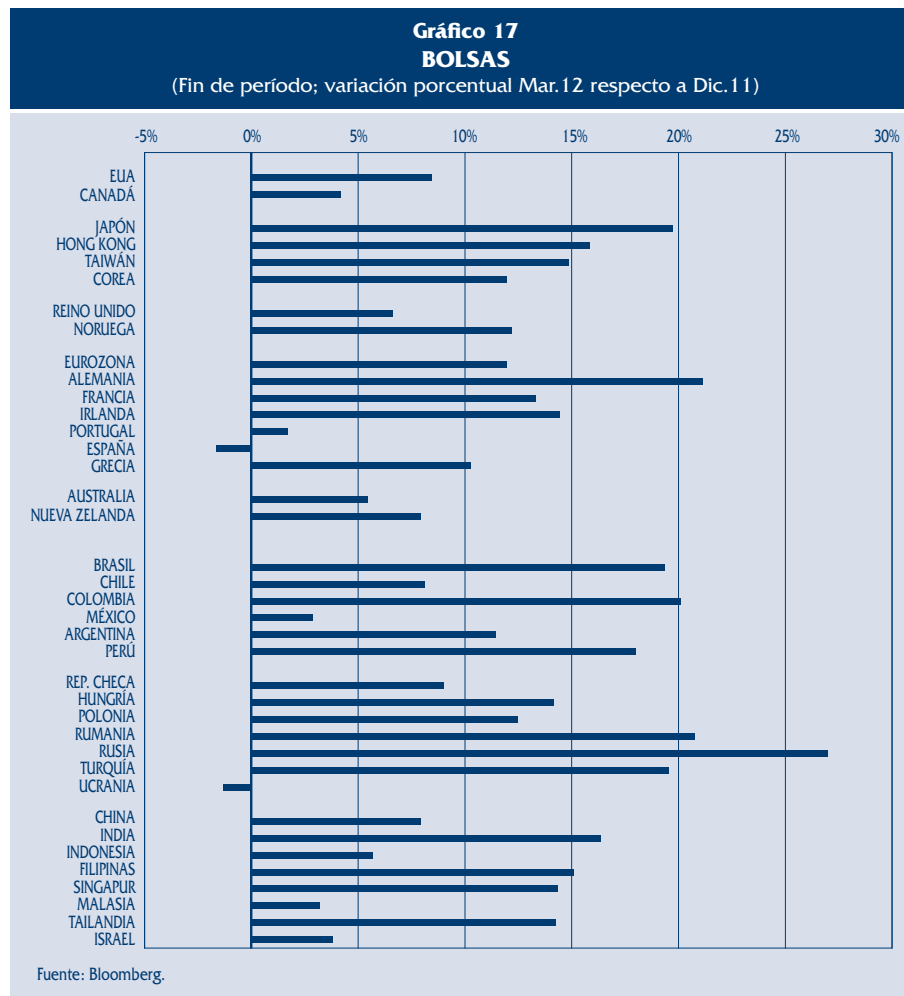


**Gráfico 16**  
**EURO/DOLAR BASIS SWAP DE 3 MESES 1/**  
(Enero 2008 - Marzo 2012)





12. En lo que va del año los principales mercados bursátiles han registrado ganancias y, en algunos casos, han logrado revertir las pérdidas observadas durante 2011. Entre las economías desarrolladas destaca la ganancia de la bolsa de Japón (en parte por la depreciación del yen) y la de Alemania (en parte por las mejores condiciones financieras asociadas con la evolución de la crisis de deuda); entre las emergentes, destacan las bolsas de Colombia, Brasil y Perú en la región, y la de Rusia y Turquía en Europa. La mejor evolución de las bolsas emergentes se explicaría por el aumento de los precios de los *commodities* (metales y petróleo), así como por la menor aversión al riesgo.



13. El dólar ha comenzado a revertir ligeramente la apreciación observada durante el año 2011 básicamente por la reducción de la aversión al riesgo y el mantenimiento de las bajas tasas de interés en EUA. En lo que va del año, de acuerdo a la canasta que elabora la FED (que considera las monedas de los principales socios comerciales), el dólar se ha depreciado alrededor de 2 por ciento.





Respecto a las principales monedas de países desarrollados, el dólar ha visto limitada su tendencia depreciatoria básicamente por las medidas de relajamiento monetario practicadas por los principales bancos centrales. Así, respecto a la libra y al euro, la depreciación del dólar (alrededor de 1 por ciento) estuvo limitada por las medidas del BCE y BoE. Para contrarrestar los efectos de la crisis de deuda soberana de la Eurozona, el BCE ha venido incrementado de manera significativa la liquidez (desde fines de 2011) y el BoE ha elevado su programa de compra de activos en £50 mil millones (de £275 a £325 mil millones).

En cuanto al yen, el dólar se ha apreciado 5 por ciento por el programa de compra de activos del BoJ (en 10 trillones de yenes), las señales del gobierno japonés de intervención cambiaria para evitar la apreciación del yen y las peores perspectivas de crecimiento para el país nipón.

14. En lo que va del año las monedas de la región se han apreciado respecto al dólar, con excepción del peso argentino. Este comportamiento se sustenta en la mayor entrada neta de flujos de capitales, la menor aversión al riesgo y en el aumento de los precios de los *commodities*. Destaca la apreciación del peso colombiano (8,1 por ciento) y del peso mexicano (6,8 por ciento). El comportamiento del peso colombiano se explica por el alza de los precios del petróleo, por las decisiones del Banco de la República de aumentar su tasa de política (50 pbs. en lo que va del año) y por los importantes flujos de capitales de inversión. Por su parte, la moneda mexicana se ha apreciado en línea con las mejores perspectivas de la economía estadounidense, principalmente.

En este contexto los bancos centrales han tomado medidas para atenuar las presiones apreciatorias. En Colombia se reactivó el programa de compras *spot* diarias por US\$ 20 millones, extendido hasta agosto del presente año. En Brasil, el banco central ha intervenido repetidamente en los mercados cambiarios, *spot* y derivados, para

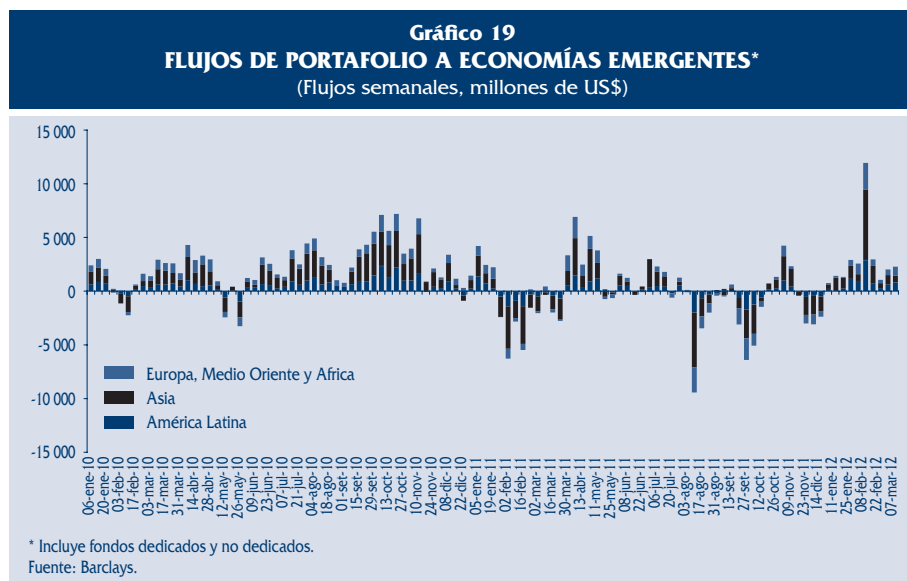




contrarrestar la apreciación de la moneda local. Asimismo, el gobierno tomó otras medidas para aminorar el flujo de capitales hacia el país, como la extensión de la cobertura de un impuesto a las operaciones financieras a préstamos y bonos del exterior.

Cuadro 7 TIPOS DE CAMBIO (Fin de período)								
	u.m. por US\$						Var.% respecto	
	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Mar.12 *	Dic.11	Dic.10
Canadá	0,996	1,217	1,052	0,997	1,019	0,992	-2,7	-0,5
Japón	111,33	90,60	92,90	81,15	76,94	83,50	8,5	2,9
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,985	1,463	1,616	1,560	1,554	1,571	1,1	0,7
Eurozona (US\$/u.m.)	1,459	1,398	1,432	1,338	1,295	1,308	1,0	-2,2
Suiza	1,1335	1,0669	1,0355	0,9335	0,938	0,923	-1,6	-1,2
Brasil	1,779	2,313	1,743	1,659	1,863	1,798	-3,5	8,4
Chile	497,7	635,5	507,2	467,8	519,3	481,9	-7,2	3,0
Colombia	2 017	2 246	2 040	1 915	1 936	1 760	-9,1	-8,1
México	10,89	13,65	13,06	12,36	13,95	12,66	-9,3	2,4
Argentina	3,151	3,454	3,799	3,979	4,302	4,353	1,2	9,4
Perú	2,999	3,136	2,890	2,808	2,697	2,673	-0,9	-4,8
Hungría	172,83	188,30	187,96	208,15	243,28	222,14	-8,7	6,7
Polonia	2,47	2,96	2,86	2,96	3,44	3,15	-8,5	6,5
Rusia	24,57	30,53	30,31	30,57	32,19	29,35	-8,8	-4,0
Turquía	1,17	1,54	1,50	1,54	1,88	1,80	-4,7	16,8
China	7,30	6,82	6,83	6,59	6,29	6,33	0,5	-4,0
India	39,38	48,58	46,40	44,70	53,01	50,28	-5,1	12,5
Israel	3,85	3,78	3,79	3,52	3,81	3,77	-1,1	6,9

Fuente: Bloomberg y Reuters.  
\* Al 15 de marzo.



## Decisiones de Política Monetaria

15. En lo que va de 2012, la mayoría de bancos centrales mantuvo sus tasas de interés en un contexto de incertidumbre sobre la evolución de la crisis financiera en Europa. De los 32 países a los que se les hace seguimiento, 20 no hicieron modificaciones mientras que 9 la redujeron (dentro de este grupo destaca la reducción de Brasil en 125 pbs.). Por el contrario, en lo que va del año, Colombia elevó su tasa en 50 pbs. ante el dinamismo que presenta la actividad económica desde el cuarto trimestre de 2011 y el crecimiento acelerado del crédito.

**Cuadro 8**  
**TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

	Set.08	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Variación (pbs.) acumulada			
							Dic.11	Dic.10	Dic.09	Set.08
<b>Países que han mantenido tasas en el primer trimestre de 2012</b>										
Australia	7,00	4,25	3,75	4,75	4,25	4,25	0	-50	50	-275
BCE	4,25	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	0	-325
Canadá	3,00	1,50	0,25	1,00	1,00	1,00	0	0	75	-200
Corea del Sur	5,25	3,00	2,00	2,50	3,25	3,25	0	75	125	-200
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0	-175
Hungría	8,50	10,00	6,25	5,75	7,00	7,00	0	125	75	-150
India	9,00	6,50	4,75	6,25	8,50	8,50	0	225	375	-50
Islandia	15,50	18,00	10,00	4,50	4,75	4,75	0	25	-525	-1 075
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	0	-40
Malasia	3,50	3,25	2,00	2,75	3,00	3,00	0	25	100	-50
México	8,25	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	0	-375
Nueva Zelanda	7,50	5,00	2,50	3,00	2,50	2,50	0	-50	0	-500
Pakistán	13,00	15,00	12,50	14,00	12,00	12,00	0	-200	-50	-100
Perú	6,50	6,50	1,25	3,00	4,25	4,25	0	125	300	-225
Polonia	6,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,50	0	100	100	-150
Reino Unido	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	0	-450
Sudáfrica	12,00	11,50	7,00	5,50	5,50	5,50	0	0	-150	-650
Suiza	2,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0	-250
Taiwán	3,50	2,00	1,25	1,63	1,88	1,88	0	25	63	-163
Turquía	16,75	15,00	6,50	6,50	5,75	5,75	0	-75	-75	-1 100
<b>Países que han aumentado tasas en el primer trimestre de 2012</b>										
Colombia	10,00	9,50	3,50	3,00	4,75	5,25	50	225	175	-475
<b>Países que han disminuido tasas en el primer trimestre de 2012</b>										
Brasil	13,75	13,75	8,75	10,75	11,00	9,75	-125	-100	100	-400
Chile	8,25	8,25	0,50	3,25	5,25	5,00	-25	175	450	-325
Filipinas	6,00	5,50	4,00	4,00	4,50	4,00	-50	0	0	-200
Indonesia	9,25	9,25	6,50	6,50	6,00	5,75	-25	-75	-75	-350
Israel	4,25	2,50	1,25	2,00	2,75	2,50	-25	50	125	-175
Noruega	5,75	3,00	1,75	2,00	1,75	1,50	-25	-50	-25	-425
Serbia	15,75	17,75	9,50	11,50	9,75	9,50	-25	-200	0	-625
Suecia	4,75	2,00	0,25	1,25	1,75	1,50	-25	25	125	-325
Tailandia	3,75	2,75	1,25	2,00	3,50	3,00	-50	100	175	-75
<b>Países que no se han reunido en el primer trimestre de 2012</b>										
China	7,20	5,31	5,31	5,81	6,56	6,56	0	75	125	-64
Uruguay	7,25	7,75	6,25	6,50	8,75	8,75	0	225	250	150

Fuente: Reuters y Bloomberg.





### Términos de intercambio y precios de *commodities*

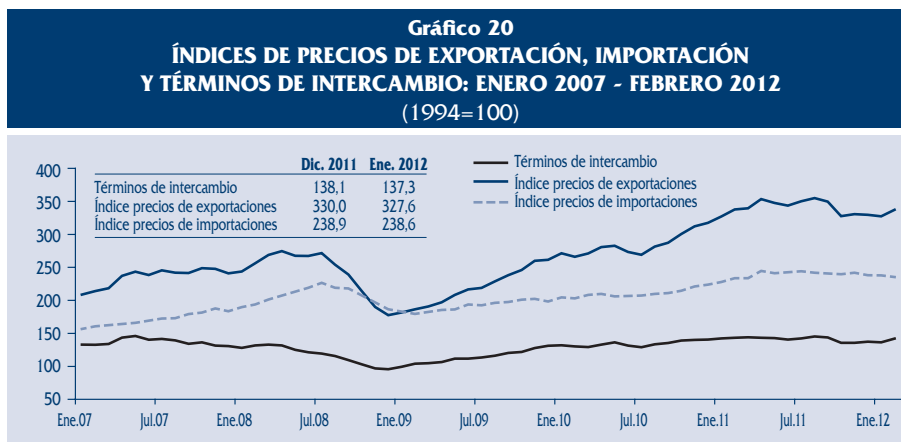
16. Durante el año 2011 los precios de los *commodities* se vieron favorecidos por los altos niveles de liquidez internacional, los bajos niveles de inventarios y por algunas restricciones de oferta, en particular en el primer semestre del año. Las liquidaciones de posiciones no comerciales generadas por la mayor aversión al riesgo asociada a la crisis de la Eurozona y los temores de menor crecimiento mundial limitaron esta tendencia.

El año pasado los **términos de intercambio** subieron 5 por ciento debido al mayor aumento de los precios de nuestros productos de exportación respecto a los de importación, particularmente en el primer semestre del año. En el cuarto trimestre, la recuperación de los términos de intercambio se explica por la mayor corrección a la baja de los precios de importación, especialmente los alimentos.

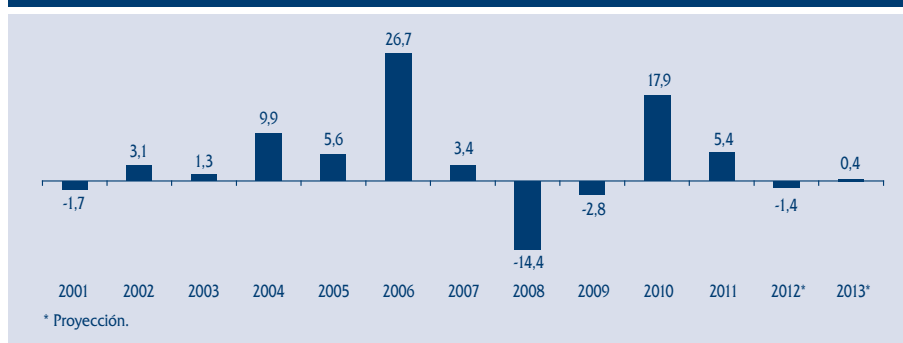
Los precios de nuestras exportaciones registraron un alza de 20 por ciento en 2011, destacando el incremento del precio del oro favorecido por la mayor demanda de inversionistas como activo de refugio en una coyuntura de elevada liquidez internacional y aversión al riesgo global. Los precios de importación se elevaron 14 por ciento, principalmente por el aumento de los precios del petróleo y de alimentos como el maíz y el aceite de soya.

En lo que va del año los términos de intercambio han continuado con el comportamiento alcista iniciado en noviembre, principalmente por el aumento del precio del cobre que se ve impulsado por los datos favorables de crecimiento y actividad manufacturera de EUA y China. Se estima que para el resto del año los precios se corrijan levemente. Por ello se prevé una disminución promedio de los términos de intercambio de 1,4 por ciento para 2012 y un aumento de 0,4 por ciento para 2013.

En promedio, para 2012, se prevé una menor caída de los precios de exportación debido principalmente a los mayores precios esperados de cobre respecto a los estimados en el Reporte de diciembre. Por el contrario, los precios de importación tendrían una ligera mayor caída que la estimada en el Reporte anterior, en línea con la menor inflación externa esperada, que se compensa, parcialmente, por el ajuste al alza de los precios de alimentos.



**Gráfico 21**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2013**  
(Variaciones porcentuales)



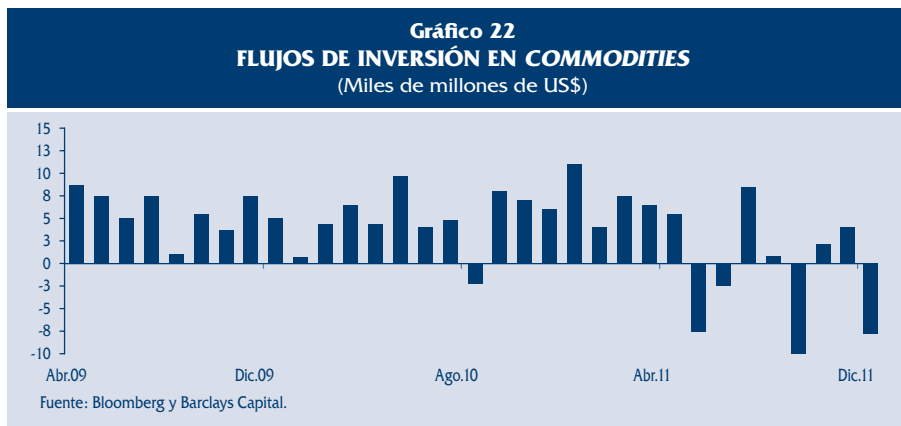
**Cuadro 9**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2010 - 2013**  
(Datos promedios anuales)

	Ejecución		2012		2013	
	2010	2011	RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>Términos de intercambio 1/</b>	<b>17,9</b>	<b>5,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>
<b>Precios de Exportaciones 1/</b>	<b>29,9</b>	<b>20,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>
Cobre (ctv US\$ por libra)	342	400	345	382	346	385
Zinc (ctv US\$ por libra)	98	100	91	93	94	95
Plomo (ctv US\$ por libra)	98	109	94	97	97	100
Oro (US\$ por onza)	1 225	1 570	1 675	1 675	1 675	1 675
<b>Precios de Importaciones 1/</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
Petróleo (US\$ por barril)	79	95	100	105	100	106
Trigo (US\$ por TM)	195	280	249	257	259	272
Maíz (US\$ por TM)	157	262	232	243	221	223
Aceite de Soya (US\$ por TM)	859	1 191	1 102	1 200	1 107	1 217

1/ Promedio var.% anual.

17. La elevada liquidez internacional, producto de las bajas tasas de interés, permitió una mayor demanda de *commodities* como activos alternativos de inversión en la primera parte del año pasado. Sin embargo, el deterioro del contexto internacional asociado a temores de agravamiento de la crisis europea generó salidas netas de fondos de estos mercados en setiembre y diciembre. En este último mes salieron US\$ 7,7 mil millones de los fondos que administran inversiones en *commodities*; con esto, en 2011 se invirtieron US\$ 15 mil millones (US\$ 67 mil millones en 2010), el menor nivel presentado desde 2002. Sin embargo, este menor flujo no se reflejó en disminuciones de los precios de los *commodities*, pues éstos encontraron soporte en restricciones de oferta (metales y alimentos) y en tensiones geopolíticas (petróleo). En enero de 2012 los fondos de inversión en *commodities* se recuperaron al registrarse una entrada neta de US\$ 3,7 mil millones. El mercado espera que, en el actual contexto de elevada liquidez, las posiciones no comerciales aumenten en el presente año.



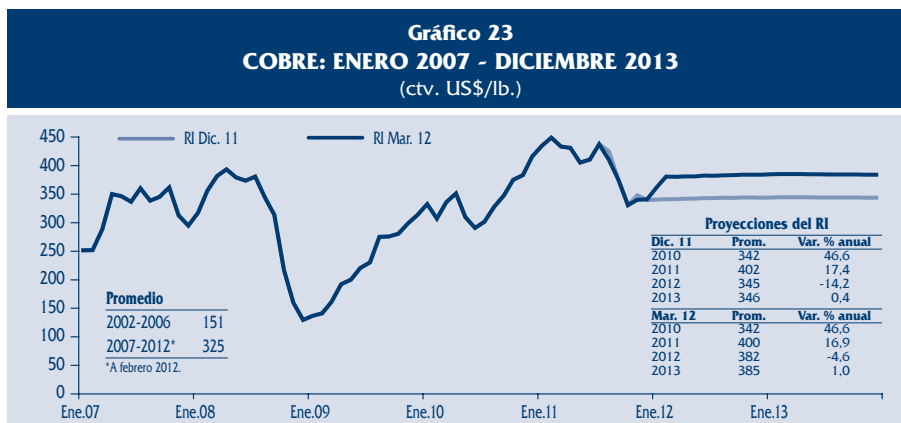


**Cobre**

18. En 2011 el precio del **cobre** se incrementó 17 por ciento, cerrando con una cotización promedio de US\$/lb. 3,43 en diciembre; sin embargo, mostró una tendencia a la baja durante gran parte del año. En los dos primeros meses del presente año el cobre aumentó 11 por ciento, revirtiendo esa tendencia.

Luego de alcanzar un promedio récord nominal histórico de US\$/lb. 4,48 en febrero de 2011 por restricciones de oferta en países productores como Chile, Indonesia, China y Perú, la cotización mostró una tendencia descendente hasta noviembre ante los temores de recesión mundial asociados al agravamiento de la crisis de deuda de Europa. En noviembre-diciembre de 2011, el precio del cobre se recuperó debido a problemas de oferta en países productores (cierre temporal de mina Grasberg en Indonesia, paralización por huelga en mina Cerro Verde en Perú y fallas técnicas en la mina Collahuasi en Chile).

En lo que va del año el precio del cobre se ha visto favorecido por datos de crecimiento y de actividad manufacturera de EUA y China mejores que los esperados. Por tal razón, se estima que en el horizonte de proyección los precios se estabilicen en un nivel mayor que el considerado en el Reporte de Inflación pasado.



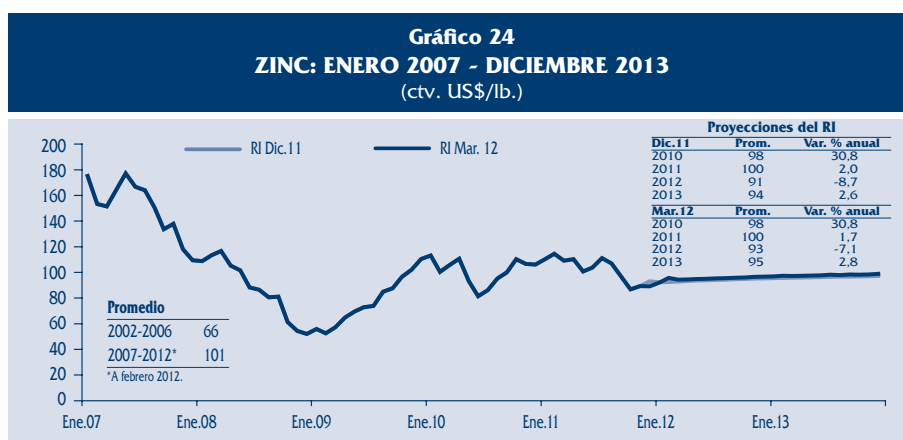
## Zinc

19. El precio promedio del **zinc** fue US\$/lb. 0,93 en febrero 2012, nivel que refleja un aumento de 8 por ciento en lo que va del año. Este aumento es mayor al registrado en 2011, cuando el precio internacional aumentó 1 por ciento.

Al igual que el cobre, durante gran parte de 2011, el precio del zinc mostró una tendencia a la baja afectada por los temores de menor actividad económica mundial así como por una mayor producción de zinc refinado y por un menor dinamismo en el consumo de Japón; todo esto en un contexto de inventarios en niveles máximos históricos. La tendencia a la baja fue limitada por restricciones de oferta en China (por regulaciones ambientales) y en Australia y EUA (por problemas técnicos).

El aumento del precio, los dos primeros meses del año, se explica en la mayor demanda especulativa, sustentada en el anuncio de cierre de algunas minas grandes en Canadá e Irlanda en los siguientes dos años y en las mejores perspectivas de la actividad de EUA.

Se estima que la cotización se estabilizará alrededor del precio actual (como se proyectó en el Reporte de Inflación pasado). Las restricciones de oferta de países productores como China se compensarían con la mayor producción de zinc refinado en China y EUA estimada para 2012.



## Oro

20. El precio del **oro** registró un incremento de 28 por ciento en 2011, cerrando el año con una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 642 en diciembre 2011. En los dos primeros meses del año, el precio del oro aumentó 6 por ciento.

El precio del oro mostró una tendencia alcista durante casi todo 2011, sustentada en la mayor demanda como activo alternativo de inversión y cobertura en un contexto de creciente incertidumbre sobre la recuperación de la economía mundial asociada a la crisis de deuda en Europa. La cotización llegó a un nivel máximo en setiembre (precio

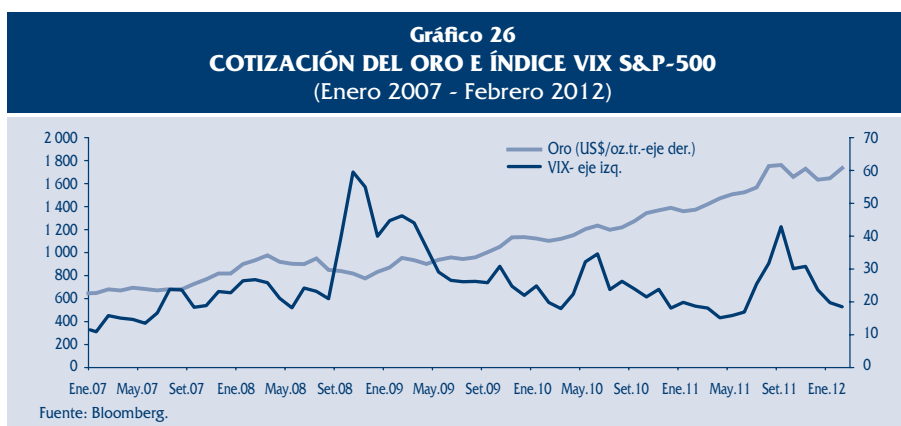
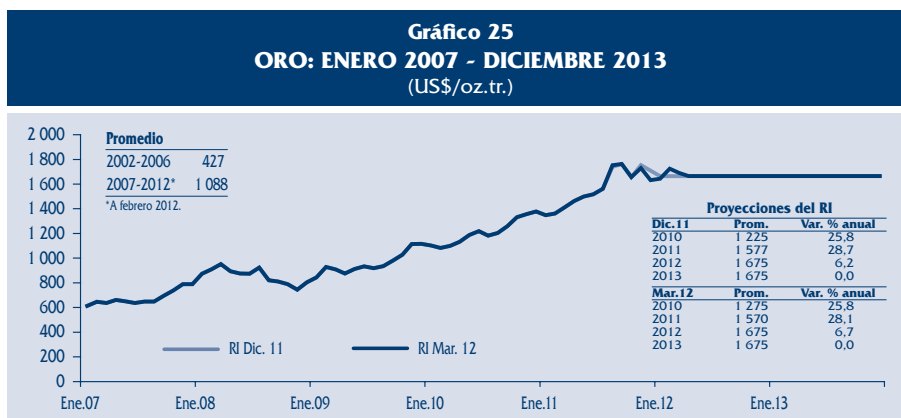




promedio US\$/oz.tr. 1 773) debido a la agudización de la crisis en Europa y al recorte del *rating* crediticio de EUA. Luego, en el último trimestre del año, el precio corrigió a la baja reflejo de las fuertes ventas por cierres contables, ajustes de portafolios y menor demanda de los sectores de joyería e industrial, así como una mayor preferencia por liquidez y la liquidación de contratos no comerciales en diciembre.

El incremento de los precios en lo que va de 2012 se explica por la depreciación del dólar y la percepción de riesgo que generó la demora de la aprobación del segundo paquete de rescate a Grecia. Asimismo, los temores inflacionarios generados por el alza de los precios del petróleo impulsaron los precios.

Se estima que el precio del oro se mantendrá elevado en el horizonte de proyección en un contexto de incertidumbre y de mayores compras de economías emergentes.



### Petróleo

- El precio del **petróleo** WTI subió 20 por ciento en 2011 alcanzando un promedio de US\$/bl. 98 en diciembre. En los dos primeros meses del año el precio del petróleo aumentó 4 por ciento.



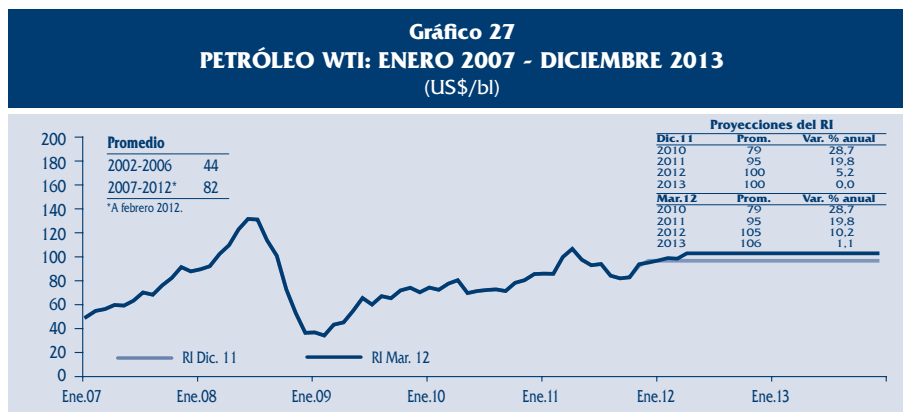
El alza del precio observada en 2011 se explica por la contracción de la oferta asociada a los disturbios sociales en los países de Medio Oriente y el Norte de África (en especial de Libia donde se redujeron drásticamente las exportaciones de petróleo), los ataques terroristas en Nigeria y las tensiones geopolíticas entre Irán y occidente.

El precio del crudo alcanzó su nivel más alto en abril (US\$/bl. 110 en promedio) reduciéndose paulatinamente hasta un nivel promedio de US\$/bl. 86 en setiembre, debido a las expectativas de menor demanda mundial en los países de la OECD, en especial en la Unión Europea por el impacto de la crisis de deuda. Por el lado de la oferta, la recuperación de la producción Libia y de sus exportaciones hacia fines de noviembre contribuyó a la reducción del precio.

Desde fines de 2011 el precio del crudo se vio impulsado por la situación geopolítica entre Irán y Occidente. En febrero del presente año, Irán anunció la prohibición de ventas a empresas petroleras de países europeos, generando expectativas de menor suministro de crudo.

En el horizonte de proyección se espera que el petróleo se cotice a niveles similares a los actuales, pero mayores que los estimados en el Reporte de Inflación de diciembre. El agravamiento de las tensiones entre Irán y Occidente representa un factor de riesgo al alza en este escenario central.

A diferencia de 2008, cuando los precios del petróleo alcanzaron niveles máximos históricos, actualmente la economía mundial se muestra más vulnerable ante una escalada de precios, en tanto que la recuperación económica podría verse afectada.



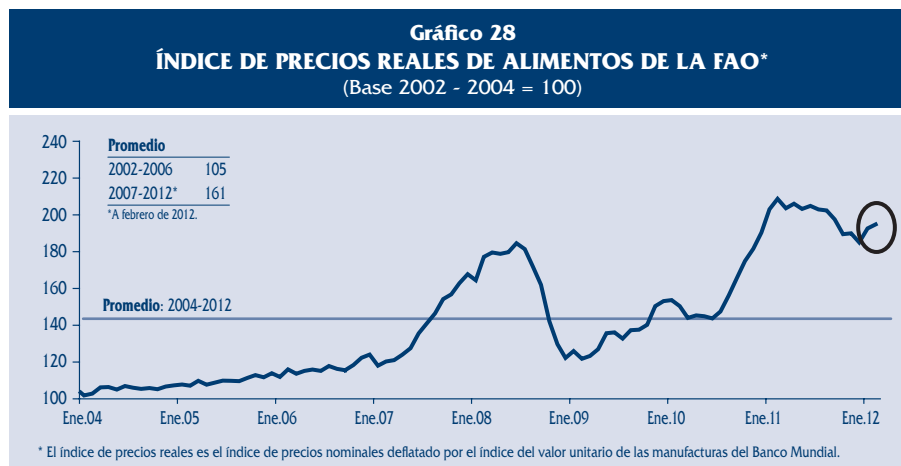
## Alimentos

22. En 2011, los precios de los **alimentos** presentaron incrementos explicados tanto por factores de oferta (factores climáticos y restricciones de países productores) como de demanda de países emergentes en un contexto de elevada liquidez e inventarios globales ajustados. Sin embargo, al igual que otros *commodities*, los precios de los alimentos se vieron afectados en la segunda parte del año por el deterioro del balance de riesgo global que impulsó a los inversionistas a liquidar posiciones en





activos riesgosos. Así, durante 2011, el índice de precios reales de alimentos de la FAO registró un aumento promedio de 26 por ciento. En los dos primeros meses de 2012 los precios de alimentos continúan mostrando una tendencia alcista; el índice FAO aumentó 5 por ciento en lo que va del año.



Según el Balance de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) de marzo 2012, la situación de los mercados mundiales de alimentos muestra una mejora (más holgura) en el caso del trigo, pues los inventarios finales globales de la campaña 2011/2012 aumentarían 5 por ciento respecto a los de la campaña anterior. Por su lado, el mercado mundial de aceite de soya mostraría condiciones más estrechas en esta temporada (los inventarios finales disminuirían 9 por ciento).

**Cuadro 10**  
**USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL**  
(Millones de toneladas)

	2009/10	2010/11	2011/12	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
<b>MAÍZ</b>					
Inventarios Iniciales	147,5	144,2	129,1	-2,3	-10,5
Producción	819,2	829,2	865,0	1,2	4,3
<b>Oferta Global</b>	<b>966,8</b>	<b>973,4</b>	<b>994,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>
Consumo Total	822,6	844,4	869,5	2,6	3,0
Inventarios Finales	144,2	129,1	124,5	-10,5	-3,5
<b>TRIGO</b>					
Inventarios Iniciales	167,1	202,3	199,5	21,1	-1,4
Producción	685,6	651,5	694,0	-5,0	6,5
<b>Oferta Global</b>	<b>852,6</b>	<b>853,8</b>	<b>893,5</b>	<b>0,1</b>	<b>4,6</b>
Consumo Total	650,3	654,4	683,9	0,6	4,5
Inventarios Finales	202,3	199,5	209,6	-1,4	5,1
<b>ACEITE DE SOYA</b>					
Inventarios Iniciales	2,9	3,1	3,0	3,7	-1,6
Producción	38,8	38,8	38,8	0,0	0,0
<b>Oferta Global</b>	<b>41,8</b>	<b>41,9</b>	<b>41,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>
Consumo Total	38,2	41,0	42,1	7,2	2,7
Inventarios Finales	3,1	3,0	2,7	-1,6	-9,0

Fuente: Departamento de Agricultura de EUA -Estimaciones de oferta y demanda mundial agrícola (WASDE) Marzo 2012.

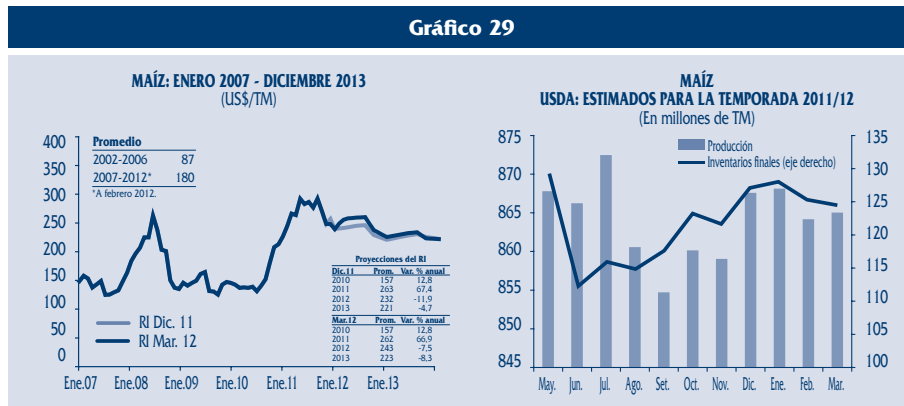
**Maíz**

23. En 2011 la cotización del **maíz** registró un incremento de 67 por ciento. En diciembre, el precio promedio fue US\$/TM 234, y en febrero 2012, US\$/TM 251, registrando una variación de 7 por ciento en lo que va del año.

Al inicio del año anterior, el precio del maíz se vio impulsado por la intensificación de los efectos del fenómeno de La Niña en algunos principales países productores. Luego, la creciente demanda para producir etanol en EUA y China, principalmente, impulsaron los precios. En la segunda mitad del año, el precio del maíz corrigió a la baja en línea con la mayor aversión al riesgo.

Desde los últimos meses de 2011, el precio del maíz se vio favorecido por las expectativas de menor oferta global, por temores de menor producción de países productores de América del Sur (Argentina, principalmente) debido a menores rendimientos por efectos del Fenómeno de La Niña.

Sin embargo, dadas las expectativas de mayor área destinada al cultivo de maíz en EUA, se estima que en el horizonte de proyección, los precios del maíz corrijan a la baja a niveles similares a los proyectados en el Reporte de Inflación de diciembre 2011, lo que determinaría que, en términos promedio, los precios disminuyan 8 por ciento en el presente año respecto al promedio de 2011.



**Trigo**

24. El precio internacional del **trigo** aumentó 44 por ciento en 2011, cerrando el mes de diciembre con una cotización promedio de US\$/TM 236. En los dos primeros meses de 2012, el precio del trigo aumentó 4 por ciento.

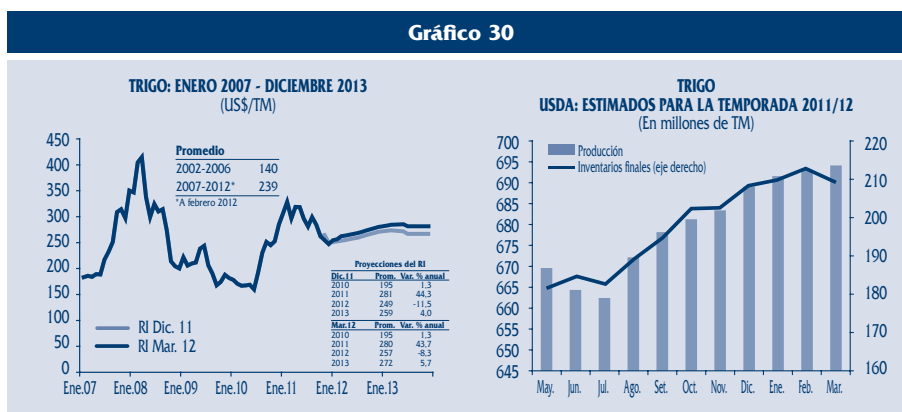
En la primera parte de 2011, el precio del trigo se vio favorecido por el comportamiento del maíz (bien sustituto), así como por las restricciones a las exportaciones en Rusia y Ucrania; sin embargo, durante el año, la cotización internacional presentó una tendencia a la baja, explicada por las sucesivas revisiones al alza de la producción





global por parte del USDA, así como por la mayor competencia en los mercados internacionales.

En el presente año, el precio del trigo retomó su tendencia creciente debido a las condiciones climáticas desfavorables en países productores de Europa y a las expectativas de que Rusia y Ucrania impongan restricciones a sus exportaciones (solo Ucrania las llegó a implementar). Por ello se estima que los precios del trigo se incrementen ligeramente respecto a los niveles actuales y a los estimados en el Reporte de Inflación pasado; no obstante, en términos promedio los precios disminuirían 8 por ciento en 2012 respecto al promedio del año previo en línea con los inventarios finales globales de 210 millones de TM esperados para la campaña 2011/2012 por el USDA, cifra cercana al nivel récord de la temporada 1999/2000.



### Aceite de Soya

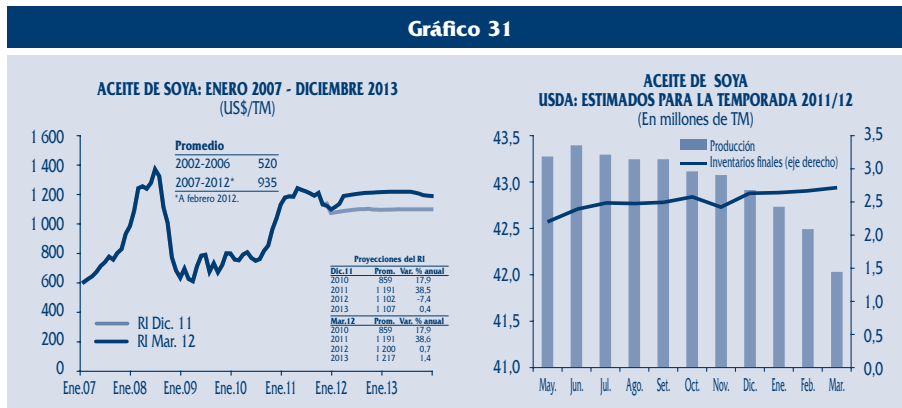
25. La cotización del **aceite de soya** registró un incremento promedio de 39 por ciento en 2011, cerrando el año con una cotización de US\$/TM 1 107 en diciembre. Durante los primeros dos meses de 2012, el precio del aceite de soya aumentó 4 por ciento.

El aumento de 2011 se explica por los incrementos de los primeros meses del año (por efectos del Fenómeno de La Niña y las alzas de los precios del petróleo), pues a partir de mayo, el precio promedio del aceite de soya siguió una tendencia decreciente (excepto en setiembre) que se acentuó en octubre cuando disminuyó 6 por ciento debido a la favorable cosecha de soya en EUA.

Entre enero-febrero de 2012, el precio del aceite de soya continuó un comportamiento ascendente en línea con las expectativas de menor producción de soya en países de América del Sur. Al igual que en el caso del maíz (Argentina y Brasil, principalmente), existen temores de que las condiciones climáticas adversas propias del Fenómeno de La Niña hayan afectado los rendimientos de la soya.

Se estima que el aceite de soya se cotee a niveles similares a los actuales, pero mayores que los considerados en el Reporte de Inflación anterior debido a los mayores

precios de petróleo previstos y a la menor producción esperada por el USDA para la temporada 2011/2012.



**RECUADRO 1**

**GRECIA: SEGUNDO PAQUETE DE AYUDA Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA**

En la segunda quincena de febrero, los líderes europeos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el comité representante de los acreedores privados acordaron la reestructuración de la deuda pública con el sector privado, denominado PSI (*Private Sector Involvement*), como parte de las condiciones para que Grecia acceda a un paquete por €130 mil millones. La aprobación final de este paquete por parte de la Comisión Europea y el FMI se debería dar antes del vencimiento de bonos por €14,5 mil millones del 20 de marzo. Con el nuevo programa, se espera que el ratio de deuda a PBI se reduzca de 164 por ciento (2011) a 120,5 por ciento hacia el año 2020.

Para ello, el gobierno griego tenía que cumplir una serie de condiciones previas, tales como: aprobar medidas para una reducción adicional del déficit fiscal por €325 millones, iniciar el proceso para priorizar constitucionalmente el repago de la deuda, aprobación del Parlamento de los términos del PSI, incluyendo la introducción retroactiva de cláusulas de acción colectiva (CACs) en la legislación griega bajo los que se reestructurarán los bonos, entre otros.

**Condiciones del PSI**

El 24 de febrero, el gobierno griego, luego de ser aprobado por el Parlamento, lanzó la oferta de reestructuración de deuda elegible por €206 mil millones de bonos (que están bajo la ley griega o bajo la ley internacional) y que constituyen aproximadamente el 60 por ciento del saldo de deuda pública en el año 2011. Las principales características del PSI son:

- Los bonos se intercambiarán con un descuento nominal de 53,5 por ciento. Del 46,5 por ciento de valor facial restante, un 15 por ciento se intercambiará por instrumentos de corto plazo (1-2 años) del fondo de rescate europeo (EFSF); y el 31,5 por ciento se intercambiará por nuevos bonos griegos a 30 años.
- La estructura de amortización de los nuevos bonos griegos se iniciará en el año 2023 (año 11) y finalizará en 2042 (año 30).





- El cupón será creciente (con un año de gracia), empezando en 2 por ciento para los tres primeros años (2013-2015), 3 por ciento entre 2016-2020, 3,65 por ciento en 2021 y 4,3 por ciento de 2022 en adelante.
- Para asegurar una alta participación (el programa requiere por lo menos reestructurar entre 90-95 por ciento de la deuda elegible con el sector privado) se introdujeron, bajo la ley griega, CACs retroactivas, cuya activación, de ser necesaria, requerirá un 50 por ciento de quórum de los bonistas y dos tercios de mayoría de la deuda elegible. En los casos de bonos internacionales regidos bajo la ley internacional, la mayoría presenta CACs con 75 por ciento de quórum de bonistas.
- Existe un instrumento derivado adicional (*warrant*) ligado a la evolución del PBI. Este indica el pago de 1 por ciento de cupón adicional a partir de 2015, si el PBI de Grecia tiene un crecimiento positivo y por encima de cierto nivel (aún no definido).
- Los nuevos bonos se emitirán bajo la Ley de Reino Unido.

Con el PSI se espera lograr una reducción nominal de la deuda griega del orden de €110 mil millones que, en términos de valor presente neto (VPN), el mercado ha calculado implicaría una reducción de la deuda de entre 72-76 por ciento (superior al 70 por ciento estimado previamente).

Al 9 de marzo, luego de la finalización del proceso de reestructuración voluntaria para la deuda regida por la ley griega, los resultados señalaron un porcentaje de participación de 86 por ciento (€152 mil millones de los €177 mil millones elegibles). Con este resultado, el gobierno ejerció las CACs, lo que implicaría la participación total de los acreedores bajo la ley griega. Adicionalmente, se informó que, a la fecha, ya se habrían acogido tenedores de bonos regidos bajo la ley internacional por unos €20 mil millones (de los €29 mil millones elegibles). Con ello, el porcentaje total de participación ascendería a 96 por ciento. Resta por considerar a los acreedores –regidos bajo la ley internacional– que decidan acogerse al proceso antes de la fecha de vencimiento del proceso (el 23 de marzo), si el porcentaje de participación posibilita la activación de las CACs internacionales, y si el gobierno decide ejercerlas.

### **Participación oficial**

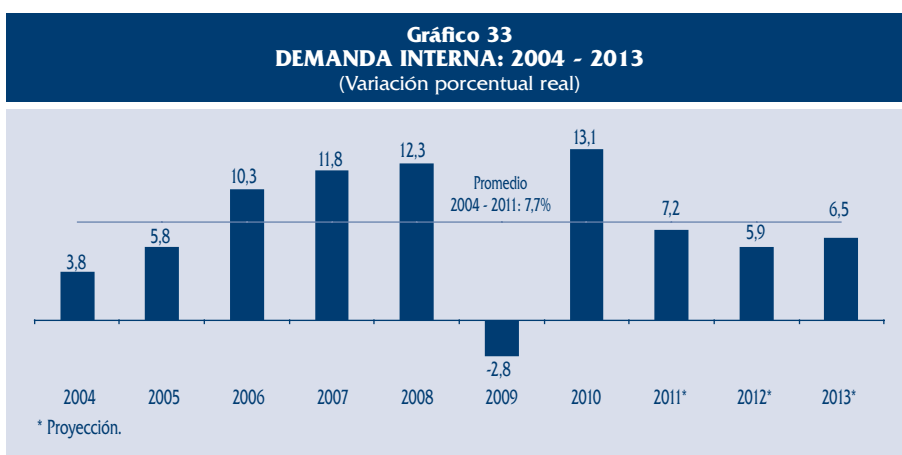
El valor de los bonos griegos que el Banco Central Europeo y los bancos centrales de la Eurozona adquirieron bajo el programa SMP (*Security Market Program*) se estima en €45 mil millones, fueron objeto de *swaps* por nuevos bonos griegos (con las mismas condiciones previas), para evitar que fueran parte de la deuda elegible sujeta al PSI.

Como dichos bonos fueron adquiridos con descuento en el mercado secundario, las utilidades generadas por este concepto serían retornadas al gobierno griego bajo la forma de un descuento en la tasa de interés de los préstamos otorgados por los gobiernos de la Unión Europea como parte del primer paquete de ayuda de €110 mil millones. Se estima que dicha reducción ayudaría a disminuir el ratio de deuda a PBI en 1,8 puntos porcentuales hacia el año 2020 y reduciría las necesidades de financiamiento en €1,8 mil millones durante el programa de rescate.

---

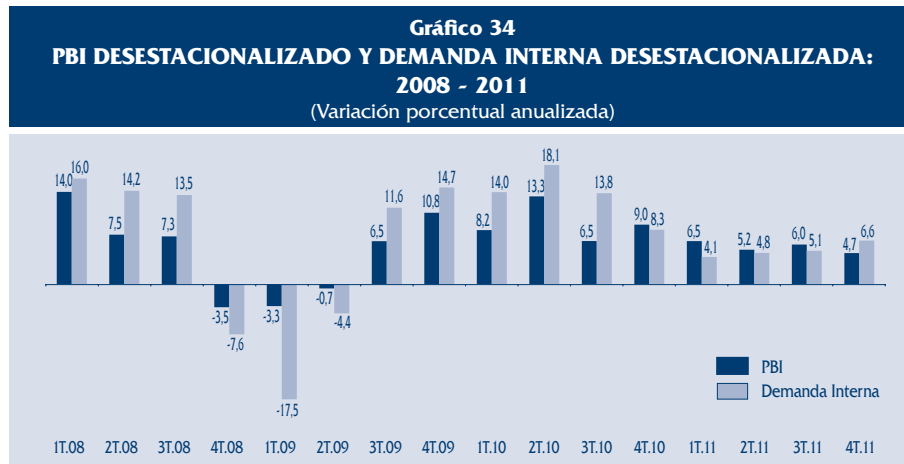
## II. Actividad Económica

26. En el año 2011 la economía peruana creció 6,9 por ciento, no obstante un entorno internacional menos favorable debido a la crisis de deuda en varios países de la Eurozona. En ese contexto, la actividad económica pasó de crecer a una tasa de 7,8 en el primer semestre a un incremento de 6,1 por ciento en el segundo semestre, convergiendo así hacia tasas más cercanas a su nivel potencial.

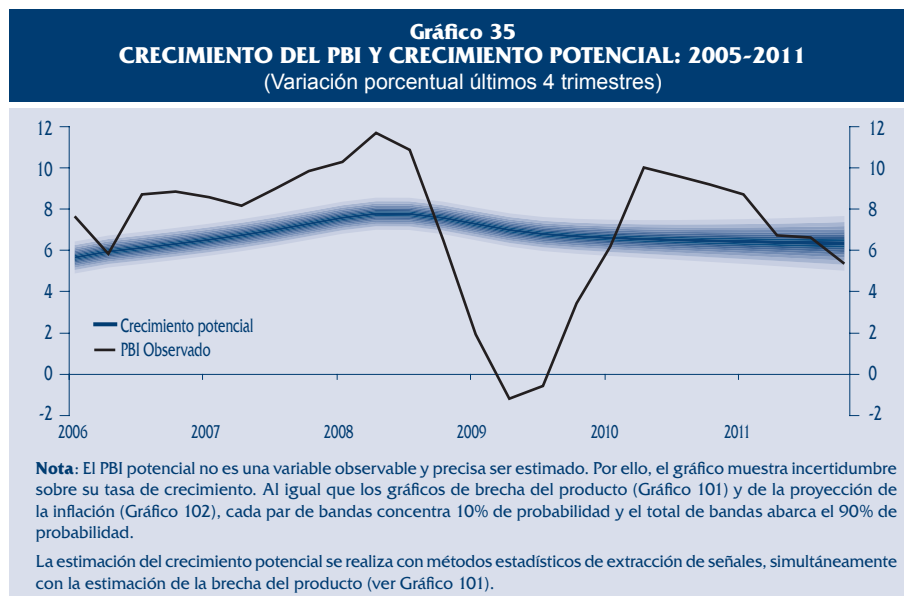


En términos desestacionalizados, el PBI registró un crecimiento anualizado de 4,7 por ciento en el cuarto trimestre de 2011, luego de crecer 6,0 por ciento en el trimestre previo.





27. El crecimiento del PBI de 6,9 por ciento en el año 2011 fue ligeramente mayor a la tasa de 6,8 por ciento proyectada en el Reporte de Inflación de diciembre. Para el año 2012 el escenario central de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 5,7 por ciento, teniendo en cuenta los mayores términos de intercambio y la mejora en las expectativas de consumidores e inversionistas respecto al Reporte anterior. Para el año 2013 se mantiene aún la proyección de crecimiento del PBI en 6,3 por ciento.
28. Como se mencionó, el crecimiento potencial se ubica ligeramente por encima de 6,0 por ciento a fines del año 2011 y se proyecta que en los próximos dos años el crecimiento del PBI y la demanda interna se ubicarían cerca de su tasa de crecimiento potencial.





### Proyección de los componentes del gasto

29. En 2012 continuaría la moderación en el crecimiento de la **demanda interna**, que pasó de aumentar 13,1 por ciento en 2010 a 7,2 por ciento en 2011. Para el año 2012 se proyecta un crecimiento de la demanda interna de 5,9 por ciento, principalmente por un menor ritmo de crecimiento del consumo privado y la inversión privada, respecto a lo observado en 2011. Este efecto sería atenuado por un mayor dinamismo de la inversión pública, con una tasa de 34,3 por ciento. Con ello, la contribución del gasto público al crecimiento pasaría de un valor negativo de -0,7 puntos porcentuales a uno positivo de 2,1 puntos porcentuales.

Cuadro 11 PBI Y DEMANDA INTERNA (Variaciones porcentuales reales)						
	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>1. Demanda interna</b>	<b>13,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>
a. Consumo privado	6,0	6,4	5,6	5,8	5,8	5,8
b. Consumo público	10,0	4,8	5,3	5,3	4,9	5,1
c. Inversión privada	22,1	11,7	7,0	8,2	8,3	8,7
d. Inversión pública	27,3	-17,8	33,1	34,3	7,3	7,3
<b>2. Exportaciones</b>	<b>1,3</b>	<b>8,8</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>24,0</b>	<b>9,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,3</b>	<b>6,6</b>	<b>8,3</b>
<b>4. Producto bruto interno</b>	<b>8,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
Memo						
Gasto público	16,3	-4,2	14,7	15,2	5,9	6,0

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

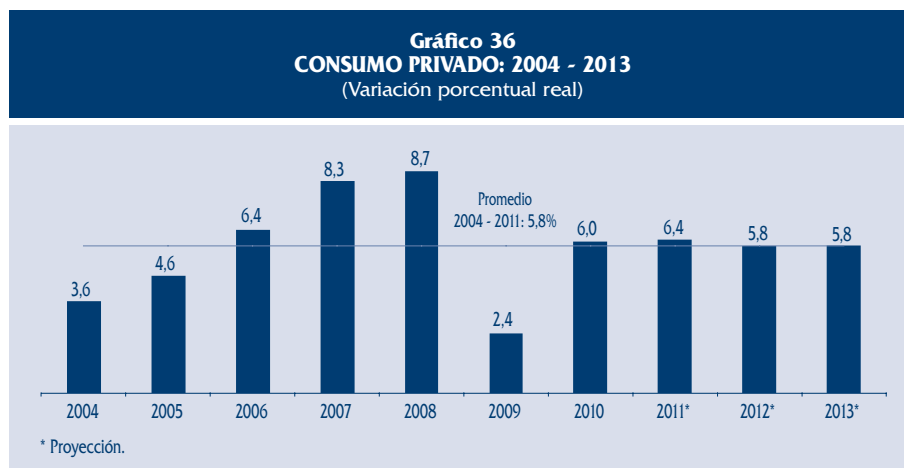
Cuadro 12 PBI Y DEMANDA INTERNA (Contribuciones a la variación porcentual real)						
	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>1. Demanda interna</b>	<b>13,1</b>	<b>7,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>
a. Consumo privado	4,1	4,2	3,7	3,9	3,8	3,8
b. Consumo público	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
c. Inversión privada	4,2	2,5	1,6	1,8	1,9	2,0
d. Inversión pública	1,5	-1,1	1,6	1,6	0,4	0,4
e. Variación de existencias 1/	0,2	1,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1
<b>2. Exportaciones</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<b>3. Importaciones</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
<b>4. Producto bruto interno</b>	<b>8,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
Memo						
Gasto público	2,4	-0,7	2,1	2,1	0,9	0,9

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección. 1/ Porcentaje del PBI.



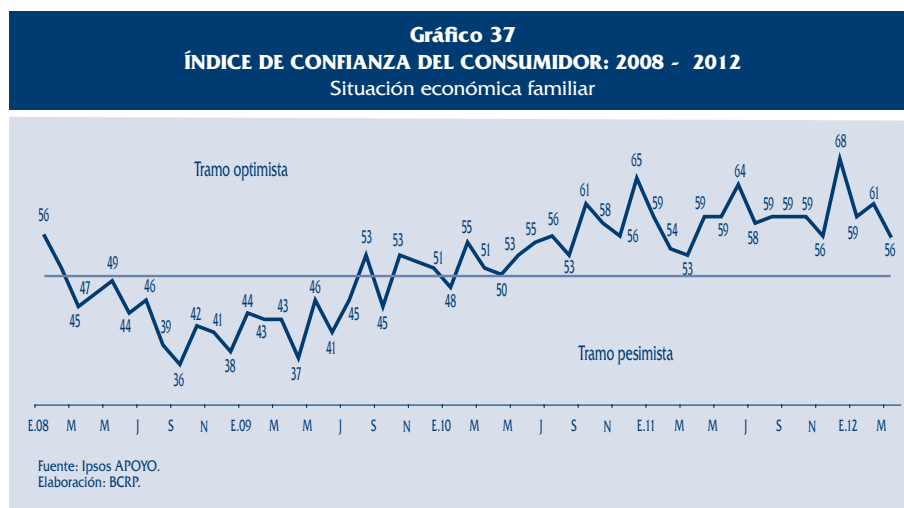


30. El **consumo privado** tuvo en 2011 un dinamismo mayor al de 2010, al registrar una tasa de crecimiento de 6,4 por ciento frente a una tasa de 6,0 por ciento. Este incremento se sustenta en el dinamismo del ingreso nacional disponible (7,1 por ciento), en los altos niveles de confianza del consumidor y en la expansión del crédito (20,4 por ciento) y el crecimiento del empleo (5,4 por ciento). Para los siguientes años, se proyecta que el crecimiento del consumo privado se moderaría, ubicándose en niveles más cercanos al promedio 2004 - 2011.

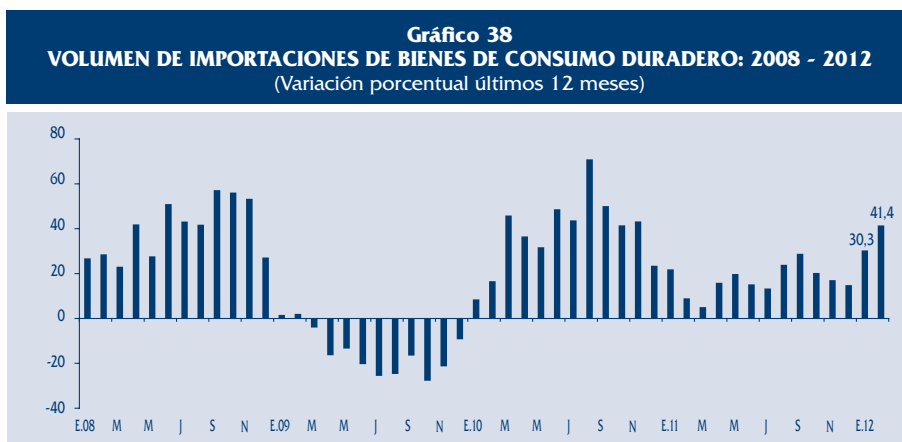


Diversos indicadores reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- El Índice de Confianza del Consumidor se ubica por 23 meses consecutivos en el tramo optimista.



- En los primeros dos meses de 2012 se ha acelerado el crecimiento del volumen de importaciones de bienes de consumo duradero, con tasas de 30 por ciento en enero y 41 por ciento en febrero.



- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores se aceleró en el año 2011, pasando de una tasa de 4,2 por ciento en 2010 a 5,4 por ciento en 2011. Esta tasa superó el crecimiento promedio del empleo urbano en el período 2004 – 2011.



31. La **inversión privada** creció 11,7 por ciento durante el año 2011. A lo largo del año se observó una moderación en el crecimiento de esta variable, con tasas de expansión de dos dígitos hasta el segundo trimestre que se redujeron en la segunda mitad del año, en un contexto de retrasos en las decisiones de inversión de las empresas en un entorno de incertidumbre internacional. Se proyecta que la inversión privada registraría un menor crecimiento en 2012 respecto a lo observado en 2011, en línea con la moderación del crecimiento de la demanda prevista para este año.

Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses han mejorado paulatinamente durante el segundo semestre de 2011 y registraron en febrero el mayor nivel de los últimos 11 meses.





- b. Los agentes económicos proyectan un crecimiento del PBI para 2012 entre 5,0 y 5,5 por ciento. Para el año 2013 los agentes esperan un mayor dinamismo de la economía, con una tasa prevista entre 5,6 y 6,0 por ciento.

**Cuadro 13**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI**  
(En porcentaje)

	Expectativas del:		
	RI Set.11	RI Dic.11	RI Mar.12*
<b>Sistema Financiero</b>			
2012	5,8	5,5	5,3
2013	6,0	6,0	5,6
<b>Analistas Económicos</b>			
2012	5,6	5,4	5,0
2013	5,9	5,5	5,6
<b>Empresas No Financieras</b>			
2012	6,0	6,0	5,5
2013	6,0	6,0	6,0

\* Encuesta realizada durante la segunda quincena de febrero de 2012.

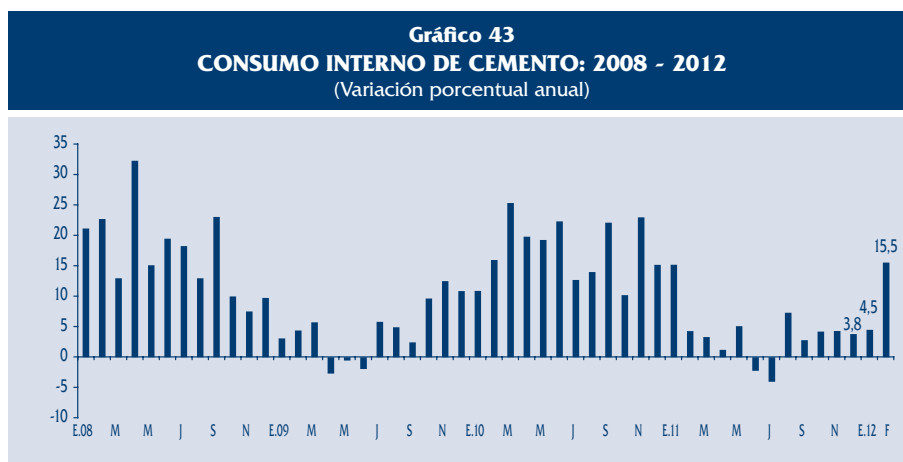
- c. La producción de electricidad continúa mostrando un alto dinamismo, aunque con tasas menores a las observadas en el primer semestre de 2011.



- d. Por su parte, el volumen de importaciones de bienes de capital también registra menores tasas de crecimiento que las observadas durante 2011.



- e. En los últimos meses se observan signos de una recuperación de la construcción, reflejada en el consumo interno de cemento.



32. Los proyectos de inversión anunciados para el período 2012–2013 suman US\$ 35,5 mil millones, monto superior al reportado en diciembre (US\$ 33,5 mil millones). Considerando la evolución de las expectativas de las empresas y los anuncios de inversión, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento de la inversión privada para el año 2012 de 7,0 a 8,2 por ciento. De materializarse estos proyectos, el crecimiento de la inversión en el período 2012–2013 sería mayor a 8 por ciento, tasa por encima del crecimiento del producto.



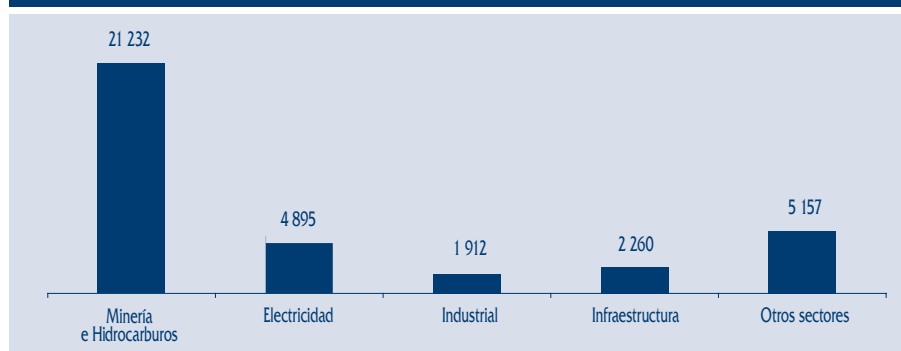


**Cuadro 14**  
**ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA**  
(Millones de US\$)

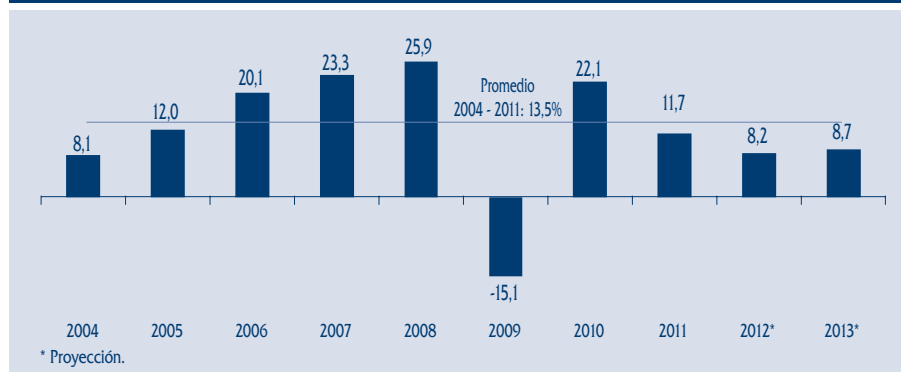
	2012		2013		2012 - 2013	
	RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
Minería	7 360	7 242	7 857	9 002	15 217	16 244
Hidrocarburos	2 170	2 232	3 072	2 756	5 242	4 988
Electricidad	2 714	2 606	2 224	2 289	4 938	4 895
Industrial	1 040	1 082	640	830	1 680	1 912
Infraestructura	1 055	1 211	895	1 049	1 950	2 260
Otros Sectores	2 533	3 045	1 962	2 112	4 495	5 157
<b>TOTAL</b>	<b>16 872</b>	<b>17 418</b>	<b>16 650</b>	<b>18 038</b>	<b>33 522</b>	<b>35 456</b>

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

**Gráfico 44**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN PREVISTOS: 2012-2013**  
(Millones de US\$)



**Gráfico 45**  
**INVERSIÓN PRIVADA: 2004 - 2013**  
(Variación porcentual real)



**Cuadro 15**  
**ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2012 - 2013**

Sector	Empresa	Nombre del Proyecto
Minería	Xstrata Perú S.A.	Las Bambas
	Minera Yanacocha S.R.L.	Minas Conga
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Cerro Verde
	Jinzhao Mining Perú S.A.	Pampa del Pongo
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Limited	El Galeno
	Anglo American Quellaveco S.A	Quellaveco
	Minera Chinalco Perú S.A.	Toromocho
	Xstrata Perú S.A.	Antapaccay
	Compañía Minera Antamina S.A.	Ampliación: Antamina
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Los Chancas
	Shougang Hierro Perú S.A.A.	Marcona
	HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Candente Copper Perú S.A.	Cañariaco Norte
	Gold Fields La Cima S.A.A.	Chucapaca
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú	Toquepala
	Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Sucursal del Perú	Quechua
	Minera Barrick Misquichilca S.A.	Ampliación: Lagunas Norte
	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Ampliación: Volcan
Compañía Minera Milpo S.A.A.	Magistral	
Minera Yanacocha S.R.L.	Chaquicocha	
La Arena S.A.	La Arena	
Volcan Compañía Minera S.A.A.	Rondoni	
Hidrocarburos	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otras Inversiones
	Perenco Peru Limited	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Petrobras Energía Perú S.A.	Lote 58 y Lote X
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación Planta Pisco y Malvinas
	Cáldida Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Transportadora de Gas del Perú S.A. (TgP)	Ampliación Capacidad de transporte de Gas
	SK Energy	Exploración Lote Z 46
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56
Contugas	Gasoducto de Ica	
Repsol YPF S.A	Lote 57 - Kinteroni	
Electricidad	Energía Azul S.R.L.	Central Hidroeléctrica Santa María
	Generación Huallaga S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Kallpa Generación S.A.	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
	Fénix Power Perú S.A.	Planta Termoeléctrica (gas natural ciclo combinado)
	Norwind	Parque Eólico Cerro Chocan
	Enersur S.A.	Ampliación Chilca 1
	SN Power Perú S.A.	Central Hidroeléctrica Cheves
	Kallpa Generación S.A.	Kallpa IV
	Egeusco	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará
Empresa Administradora Chungar S.A.C.	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte	
Luz del Sur S. A. A.	Ampliación de Red y Desarrollo de Infraestructura	
Industrial	Corporación Aceros Arequipa S.A.	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
	Cemento Andino	Ampliación planta en Tarma
	Cementos Portland	Planta cementera
	Textiles Camones	Ampliación de líneas de producción
	Cementos Lima	Ampliación de capacidad instalada
	Cementos Otorongo	Construcción de planta cementera
	Cementos Interoceánicos	Planta cementera Arequipa
	Cementos Pacasmayo	Ampliación de planta
Americas Potash Peru	Planta de Fosfatos	
TASA	Modernización de planta y compra de embarcaciones	
Infraestructura	Consorcio APM Terminals Callao	Modernización del Muelle Norte
	Línea Amarilla S.A.C.	Vía Parque Rímac
	Odebrecht Perú Ingeniería y Construcción S.A.C.	IIRSA SUR Tramo 3: Inambari - Iñapari
	Chancay Port S.A.	Puerto Multipropósitos
	Concesionaria Vial del Sol S.A. - COVISOL	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry
	Tren Lima Línea 1	Operación y Mantenimiento: Adquisición de material rodante
	Terminal Internacional del Sur	Ampliación Puerto Matarani
Covi Peru	Red Vial N° 6: Pucosana - Cerro Azul - Ica	
Terminales Portuarios Euroandinos	Ampliación Puerto Paita	
Otros Sectores	Telefónica del Perú S.A.	Fibra óptica de los Andes
	América Móvil Perú S.A.C.	Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica
	Graña y Montero Vivienda (GMV)	Proyectos de vivienda
	Besalco S.A.	Inmuebles
Cencosud	Nuevos supermercados y centros comerciales	



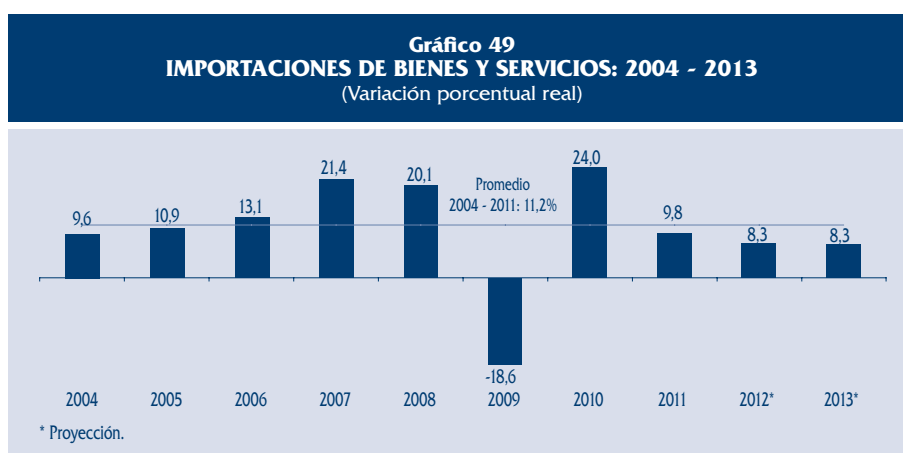


33. La **inversión pública** disminuyó 17,8 por ciento en el año 2011. Hacia finales del año se observó un mayor nivel de ejecución en proyectos de inversión de los gobiernos regionales y locales, en línea con lo previsto en el Reporte de Inflación anterior. Se proyecta una recuperación importante para el año 2012, con un retorno a tasas de crecimiento más sostenibles en 2013. Considerando la evolución de la inversión privada y la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI superaría el 26 por ciento en el año 2013.



34. La proyección de crecimiento de las **exportaciones** muestra una tendencia ligeramente creciente, luego del aumento de 8,8 por ciento registrado en 2011, en el que influyó el incremento de 20,2 por ciento en las exportaciones no tradicionales. La proyección considera la entrada en operación de algunos proyectos mineros de cobre, como las ampliaciones de Southern y Antamina, así como la evolución de la demanda externa, lo cual ubicaría el crecimiento de las exportaciones por encima del promedio 2004–2011. De otro lado, la moderación en el crecimiento de la demanda interna se reflejaría en una menor demanda por **importaciones**.





### PBI por sectores

35. En el año 2011 la producción de los **sectores primarios** creció 4,4 por ciento, acelerándose respecto a la tasa de crecimiento promedio de 3,7 por ciento registrada durante el período 2004–2010, observándose un comportamiento diferenciado entre los distintos sectores. Así, el sector pesca registró una tasa de 29,7 por ciento creciendo tanto la extracción para consumo humano como para consumo industrial. El subsector agrícola también creció a pesar de condiciones climáticas frías que afectaron la producción de algunos cultivos principalmente en la segunda mitad del año en tanto que el subsector pecuario aumentó 5,2 por ciento evidenciando el mayor consumo de carne de ave, principalmente. De otro lado, la minería metálica decreció por segundo año consecutivo por una menor producción de zinc, plata y plomo.

En comparación con el Reporte de Inflación anterior, para el año 2012, se ha revisado hacia abajo la tasa de crecimiento de los sectores primarios de 4,6 a 3,3 por ciento. En el sector agropecuario se ha tomado en consideración los efectos adversos de la





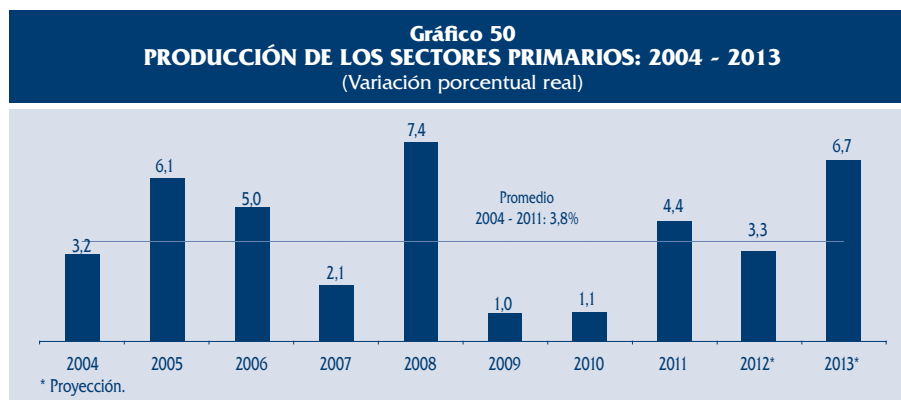
prolongación de temperaturas frías y la intensidad de las lluvias durante los meses de febrero y marzo en algunos cultivos. Así, por ejemplo, en el caso del mango, las lluvias agravaron la situación de baja producción provocada por La Niña sobre la floración de la planta conduciendo a menores rendimientos. No obstante, otros cultivos como arroz se verían favorecidos por la mayor disponibilidad de agua. Asimismo, cultivos orientados al mercado externo como café, aceituna, uva y algodón experimentarían altas tasas de crecimiento.

En el sector pesca se supone un nivel de extracción de alrededor de 6 millones de toneladas métricas de anchoveta, sobre la base de información de Imarpe y empresas pesqueras, moderándose la cuota después de la extracción de casi 7 millones de toneladas métricas en 2011.

En el sector minería e hidrocarburos se registraría un crecimiento menor al previsto en el Reporte anterior tanto en la minería metálica como en la extracción de hidrocarburos a pesar de las ampliaciones de Southern y Antamina y la entrada del proyecto Antapaccay de Xstrata Tintaya en el caso del cobre y la producción de los proyectos Tantahuatay y La Arena en el caso del oro. Este reajuste de menores volúmenes en los demás metales, en comparación con el Reporte de diciembre, toma en consideración la producción de los primeros meses del año y la previsión de las empresas involucradas.

De igual modo, se reajustó hacia abajo la producción del subsector hidrocarburos por la menor extracción proyectada de petróleo ante el agotamiento del lote I-AB de Pluspetrol en Loreto. Esta menor extracción de petróleo se vería atenuada por una mayor producción de gas natural proveniente de los lotes 88 y 56 de Pluspetrol.

La producción de los sectores primarios se recuperaría hacia el año 2013, tanto por la entrada de proyectos mineros como Toromocho, como por condiciones climáticas normales que incidirían en un crecimiento moderado del sector agropecuario y una recuperación de la pesca.

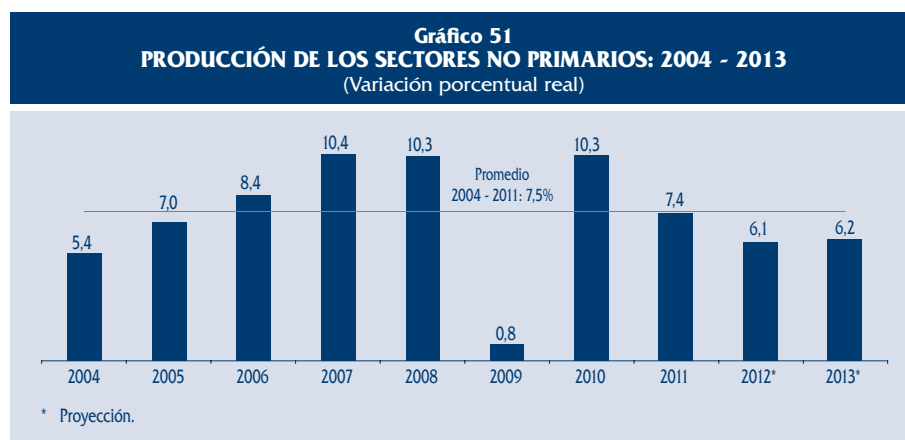


36. Los **sectores no primarios** crecieron 7,4 por ciento en el año 2011, tasa ligeramente menor a la del promedio de 7,5 por ciento registrada en el período 2004–2010. A lo largo del año, la evolución de los sectores no primarios se fue moderando luego de las altas tasas experimentadas el año anterior especialmente en los sectores manufactura no primaria y construcción.

Las perspectivas de crecimiento de la manufactura para 2012 consideran los mejores términos de intercambio respecto al Reporte de Inflación de diciembre y la tendencia que viene mostrando la demanda interna en sus componentes tanto de consumo como de inversión. Las mejores expectativas de los consumidores y la mejora de los ingresos de la población impulsarían la demanda de bienes de consumo como alimentos, bebidas y textiles; en tanto que, el mayor gasto público impulsaría la ejecución de obras a cargo de gobiernos locales y regionales, principalmente. Los anuncios de mayores inversiones en complejos habitacionales y centros comerciales incentivarían la mayor producción de materiales de construcción como cemento, vidrio y hierro y acero.

En este contexto de mayor gasto de inversión pública y privada se ha revisado al alza el crecimiento del sector construcción, habiéndose incorporado los signos de recuperación que se observan durante los primeros meses del año.

Para el año 2013 se espera que se mantenga el dinamismo de los sectores no primarios con tasas de crecimiento cercanas al potencial de la economía.

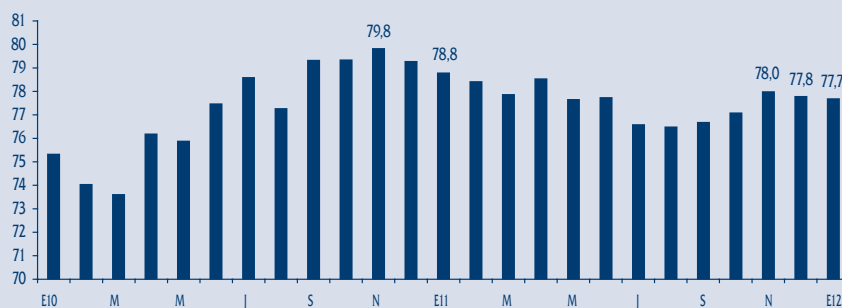


El indicador de tasa de utilización de la capacidad instalada de la manufactura no primaria, que se obtiene de la encuesta de expectativas del BCRP, registró en enero un nivel ligeramente menor al de los dos meses previos, ubicándose en un valor cercano al promedio del segundo semestre de 2011.





**Gráfico 52**  
**TASA DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA**  
**DE LA MANUFACTURA NO PRIMARIA**  
(En porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas del Banco Central de Reserva del Perú.

**Cuadro 16**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>Agropecuario</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>
Agrícola	4,2	2,8	5,8	3,8	3,7	3,7
Pecuario	4,4	5,2	4,8	4,6	4,8	4,8
<b>Pesca</b>	<b>-16,4</b>	<b>29,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,4</b>	<b>2,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>
Minería metálica	-4,9	-3,6	4,3	3,2	9,7	9,0
Hidrocarburos	29,5	18,1	5,3	1,0	14,0	18,5
<b>Manufactura</b>	<b>13,6</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>
Procesadores de recursos primarios	-2,3	12,3	4,0	3,4	6,3	6,3
Manufactura no primaria	16,9	4,4	5,1	5,1	6,2	6,2
<b>Electricidad y agua</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>
<b>Construcción</b>	<b>17,4</b>	<b>3,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>
<b>Comercio</b>	<b>9,7</b>	<b>8,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>8,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
Memo:						
PBI primario	1,1	4,4	4,6	3,3	6,6	6,7
PBI no primario	10,3	7,4	5,6	6,1	6,2	6,2

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

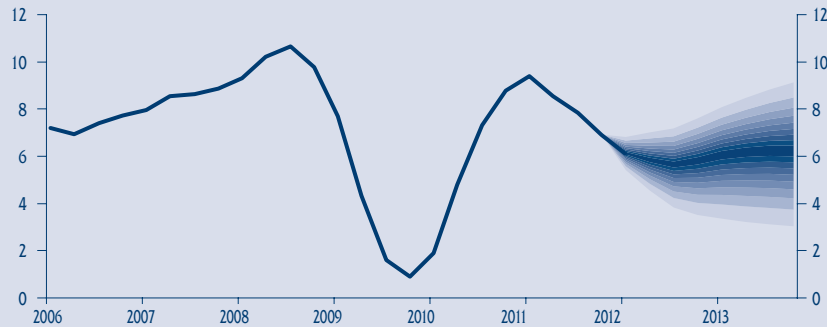


37. Toda proyección de crecimiento está sujeta a posibles eventos que la desvíen de su escenario central, y en el contexto actual de mayor incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente. En un escenario de riesgo de origen interno se deterioran las expectativas, tanto de hogares como de empresarios, observándose un efecto negativo sobre el crecimiento del consumo y la inversión. Asimismo, un entorno internacional más crítico conllevaría un menor crecimiento mundial que afecta las exportaciones peruanas, tanto tradicionales como no tradicionales, impactando negativamente sobre la actividad económica. La descripción de los escenarios de riesgo contemplados en este Reporte se encuentra en el capítulo Balance de Riesgos.





**Gráfico 55**  
**PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PBI: 2012-2013**  
(Variaciones porcentuales interanuales)



**Nota:** El gráfico muestra la probabilidad de ocurrencia de valores del crecimiento del PBI en el futuro, de acuerdo con la combinación del análisis estadístico (con datos hasta diciembre de 2011) y del balance de riesgos del BCRP. Se define como crecimiento del PBI a la variación porcentual del promedio móvil de cuatro trimestres respecto al trimestre similar del año previo. Con ello, la cifra correspondiente al cuarto trimestre coincide con la tasa de crecimiento del PBI en el año.

El gráfico se compone de 18 bandas. En cada período del horizonte de proyección, cada par de bandas con el mismo tono de color concentra 10% de probabilidad. Ello puede interpretarse como que de cada 100 posibles valores futuros del crecimiento del PBI, se espera que 10 se encuentren dentro de las bandas más oscura (ubicadas hacia el centro), 10 se encuentren en las bandas de tono más claro adyacentes a la banda más oscura, otros 10 se encuentren en las bandas de tono aún más claro por encima y por debajo del segundo grupo de bandas, y así sucesivamente hasta distribuir 90 de los 100 valores en todo el gráfico. Los 10 valores restantes se ubicarían fuera de las bandas.

Las bandas más oscuras contienen la trayectoria del escenario base. Los escenarios de riesgo detrás del gráfico se describen en el capítulo Balance de Riesgos y son los utilizados para la proyección de inflación del Gráfico 98. El balance de riesgos para el crecimiento del PBI hacia fines del año 2012 es ligeramente a la baja: la probabilidad de que el crecimiento se encuentre por debajo de la proyección del escenario base es ligeramente mayor a la probabilidad de que se encuentre por encima.

## RECUADRO 2

### SECTOR ELÉCTRICO:

#### BALANCE OFERTA – DEMANDA A NIVEL NACIONAL Y REGIONAL 2012 - 2013

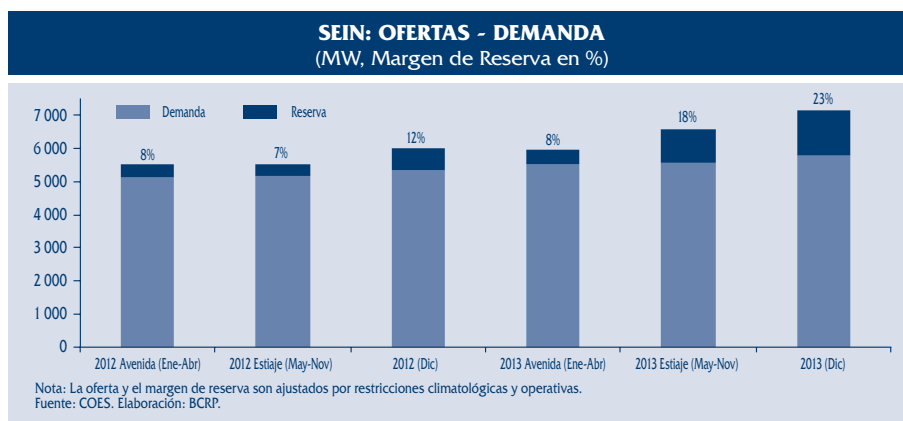
En el año 2011 la potencia efectiva del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) ascendió a 6 444 MW. Dado que la máxima demanda de 2011 fue 4 961 MW, al cierre del año el margen de reserva del SEIN ascendió 30 por ciento<sup>1</sup>.

El margen de reserva es una medida del exceso de oferta como porcentaje de la demanda: margen de reserva positivo implica un superávit que garantiza suministro eléctrico irrestricto a nivel nacional bajo óptimas condiciones de funcionamiento y ausencia de restricciones climatológicas, operativas y de transmisión.

Sin embargo, la oferta que en la práctica puede ser despachada está afectada negativamente por diversos factores a lo largo del año tales como: funcionamiento sub-óptimo (e.g. fallas de generación o de transmisión), condiciones hidrológicas (e.g. temporada de estiaje o escasez de lluvias entre mayo

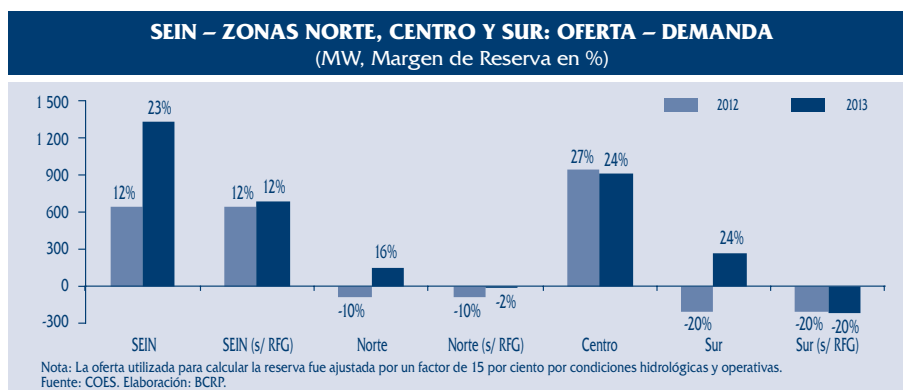
<sup>1</sup>  $(\text{Potencia Efectiva} - \text{Máxima Demanda}) / (\text{Máxima Demanda})$ .

y noviembre), condiciones operativas (e.g. programas de mantenimiento y restricciones de suministro de combustible - transporte de gas natural), así como limitaciones de la capacidad del sistema de transmisión. Según el Comité de Operación Económica del Sistema (COES) el margen de reserva fluctuaría entre 8 y 12 por ciento en 2012 y entre 8 y 23 por ciento en 2013.



Estas estimaciones de la reserva incluyen la entrada en operación de dos centrales de reserva fría de generación (RFG) desde setiembre 2013 (en la zona norte<sup>2</sup>, Talara – 200 MW y, en la zona sur<sup>3</sup>, Ilo -564 MW). Estas generadoras térmicas duales (Diesel / Gas Natural) tienen el objetivo de fortalecer la seguridad del abastecimiento continuo en el SEIN dado que, si bien tienen costos fijos y variables mayores al promedio, registran un tiempo máximo de arranque y sincronización de 30 minutos para proveer electricidad en caso de contingencias.

Con relación a las zonas del SEIN, el norte y el sur presentarían déficit regionales entre máxima demanda y generación local durante el año 2012. Dado que el SEIN registra un margen de reserva positivo a nivel nacional por el superávit registrado en la zona centro<sup>4</sup> que más que compensaría los referidos déficit regionales, no existiría riesgo de racionamiento del suministro eléctrico bajo óptimas condiciones de funcionamiento y ausencia de restricciones de transmisión eléctrica.



- 2 Tumbes, Piura, Lambayeque, Cajamarca, La Libertad y Ancash.
- 3 Apurímac, Cusco, Arequipa, Puno, Moquegua y Tacna.
- 4 Huánuco, Ucayali, Lima, Pasco, Junín, Ica, Huancavelica y Ayacucho.





Para fines del año 2013, los déficit regionales serían revertidos con la entrada en operación de la RFG, en adición a proyectos eólicos varios (110 MW) en el norte y la C.H. Machu Picchu II (100 MW) en el sur. Bajo el supuesto de ausencia de restricciones para transmitir electricidad dentro de las zonas norte y sur, la oferta entrante en 2013 podría ser efectivamente despachada y no existiría riesgo de racionamiento. Sin embargo, la RFG presenta, en términos relativos, una menor eficiencia que otras tecnologías tales como la hidroeléctrica o la térmica de gas natural-ciclo combinado, lo que supone un impacto sobre las tarifas eléctricas.

Como complemento a la RFG, en el corto plazo es central garantizar que las redes del SEIN estén en capacidad para transmitir la electricidad requerida hacia y dentro de las zonas norte y sur en forma oportuna y segura. Sin embargo, actualmente existen riesgos de interrupciones parciales del suministro principalmente para la zona sur debido a la congestión que registran las redes de transmisión principal de esta zona para importar electricidad desde el centro y para transmitir energía dentro de la región sur.

Esta situación, sin nuevas inversiones en transmisión, se agravaría dado que la demanda de electricidad en la zona sur se acelerará en el mediano plazo con la puesta en operación de diversos proyectos mineros durante el próximo quinquenio.

SEIN: PROYECTOS MINEROS EN LA ZONA SUR (Demanda, MW)						
Proyecto	Departamento	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Total - Zona Sur</b>		<b>98</b>	<b>105</b>	<b>318</b>	<b>837</b>	<b>1 005</b>
Antapaccay	Cusco	90	90	90	90	90
Ampl. Concentr. Toquepala y Cuajone	Moquegua	8	8	44	44	44
Las Bambas	Apurímac		7	61	147	147
Ampl. Cerro Verde	Arequipa			100	440	440
Constancia	Cusco			23	90	90
Quellaveco	Moquegua				10	114
Chucapaca - Cañahuire	Moquegua				9	35
Chapi	Moquegua				7	26
Quechua	Cusco					19

Fuente: COES. Elaboración: BCRP.

En este sentido, es fundamental concretar la operación de tres proyectos de líneas de transmisión en la zona sur del SEIN que actualmente registran retrasos y son condiciones necesarias para fortalecer la transmisión hacia y dentro del sur.

- **Flujo Centro - Sur:** condición necesaria para la sostenibilidad del SEIN mediante el refuerzo de la interconexión costera entre el centro (Lima) y el sur (Moquegua).
- **Transmisión Intra - Sur:** requerido para evacuar la electricidad de nuevos proyectos de generación en el Cusco cuyo inicio de operación está programado entre 2013 y 2015 (C.H. Machu Picchu II, C.H. Sta. Teresa y C.T. Quillabamba) y para reforzar el flujo entre Cusco y Arequipa.



**SEIN: PROYECTOS DE LÍNEAS DE TRANSMISIÓN CON RETRASOS**  
(Zona sur)

Línea	Tensión	Cobertura	Entrada*
Machu Picchu – Abancay - Cotaruse	220 kV	Intra-Sur: Cusco - Apurímac	Feb. 2013
Tintaya – Socabaya	220 kV	Intra-Sur: Cusco - Arequipa	Abr. 2013
Chilca – Marcona – Montalvo	500 kV	Centro-Sur: Lima - Moquegua	Ago. 2013

\* Fecha de entrada en operación según contratos de concesión.  
Fuente: COES. Elaboración: BCRP.

Estos proyectos registran retrasos no menores a seis meses que se explican principalmente por la incertidumbre relativa a la cobertura y aplicación de la Ley de Consulta Previa (Chilca – Marcona – Montalvo) y por la ampliación del área protegida de la Reserva Machu Picchu – Choquequirao aprobada por el Ministerio del Medio Ambiente (Machu Picchu – Abancay – Cotaruse).

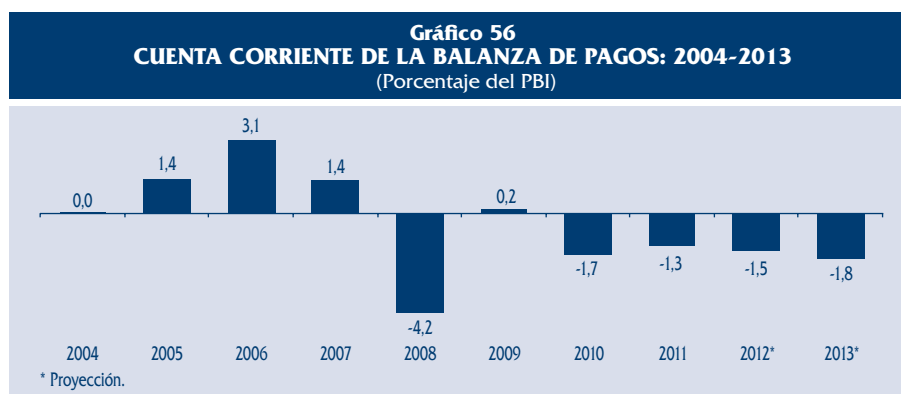
En el balance, aún con la operación de la RFG a fines de 2013, la postergación de estos proyectos de transmisión –sumada a las actuales limitaciones del transporte de gas natural–, generaría riesgos de racionamiento parcial y transitorio para grandes clientes durante 2012 y 2013 por restricciones de transmisión y/o falla en el SEIN.





### III. Balanza de Pagos

38. Las cuentas externas de la economía peruana continúan mostrando bajos niveles de déficit en cuenta corriente resultado tanto de los altos precios de *commodities* que se vienen observando desde mediados de la década anterior como por el aumento en el volumen de exportaciones, en particular las no tradicionales, en un contexto de diversificación de productos y mercados. En promedio, el déficit en cuenta corriente entre 2006 y 2011 ha sido 0,4 por ciento del producto, el cual ha sido acompañado por importantes flujos de capitales privados de largo plazo que vienen permitiendo asegurar la sostenibilidad de la balanza de pagos en el mediano plazo.
39. Durante 2011 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$ 2 267 millones, equivalente a 1,3 por ciento del PBI, disminuyendo respecto al observado en 2010 cuando el déficit ascendió a 1,7 por ciento del producto. Este resultado refleja, en gran medida, la mejor evolución de las exportaciones las cuales aumentaron 8,5 por ciento en términos de volumen y 20,0 por ciento en términos de precios, respecto al año anterior. Por el lado de la cuenta financiera, si bien los flujos de inversión directa extranjera y desembolsos para proyectos se mantuvieron en niveles similares a los de 2010, se registró un menor flujo de desembolsos de largo plazo de la banca y de adquisición de activos por parte de no residentes.
40. La proyección del déficit en cuenta corriente es de 1,5 por ciento del producto para el año **2012**, menor al previsto en el Reporte de diciembre (2,2 por ciento). Esta revisión refleja principalmente la mejora en los términos de intercambio por el aumento del precio de *commodities* lo que sería compensado por una mayor renta de factores asociada a los mayores precios de exportaciones. Para 2013 se estima un déficit de cuenta corriente de 1,8 por ciento del PBI, menor al previsto en el Reporte de diciembre (2,1 por ciento del PBI).



<b>Cuadro 17</b>						
<b>BALANZA DE PAGOS</b>						
<b>(Millones de US\$)</b>						
	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2 625</b>	<b>-2 267</b>	<b>-4 258</b>	<b>-2 955</b>	<b>4 418</b>	<b>-3 935</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,7	-1,3	-2,2	-1,5	-2,1	-1,8
1. Balanza comercial	6 750	9 302	6 862	9 065	8 152	9 968
a. Exportaciones	35 565	46 268	45 093	48 660	49 548	53 425
b. Importaciones	-28 815	-36 967	-38 231	-39 595	-41 397	-43 456
2. Servicios	-2 345	-2 132	-2 342	-2 409	-2 489	-2 722
3. Renta de factores	-10 055	-12 636	-12 245	-13 028	-13 774	-14 825
4. Transferencias corrientes	3 026	3 200	3 467	3 416	3 694	3 643
Del cual: Remesas del exterior	2 534	2 697	2 955	2 903	3 181	3 129
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>13 595</b>	<b>6 978</b>	<b>7 058</b>	<b>9 955</b>	<b>7 218</b>	<b>7 935</b>
Del cual:						
1. Sector privado (largo y corto plazo)	13 887	8 467	6 626	8 714	7 261	8 049
2. Sector público	-1 022	-104	412	886	-48	-118
<b>III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>	<b>10 970</b>	<b>4 711</b>	<b>2 800</b>	<b>7 000</b>	<b>2 800</b>	<b>4 000</b>
<b>Nota:</b>						
Financiamiento externo privado bruto de largo plazo						
En millones US\$	12 090	11 309	8 873	9 837	11 080	11 050
En porcentaje del PBI	7,9%	6,4%	4,6%	4,9%	5,3%	5,1%
Saldo de RIN						
En millones US\$	44 105	48 816	52 405	55 816	55 205	59 816
En porcentaje del PBI	28,7%	27,6%	27,1%	28,0%	26,3%	27,7%
RI: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						

41. Las **exportaciones** sumaron US\$ 46 268 millones en el año 2011, lo que representa un incremento de 30,1 por ciento respecto al 2010. El volumen exportado aumentó 8,5 por ciento por mayores envíos de harina de pescado (19,3 por ciento), café (27,8 por ciento) y productos no tradicionales (20,1 por ciento), destacando los productos agropecuarios, pesqueros y químicos.

En los últimos años se ha observado una creciente diversificación en las exportaciones y América Latina se ha constituido en el principal destino de las exportaciones no tradicionales. Esto ha contribuido para que la participación de las exportaciones respecto al producto se eleve desde un 13 por ciento que tenía a principios de la década del 2000 hasta 26,2 por ciento en 2011, siendo este el nivel más alto alcanzado en todo este período.





**Cuadro 18**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
1. <u>Valor:</u>						
Exportaciones	31,9	30,1	-0,8	5,2	9,9	9,8
Productos tradicionales	34,2	29,5	-3,6	3,5	9,1	8,9
Productos no tradicionales	23,5	32,6	8,5	10,7	12,5	12,9
Importaciones	37,1	28,3	4,5	7,1	8,3	9,8
2. <u>Volumen:</u>						
Exportaciones	1,9	8,5	5,6	7,3	8,6	8,9
Productos tradicionales	-2,5	5,2	5,4	6,6	8,4	8,6
Productos no tradicionales	16,2	20,1	6,3	9,5	9,2	9,5
Importaciones	24,5	12,8	5,7	7,8	7,7	9,2
3. <u>Precio:</u>						
Exportaciones	29,9	20,0	-6,1	-1,9	1,2	0,9
Productos tradicionales	37,5	23,2	-8,6	-2,9	0,6	0,2
Productos no tradicionales	6,0	10,6	2,0	1,1	3,0	3,1
Importaciones	10,1	13,8	-0,3	-0,5	0,6	0,5

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

42. La proyección de **exportaciones** de 2012 se ha revisado al alza desde US\$ 48,5 mil millones a US\$ 48,7 mil millones. Esta alza provendría principalmente de un efecto precio por las mayores cotizaciones de *commodities*, respecto a lo previsto en el Reporte anterior. Para 2013 se estima que las exportaciones ascenderían a US\$ 53,4 mil millones.

En términos de volumen, las exportaciones crecerían 7,3 por ciento en 2012 mayores al 5,6 por ciento del Reporte anterior, debido a mayores volúmenes de exportación de harina y aceite de pescado principalmente y de productos no tradicionales, en un escenario de mayor crecimiento de nuestros socios comerciales. En 2013, los volúmenes crecerían 8,9 por ciento, como consecuencia del inicio de operaciones de nuevos proyectos mineros como Toromocho.

**Gráfico 57**  
**EXPORTACIONES DE BIENES: 2004-2013**  
(Miles de millones de US\$)



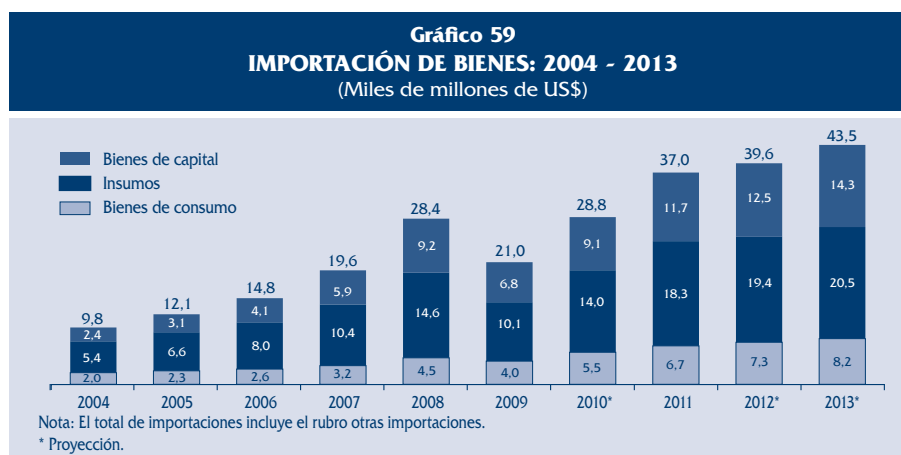
Entre 2012-2013 se espera que el volumen de las exportaciones no tradicionales crezca a una tasa promedio de 9,5 por ciento, como resultado de la recuperación de

la economía mundial y del mayor acceso a mercados internacionales por el efecto de acuerdos comerciales ya firmados o en proceso actual de negociación (15 en vigencia, 5 por entrar en vigencia y 4 en negociación). Con ello, el volumen de exportaciones de 2013 sería equivalente a 2,7 veces el registrado en 2003.



43. Las **importaciones** sumaron US\$ 36 967 millones en el año 2011, mayores en 28,3 por ciento a lo registrado durante 2010. El volumen promedio aumentó 12,8 por ciento, en particular los bienes de consumo duradero, insumos industriales y bienes de capital sin materiales de construcción. Este aumento en el volumen es consistente con el de una economía en expansión, que requiere aumentar sus niveles de inversión y adquirir o renovar capital, así como con el de una población cuyos niveles de ingreso se incrementan lo cual se refleja en una mayor demanda de bienes de consumo duradero.

Para 2012 se estima que las importaciones alcancen los US\$ 39,6 mil millones como consecuencia de un crecimiento del volumen de 8 por ciento, mayor al considerado en el Reporte anterior, principalmente en bienes de capital, en línea con la mayor inversión privada y el mayor consumo privado previstos. Para 2013, las importaciones ascenderían a US\$ 43,5 mil millones lo que refleja un aumento en el volumen de importación de bienes para ese año de 9,2 por ciento.





44. Por lo anterior, se ha revisado al alza la proyección de superávit de la **balanza comercial** de 2012 considerando una mejora en los términos de intercambio y mayores volúmenes esperados respecto a lo previsto en el Reporte anterior. Con ello, el superávit comercial pasaría de US\$ 6,9 mil millones en el Reporte de Inflación de diciembre a US\$ 9,1 mil millones en el presente Reporte.

En 2013, el superávit comercial aumentaría a US\$ 10,0 mil millones, en un contexto en el que los términos de intercambio se mantendrían estables y la economía mundial crecería a una tasa mayor a la de 2012.



**Cuadro 19**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>35 565</b>	<b>46 268</b>	<b>45 093</b>	<b>48 660</b>	<b>49 548</b>	<b>53 425</b>
De las cuales:						
Productos tradicionales	27 669	35 837	34 011	37 105	37 117	40 400
Productos no tradicionales	7 641	10 130	10 709	11 212	12 048	12 659
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>28 815</b>	<b>36 997</b>	<b>38 231</b>	<b>39 595</b>	<b>41 397</b>	<b>43 456</b>
De las cuales:						
Bienes de consumo	5 489	6 692	7 195	7 290	7 810	8 187
Insumos	14 023	18 255	18 033	19 428	19 078	20 516
Bienes de capital	9 074	11 665	12 564	12 472	14 048	14 328
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>6 750</b>	<b>9 302</b>	<b>6 862</b>	<b>9 065</b>	<b>8 152</b>	<b>9 968</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

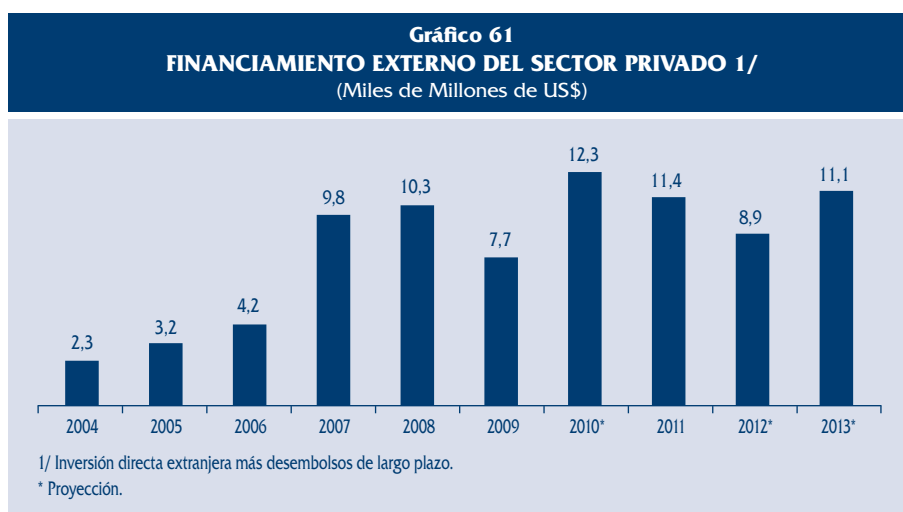
## Cuenta financiera

45. En 2011 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado fue de US\$ 9 930 millones, lo que representó una reducción de US\$ 3 421 millones respecto al año previo. Este descenso obedece tanto a los menores préstamos destinados al sector financiero en US\$ 1 544 millones en un entorno de incertidumbre internacional, como a la menor adquisición de bonos públicos en el mercado doméstico por no residentes en US\$ 2 504 millones.

En un contexto de recomposición de fondeo externo de la banca de corto hacia largo plazo, se registró una reducción de pasivos externos de corto plazo de la banca. Asimismo se dio un aumento de activos externos del sector no financiero. Ambos movimientos determinaron un flujo negativo de orden de US\$ 1 463 millones en la cuenta de capitales de corto plazo.

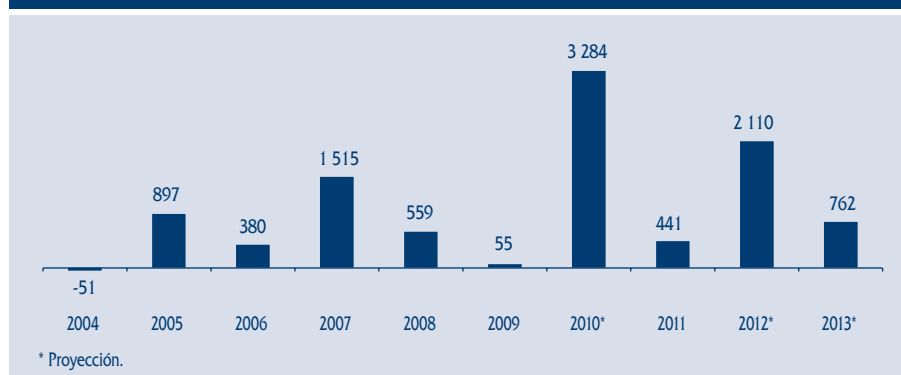
Durante 2012 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendería a US\$ 8,6 mil millones, monto mayor al del Reporte de diciembre (US\$ 6,6 mil millones). Esta diferencia se explica principalmente por la evolución observada en lo que va del primer trimestre en el que se registraron importantes inlfujos de capitales provenientes de operaciones de cartera realizadas por empresas privadas, de desembolsos de largo plazo dirigidos al sector financiero y la adquisición de activos del Tesoro Público por parte de no residentes tanto en la colocación de bonos soberanos que realizó el gobierno como en el mercado secundario.

Frente a estos inlfujos y con el fin de evitar excesiva volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central intervino en el mercado cambiario adquiriendo US\$ 3 678 millones en los primeros 2 meses del año y otros US\$ 800 millones en los primeros días de marzo.





**Gráfico 62**  
**INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA EN EL PAÍS**  
(Millones de US\$)



**Cuadro 20**  
**FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>1. Activos</b>	<b>-1 051</b>	<b>-856</b>	<b>-1 617</b>	<b>-2 361</b>	<b>-3 232</b>	<b>-2 672</b>
Inversión directa en el extranjero	-215	-111	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-836	-745	-1 617	-2 361	-3 232	-2 672
<b>2. Pasivos</b>	<b>14 402</b>	<b>10 786</b>	<b>8 243</b>	<b>10 915</b>	<b>10 493</b>	<b>10 721</b>
Inversión directa extranjera en el país	7 328	7 659	7 335	6 731	8 772	8 150
Inversión extranjera de cartera en el país	3 284	441	362	2 110	462	762
Participaciones de capital	87	147	0	0	0	0
Otros pasivos	3 198	293	362	2 110	462	762
Préstamos de largo plazo	3 790	2 687	546	2 074	1 259	1 808
Desembolsos	4 977	3 760	1 538	3 106	2 308	2 900
Amortización	-1 187	-1 074	-992	-1 032	-1 050	-1 092
<b>3. Total</b>	<b>13 351</b>	<b>9 930</b>	<b>6 626</b>	<b>8 554</b>	<b>7 261</b>	<b>8 049</b>

\* Proyección.

46. A febrero de 2012 las reservas internacionales ascendieron a US\$ 53 940 millones, nivel que otorga una alta capacidad de respuesta de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 30,4 por ciento del PBI, respalda el 90,8 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 6,1 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo. Estos niveles de cobertura de reservas internacionales se ubican entre los más altos de la región.



**Cuadro 21**  
**INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES**

	2006	2010	2011	Feb. 2012
Reservas Internacionales Netas (RIN, en millones de US\$)	17 275	44 105	48 816	53 940
RIN/PBI* (en %)	18,7	28,7	27,7	30,4
RIN/Deuda externa de corto plazo* (en # de veces)	2,9	5,2	5,3	6,1
RIN/Liquidez total (en %)	80,2	90,6	89,1	90,8

\* Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

**RECUADRO 3**  
**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES:**  
**CRECIMIENTO Y DIVERSIFICACIÓN (1996 – 2011)**

La literatura económica resalta el rol del crecimiento y de la diversificación de las exportaciones con valor agregado como factor para el crecimiento económico sostenido<sup>5</sup>: contextos de creciente apertura y diversificación comercial se fundamentan en firmas domiciliadas en el Perú que generan procesos más eficientes, realizan innovaciones, adaptan tecnología, adoptan patrones de calidad más exigentes e invierten en capital físico y humano, entre otros.

Las exportaciones no tradicionales (XNT) pueden definirse como aquellos productos de exportación que tienen mayor grado de transformación o aumento de valor agregado. En comparación a las exportaciones tradicionales (XT) que se centran en la explotación de recursos primarios, las XNT tienden a generar un mayor impacto sobre el PBI, la productividad, los ingresos y el empleo. Durante los últimos quince años, el Perú registra una evolución de las XNT que se caracteriza precisamente por crecimiento y diversificación.

**Crecimiento de las Exportaciones con Valor Agregado**

El Perú es un país de creciente apertura comercial: la suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PBI registra niveles sin precedentes al incrementarse de 31,2 en 1996 a 53,4 por ciento en 2011. Las exportaciones tienen un rol significativo en la explicación de la creciente apertura comercial al registrar una tasa de crecimiento real promedio de 7,1 por ciento anual, superior al crecimiento del PBI durante el mismo período (4,9 por ciento).

Este crecimiento de las exportaciones se debe parcialmente al positivo desempeño de las XNT. Entre 1996 y 2011 estos productos registraron un crecimiento promedio anual de 13,1 por ciento:

5 Diversos estudios sugieren que la apertura comercial es un factor positivo para el crecimiento de la productividad y de la economía (Edwards, 1997; Frankel y Romer, 1999). De otro lado, la literatura resalta el rol de la diversificación de la oferta exportable como medio para reducir riesgos y disminuir la inestabilidad de los flujos de comercio (Ghost y Ostry, 1994; Bleaney y Greenaway, 2001). Asimismo, estudios varios sugieren que la concentración de las exportaciones en un limitado grupo de productos (e.g. bienes primarios) puede tener un efecto negativo para el crecimiento económico (Sachs y Warner, 2000; Al-Marhubi, 2000; Hesse, 2006; Lederman y Maloney, 2007; Illescas y Jaramillo, 2011).





el valor de las XNT más que se sextuplicó durante los últimos 15 años y actualmente supera los US\$ 10 mil millones (de US\$ 1 590 millones en 1996 a US\$ 10 130 millones en 2011). A diferencia de las XT, la evolución del valor de las XNT se explica principalmente por crecimiento de volumen que refleja una creciente penetración real de productos peruanos con valor agregado en los mercados internacionales.

### Diversificación de las Exportaciones con Valor Agregado

La diversificación de las XNT puede observarse en dos dimensiones: hacia nuevos mercados y mediante nuevos productos. De acuerdo a la evolución de los últimos quince años, en el Perú la diversificación se caracteriza por una agresiva expansión de la oferta exportable mediante nuevos productos. Así el 29 por ciento (US\$ 2 980 millones) del valor total de las XNT en 2011 corresponde a sub-partidas arancelarias (proxy de productos) que no se exportaban en 1996.

#### EXPORTACIONES DE PRODUCTOS NO TRADICIONALES SEGÚN PAÍS DE DESTINO (Millones de US\$)

País	1996	2001	2006	2011	Var.96/11 Flujo
Estados Unidos	482	793	1 760	2 340	1 858
Venezuela	58	115	328	892	834
Colombia	83	113	396	824	741
Ecuador	58	96	229	615	557
Chile	73	138	233	594	521
España	101	147	299	485	384
Países Bajos	71	40	149	430	359
Bolivia	77	90	180	428	351
Brasil	36	50	149	353	317
China	3	20	137	331	328
Francia	44	48	157	232	188
México	30	64	127	218	188
Italia	36	50	126	188	152
Alemania	94	59	78	178	84
Reino Unido	36	40	103	169	133
Bélgica - Luxemburgo	32	11	47	143	111
Argentina	20	16	40	136	116
Japón	68	48	73	134	66
Canadá	13	16	43	96	83
Corea Del Sur	14	13	48	94	80
Panamá	12	24	28	91	80
Hong Kong	25	18	38	81	56
Haití	0	9	39	72	72
Rep. Dominicana	3	13	29	59	57
Rusia	3	3	6	59	56
Resto	162	216	577	1 251	1 089
<b>Total</b>	<b>1 590</b>	<b>2 183</b>	<b>5 279</b>	<b>10 130</b>	<b>8 541</b>

Fuente: Aduanas. Elaboración: BCRP.

Con respecto a la diversificación por destino, en los últimos 15 años, el número de países a los cuales el Perú vende XNT se incrementó de 139 a 183 países. Si bien en 1996 el Perú ya registraba una significativa diversificación en términos de mercados de destino, actualmente 44 nuevos países importan productos peruanos con valor agregado. No obstante, los nuevos destinos importan montos relativamente pequeños de XNT (US\$ 53 millones en total en 2011).

Por esta razón, los principales destinos para las XNT en 2011 son similares a los principales destinos para 1996: Estados Unidos y los miembros de la Comunidad Andina de Naciones (CAN, incluyendo Venezuela) siguen siendo destinos muy importantes para el Perú, pues su contribución al crecimiento fue de 52 por ciento. Otros destinos que han contribuido de manera significativa al crecimiento de las exportaciones no tradicionales son Chile (US\$ 594 millones en 2011), España (US\$ 485 millones), Países Bajos (US\$ 430 millones), Brasil (US\$ 353 millones), China (US\$ 331 millones), Francia (US\$ 232 millones) y México (US\$ 218 millones). Mediante el crecimiento de las exportaciones no tradicionales experimentado por estos países se explica más del 75 por ciento del crecimiento registrado desde 1996.

Es importante destacar también el crecimiento de las XNT a algunos países que no eran destinos principales en 1996 y en 2011 están entre los 25 destinos más importantes; entre ellos, China, Corea del Sur, Canadá. Coincidentemente, todos estos países suscribieron acuerdos comerciales con el Perú durante los últimos años.

Como se mencionó previamente, la diversificación de las XNT peruanas se explica principalmente por nuevos productos. En 1996 se exportaban 2 676 partidas diferentes mientras que en 2011 este número llegó a 4 429 (crecimiento de 65 por ciento). En estas 1 753 nuevas partidas se concentran el 29 por ciento de las XNT de 2011.

A nivel de las principales 50 sub-partidas de exportación no tradicional, es claro que su composición ha cambiado significativamente entre 1996 y 2011. La evolución de las principales líneas de exportación se caracteriza por:

- **Diversificación:** de las 50 sub-partidas arancelarias con mayor valor de exportación en 2011, 15 no registraban exportación en 1996. Estas sub-partidas registran un valor de exportación de US\$ 1 265 millones que corresponde al 15 por ciento del crecimiento total del período.
- **Crecimiento agresivo:** entre las principales 50 sub-partidas arancelarias se identifican 17 que registran un crecimiento acumulado superior al 5 000 por ciento (28 por ciento de crecimiento promedio anual). Entre estas sub-partidas se registran US\$ 1 899 millones que explican el 22 por ciento del crecimiento total del período.



**EXPORTACIONES DE PRODUCTOS NO TRADICIONALES SEGÚN PRODUCTO**  
(Millones de US\$)

Producto	1996	2001	2006	2011	Var.96/11 Flujo
Uvas frescas	4	11	51	301	297
Alambrón de cobre	25	40	242	298	273
Espárragos frescos	27	64	187	292	266
Fosfatos de calcio sin moler	1	0	0	236	235
Pota congelada	0	29	91	231	231
Otros t-shirts de algodón (hombres y mujeres)	0	23	82	200	200
Zinc: menor grado de pureza	0	1	99	200	200
Pota en conserva	1	1	56	199	198
T-shirts de algodón - monocromicos (hombres y mujeres)	60	83	212	174	114
Paltas frescas	0	3	39	164	164
Espárragos preparados	92	81	105	141	49
Conchas de abanico congeladas	0	11	37	135	135
Lacas colorantes (Laca carmin)	20	11	20	131	111
Alcachofas en conserva	0	1	66	123	123
Otras placas, láminas hojas y tiras de polímeros de propileno	0	0	0	119	119
Mangos frescos	11	27	59	115	104
Alimentos para camarones y langostinos	0	10	35	94	94
Leche evaporada	1	5	52	94	93
Páprika entera	0	16	74	87	87
Ácido sulfúrico	6	3	3	87	80
Polos y camisas de algodón (hombres) - con abertura parcial (monocromicos)	33	19	37	85	51
Óxido de Zinc	7	7	60	82	75
Materias colorantes de cochinillas (ácido carminico)	7	5	16	82	75
Demás pescados congelados (ej, anchoveta y pejerrey)	0	0	0	78	78
Pisos cerámicos	4	4	19	69	65
Pimiento piquillo preparadas	0	0	0	66	66
Banano orgánico	0	2	27	64	64
Cacao crudo: otros usos	0	0	0	63	63
Colas de langostinos con caparazón congeladas	33	6	34	58	25
Barras de cobre refinado	3	13	28	57	54
Filetes congelados del resto de especies de merluzas	0	0	0	56	56
Tablillas y frisos para parqués de otras especies	0	0	0	56	56
Artículos para el transporte o envasado de plástico	1	31	49	56	55
Demás polos y blusas (mujeres / niñas)	12	18	61	56	44
Lámina de polietileno impresa	0	1	16	56	56
Barras de hierro para construcción	3	7	21	55	52
Demás hortalizas preparadas en vinagre (ej, Jalapeños)	0	2	11	50	50
Fideos	0	6	10	49	48
Otros compuestos de plata	0	0	3	48	48
Politereftalato de etileno	0	0	12	48	48
Espárragos congelados	12	15	27	48	36
Polos y camisas de algodón (hombres) - con abertura parcial (policromicos)	0	9	27	47	47
Otras hortalizas preparadas	0	0	0	46	46
Catálogos comerciales	0	5	28	46	45
Tops de alpaca	0	0	28	44	44
Cebollas frescas	6	12	17	43	37
Mandarinas frescas	1	4	15	40	40
Galletas dulces	0	4	21	40	40
Polos y camisas de algodón (hombres) - sin abertura parcial	36	34	115	39	3
Camisetas Interiores (excepto de fibras acrílicas)	0	1	15	36	36
Resto	1 185	1 558	3 073	5 048	3 863
<b>Total</b>	<b>1 590</b>	<b>2 183</b>	<b>5 279</b>	<b>10 130</b>	<b>8 541</b>

Fuente: Aduanas. Elaboración: BCRP.

## Fundamentos y Agenda Pendiente para la Profundización de las XNT

El crecimiento y la diversificación de las exportaciones con valor agregado de una pequeña economía abierta como el Perú dependen fundamentalmente de factores de naturaleza endógena para el país como el nivel y de la evolución de la competitividad nacional, a nivel macro; y de la competitividad empresarial, a nivel micro.

La aceleración del crecimiento de las exportaciones se inició en la década de 1990 con la introducción de reformas de primera generación (e.g. reducción unilateral de tarifas arancelarias) y se incrementó en la última década con la consolidación de la apertura comercial como política de Estado (e.g. Tratados de Libre Comercio). De esta forma, a nivel macro, el proceso peruano de apertura comercial se consolidó con el logro de la estabilidad macroeconómica (disciplina fiscal y monetaria), regulación estable para la inversión, solidez financiera y la mejora de la competitividad nacional lo que permitió la gradual configuración de un clima de negocios nacional orientado hacia un modelo de crecimiento explicado por inversión privada y exportaciones. En complemento, a nivel micro, las mejoras de productividad y gradual modernización del sector privado exportador hacia modelos empresariales focalizados en la calidad y la diferenciación ha sido clave para explicar el crecimiento de las XNT. Sin embargo, en este ámbito, hay aún muchos retos pendientes, pues al igual que en 1996 la mayoría de empresas exporta menos de US\$ 5 millones.

NÚMERO DE EMPRESAS SEGÚN EL VALOR DE SUS EXPORTACIONES NO TRADICIONALES				
Rango de Ventas	1996	2001	2006	2011
Menos de US\$ 5 Millones	3 321	4 033	6 112	7 006
Entre US\$ 5 y 10 Millones	45	37	85	158
Entre US\$ 10 y 20 Millones	21	32	55	83
Entre US\$ 20 y 30 Millones	4	14	18	26
Entre US\$ 30 y 40 Millones	4	5	10	19
Entre US\$ 40 y 50 Millones	0	2	7	15
Más de US\$ 50 Millones	0	0	14	25
<b>Total de Empresas</b>	<b>3 395</b>	<b>4 123</b>	<b>6 301</b>	<b>7 332</b>
<b>Exportaciones No Tradicionales (US\$ millones)</b>	<b>1 590</b>	<b>2 183</b>	<b>5 279</b>	<b>10 130</b>

Fuente: Aduanas. Elaboración: BCRP.

Si bien factores de naturaleza exógena como la evolución de los tipos de cambio puede tener un rol para exportaciones concentrados en pocos destinos o productos, la evidencia empírica reciente para el caso peruano sugiere que no existe un impacto significativo de las variaciones del tipo de cambio real sobre el crecimiento de las XNT. Este efecto incluso se reduciría precisamente por la creciente diversificación que las empresas exportadoras peruanas están consiguiendo en términos de países y de productos<sup>6</sup>.

No obstante, dado el elevado potencial de crecimiento (sólo el 22 por ciento de las exportaciones peruanas son no tradicionales), la agenda pendiente para dinamizar las XNT es amplia y demanda la aceleración de las reformas pendientes (e.g. derechos de propiedad, sistema judicial, calidad educativa, infraestructura, tecnología, competencia en el sistema financiero, legislación laboral flexible, trabas burocráticas) y la generación y consolidación de oportunidades para fortalecer encadenamientos productivos.

6 Potencial y Limitantes de las Exportaciones No Tradicionales, Nota de Estudios No. 15, BCRP, 2008.

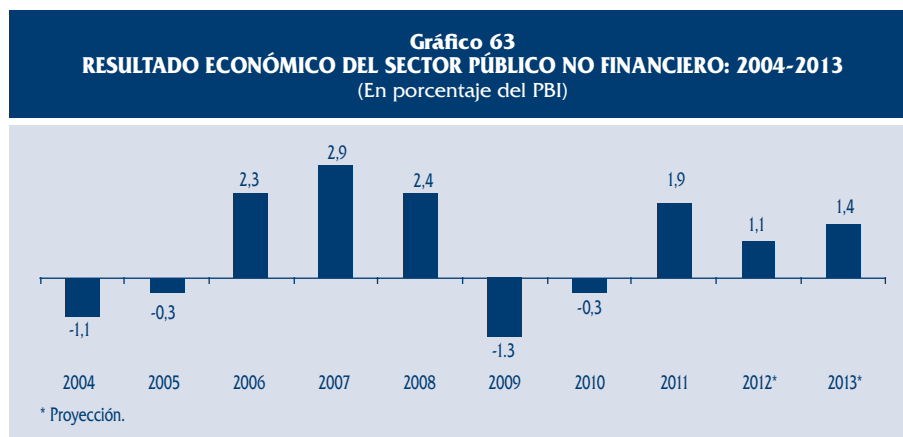




## IV. Finanzas Públicas

47. El año 2011 se caracterizó por un crecimiento de los ingresos públicos consistente con el buen desempeño de la actividad económica y los elevados precios de nuestros *commodities*. En los primeros meses del año se impusieron algunos límites al gasto público con el objetivo de recuperar un espacio fiscal que resultaba importante en un escenario de alta incertidumbre en los mercados internacionales por la evolución de la crisis financiera externa, especialmente en Europa. Hacia fines de año se dictaron algunas medidas para revertir las negativas tasas de crecimiento del gasto público, especialmente de inversión, hasta el tercer trimestre. Estas medidas, así como el riesgo de quedarse sin la asignación de los recursos no utilizados, determinaron en diciembre un fuerte crecimiento del gasto de los distintos pliegos presupuestales.

Como producto de todo ello, el Sector Público no Financiero (SPNF) registró en el año **2011 un superávit económico de 1,9 por ciento del PBI**, que contrasta con el déficit registrado en 2010 (0,3 por ciento). Este desarrollo resulta entonces, de un lado, por el incremento de los ingresos corrientes del gobierno general (13,6 por ciento real), y del otro, por la desaceleración del crecimiento en el gasto que aumentó 1,9 por ciento en términos reales frente al 11,8 por ciento de 2010.



48. Para el año **2012** se proyecta un superávit fiscal de **1,1 por ciento del PBI**, resultado consistente con un crecimiento moderado de los ingresos corrientes y un aumento del gasto no financiero que supone principalmente que tanto los gobiernos locales como los regionales estarían superando los problemas de ejecución presupuestal que enfrentaron en 2011 como producto del inicio de la gestión de las nuevas autoridades edilicias y regionales. El resultado proyectado para este año es ligeramente mayor al que se consideró en el Reporte de diciembre (1,0 por ciento del PBI) dado el mayor crecimiento esperado para los ingresos corrientes del

gobierno general por los mayores precios previstos para nuestras exportaciones de minerales.

**Cuadro 22**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>	<b>21,0</b>	<b>21,2</b>	<b>21,0</b>	<b>21,2</b>
<i>Variación % real</i>	18,6	13,6	4,6	5,5	6,6	6,3
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>19,2</b>	<b>18,1</b>	<b>18,9</b>	<b>18,9</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>
<i>Variación % real</i>	11,8	1,9	10,7	9,6	3,6	5,4
Del cual:						
a. Corriente	13,1	13,0	12,8	12,9	12,4	12,7
<i>Variación % real</i>	8,4	7,2	2,6	3,6	3,1	4,5
b. Formación bruta de capital	5,5	4,7	5,7	5,6	5,6	5,7
<i>Variación % real</i>	20,8	-7,7	33,6	25,1	4,8	7,1
<b>3. Otros</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Nota:</b>						
1. Ingresos corrientes del gob. general (Mil. de Mill. S/.)	87,0	102,1	109,0	111,2	118,3	120,6
2. Gastos no financieros del gob. general (Mil. de Mill. S/.)	83,4	87,8	98,0	99,4	103,5	106,8
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.						
RI: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						

Para **2013** el escenario base considera un resultado de 1,4 por ciento del PBI para el SPNF, proyección que incorpora variaciones de ingresos y gastos más consistentes con una tendencia de largo plazo. Como en los reportes anteriores, el escenario base de esta proyección puede verse afectado por la evolución de los precios de nuestros *commodities* y la demanda de nuestras exportaciones que, de caerse, determinarían un deterioro en los resultados previstos.

### Evolución de los ingresos fiscales

49. En el **año 2011 los ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 21,0 por ciento del producto lo que representó un crecimiento de 14 por ciento en términos reales. Dentro de los ingresos tributarios, que aumentaron 13 por ciento, el impuesto a la renta mostró el mayor crecimiento (26 por ciento). En particular, el impuesto a la renta de tercera categoría aumentó en 28 por ciento favorecido, en el caso de los sectores minero e hidrocarburos, por el aumento de los precios de los *commodities*. Otros sectores que también mostraron crecimientos importantes en el pago del





impuesto a la renta fueron el de manufactura (28 por ciento), comercio (25 por ciento) y otros servicios (22 por ciento).

**Cuadro 23**  
**IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA 1/**  
(Millones de nuevos soles)

	2010	2011	Var. % real
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>14 652</b>	<b>19 321</b>	<b>27,6</b>
Minería	4 831	6 290	26,0
Otros Servicios 2/	4 526	5 716	22,2
Manufactura	1 891	2 505	28,2
Comercio	1 926	2 492	25,2
Hidrocarburos	864	1 474	65,1
Construcción	507	706	34,7
Pesca	80	87	5,2
Agropecuario	26	50	86,1

1/ No incluye regularización por impuesto a la renta, ni renta de no domiciliados.

2/ Incluye actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, telecomunicaciones, intermediación financiera, salud, servicios sociales, turismo y hotelería, generación de energía eléctrica y agua, y otros.

Fuente: Sunat.

50. Por su parte, en 2011, el IGV aumentó 10 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 9 por ciento para el IGV interno y en un 12 por ciento para el IGV externo. Estos resultados se lograron aún cuando la tasa de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento a partir del 1 de marzo de 2011. Dentro de los ingresos no tributarios, que también mostraron un notable crecimiento (16 por ciento), destacaron los ingresos por regalías petroleras, gasíferas y mineras que aumentaron en 44 por ciento en términos reales por el efecto de las elevadas cotizaciones del crudo y minerales.

Cabe indicar que, como producto de la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías<sup>7</sup>, en el cuarto trimestre de 2011, se captó parcialmente los montos de ingresos correspondientes a estos mayores gravámenes. En conjunto, por la nueva regalía minera, por el Gravamen Especial a la Minería y por el Impuesto Especial a la Minería se registraron ingresos por S/. 265 millones. Este monto corresponde a los importes devengados de las obligaciones del mes de octubre que se acreditaron en los meses de noviembre y diciembre, así como a algunos pagos adelantados que realizaron las empresas mineras correspondientes a sus operaciones devengadas de noviembre.

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



**Cuadro 24**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(En porcentaje del PBI)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,9</b>
Impuesto a la renta	5,9	6,9	6,7	6,8	6,7	6,7
Impuesto General a las Ventas	8,2	8,3	8,5	8,5	8,5	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,0	1,0	0,9	1,0	0,9
Impuesto a las importaciones	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Devoluciones de impuestos	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1
<b>NO TRIBUTARIOS</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
<b>CONTRIBUCIONES</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>	<b>21,0</b>	<b>21,2</b>	<b>21,0</b>	<b>21,2</b>

\* Proyección.

**Gráfico 64**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2004-2013**  
(En porcentaje del PBI)



Para el año **2012** se estima un crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 5,5 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 21,2 por ciento, ligeramente mayor al del año 2011 (21,0 por ciento). El ritmo de crecimiento proyectado en este Reporte es algo mayor al considerado en el Reporte de diciembre por los mayores precios previstos para los principales minerales de exportación. La variación proyectada para 2012 considera que las medidas tributarias que se adoptaron en 2011 impactarían plenamente, es decir los doce meses del año, recién en la recaudación de 2012.

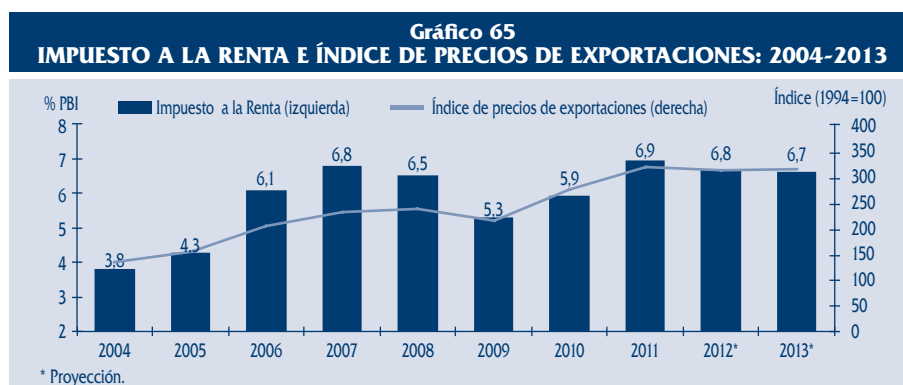
Para el año **2013** se mantendría la participación de los ingresos corrientes sobre el producto en 21,2 por ciento en un contexto en el que la economía crecería a tasas que se aproximan a su nivel potencial. Cabe indicar que la proyección para los años 2012 y 2013 considera la estructura tributaria vigente.

- La recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendió a 6,9 puntos porcentuales del PBI en 2011, registrándose un importante crecimiento respecto a lo recaudado en 2010 (5,9 por ciento del PBI). Los mayores pagos, por el lado de las personas

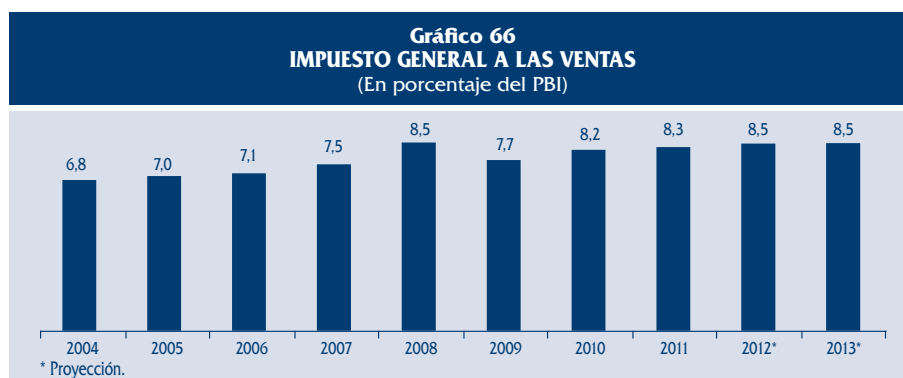




jurídicas, correspondieron a empresas del sector minero, reflejando el incremento de los precios de los metales de exportación, así como los mayores coeficientes que utilizaron las empresas durante el año para los pagos a cuenta<sup>8</sup>. Adicionalmente, en lo que corresponde a los pagos por rentas del trabajo, se obtuvieron resultados positivos como producto del crecimiento del empleo formal durante el año 2011. Para los años 2012 y 2013 se estima, en términos del producto, una ligera tendencia descendente que refleja la evolución de los precios de minerales para estos años.



52. La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, aumentó 10 por ciento en términos reales con lo cual el ratio de este impuesto creció de 8,2 a 8,3 por ciento en términos del producto en 2011. Ello se produce en un año en que la tasa impositiva de este impuesto se redujo de 19 a 18 por ciento. El desempeño positivo de la actividad económica, así como las medidas de ampliación de la base tributaria, entre las que destaca, la mayor cobertura de bienes afectos al sistema de deducciones del IGV, han contrarrestado el impacto de la reducción de la tasa de este impuesto. Las medidas de ampliación de la base tributaria se reflejarán en los años siguientes lo que permitiría que, en términos del producto, el IGV aumente en 0,2 puntos porcentuales en 2012 y 2013, respecto al nivel alcanzado el año 2011.



8 Las cuotas mensuales que abonan con carácter de pago a cuenta los contribuyentes que tienen renta de tercera categoría se determinan sobre la base de aplicar un coeficiente a los ingresos netos obtenidos en el mes. El coeficiente, en este caso, resulta de dividir el impuesto del ejercicio 2010 entre el total de los ingresos netos del mismo ejercicio.

53. La recaudación por los **aranceles a las importaciones** se redujo de 0,4 a 0,3 por ciento del producto en el año 2011, equivalente a una reducción de 26 por ciento en términos reales, variación que refleja las rebajas de las tasas arancelarias realizadas en diciembre de 2010 y abril de 2011, que redujo el arancel efectivo hasta 1,3 por ciento. La aplicación de los acuerdos comerciales que ha suscrito nuestro país, que determinan tasas nulas o muy bajas para ciertos productos también ha incidido, aunque en menor medida, en la evolución de este impuesto. Estos efectos fueron atenuados parcialmente por el crecimiento que registraron las importaciones durante el año. Se espera que la recaudación sea similar en los siguientes años dado que se está asumiendo que no se darán nuevas medidas de reducción arancelaria.



54. La recaudación por el **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)** ascendió a 1,0 por ciento del producto en 2011, menor en 0,1 puntos porcentuales a la del año anterior, lo que representa en términos reales una disminución de 2 por ciento, resultado de la caída registrada en el ISC combustibles (10 por ciento) como producto de las dos rebajas decretadas en la tasa del impuesto en los meses de enero y junio del año pasado. Este efecto fue compensado parcialmente por la mayor recaudación del ISC a otros bienes (principalmente cervezas, licores, gaseosas y cigarrillos) que aumentó 7 por ciento. Para el año 2012 se proyecta una reducción del ISC en términos del producto, debido a que la reducción de la tasa del ISC a los combustibles en junio de 2011 determina una variación negativa en la recaudación de este impuesto en el primer semestre de 2012.



**Evolución del gasto público**

55. En el año **2011** el gasto no financiero del gobierno general representó el 18,1 por ciento del producto, lo que supuso una caída de 1,1 puntos porcentuales respecto al registrado en el año 2010 (19,2 por ciento). La disminución se registró básicamente en la formación bruta de capital del gobierno general que pasó de 5,5 por ciento del PBI a 4,7 por ciento. La disminución de los gastos de capital se produjo en los tres niveles de gobierno: nacional, regional y local, siendo mayor la caída correspondiente a los gobiernos locales que redujeron su gasto de capital en 16 por ciento. En el caso de los gobiernos regionales la disminución fue de 10 por ciento y en el del gobierno nacional la contracción fue de 4 por ciento.

**Cuadro 25**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2010					2011				
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año
<b>I. GASTO CORRIENTE</b>	<b>21,5</b>	<b>9,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>8,4</b>	<b>3,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>
Gobierno Nacional	26,0	9,6	1,6	2,1	8,5	6,9	9,6	11,3	3,6	7,7
Gobiernos Regionales	6,0	3,7	2,7	0,8	3,2	-0,2	2,2	1,3	21,4	6,9
Gobiernos Locales	24,2	16,1	11,5	14,6	16,1	-11,8	6,9	2,4	17,8	5,3
<b>II. GASTO DE CAPITAL</b>	<b>25,6</b>	<b>49,0</b>	<b>21,3</b>	<b>5,0</b>	<b>20,2</b>	<b>-22,3</b>	<b>-15,9</b>	<b>-21,5</b>	<b>5,5</b>	<b>-9,6</b>
Gobierno Nacional	31,2	85,8	25,6	19,1	35,7	7,3	3,6	-6,5	-11,1	-3,5
Gobiernos Regionales	50,9	45,1	26,9	-5,4	17,6	-10,4	-26,4	-28,2	13,3	-9,5
Gobiernos Locales	11,7	17,0	15,6	-2,1	8,1	-59,7	-38,7	-30,5	19,5	-16,4
<b>III. GASTO TOTAL</b>	<b>22,3</b>	<b>19,3</b>	<b>8,2</b>	<b>3,9</b>	<b>11,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>7,4</b>	<b>1,9</b>
Gobierno Nacional	26,7	22,1	5,5	6,1	13,5	6,9	8,1	7,8	-0,4	5,2
Gobiernos Regionales	12,9	13,7	9,6	-1,7	7,4	-2,3	-6,7	-8,5	18,2	1,6
Gobiernos Locales	17,9	16,6	13,9	3,3	11,3	-34,7	-17,7	-17,3	18,9	-7,3

**Cuadro 26**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2010					2011				
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año
<b>I. GASTO CORRIENTE</b>	<b>17,1</b>	<b>6,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>5,9</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>
Gobierno Nacional	13,9	4,8	0,8	0,9	4,1	3,8	4,5	5,2	1,5	3,6
Gobiernos Regionales	1,0	0,6	0,4	0,1	0,4	0,0	0,3	0,2	2,4	0,9
Gobiernos Locales	2,2	1,5	1,0	1,1	1,4	-1,1	0,6	0,2	1,4	0,5
<b>II. GASTO DE CAPITAL</b>	<b>5,2</b>	<b>12,5</b>	<b>6,0</b>	<b>1,9</b>	<b>5,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-3,0</b>
Gobierno Nacional	2,6	8,5	2,5	2,6	3,9	0,7	0,6	-0,7	-1,8	-0,5
Gobiernos Regionales	1,6	2,2	1,6	-0,4	1,0	-0,4	-1,5	-1,9	1,0	-0,6
Gobiernos Locales	1,1	1,8	2,0	-0,3	1,0	-5,0	-4,1	-4,1	2,8	-2,0
<b>III. GASTO TOTAL</b>	<b>22,3</b>	<b>19,3</b>	<b>8,2</b>	<b>3,9</b>	<b>11,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>7,4</b>	<b>1,9</b>
Gobierno Nacional	16,5	13,3	3,2	3,5	8,0	4,4	5,0	4,4	-0,2	3,1
Gobiernos Regionales	2,6	2,7	1,9	-0,3	1,5	-0,4	-1,3	-1,7	3,4	0,3
Gobiernos Locales	3,2	3,3	3,0	0,7	2,4	-6,0	-3,5	-3,9	4,3	-1,5

En la primera mitad del año 2011, las medidas que adoptó el gobierno para garantizar el cumplimiento de la regla fiscal dispuesta en la Ley de Equilibrio Financiero (superávit de 2 por ciento del PBI anual en el primer semestre) junto a las dificultades que enfrentaron las nuevas autoridades regionales y locales para la ejecución de sus presupuestos, en particular el de inversiones, determinaron tasas de crecimiento negativas en la mayoría de meses del año. En setiembre y octubre, el gobierno promulgó dos decretos de urgencia<sup>9</sup> para dinamizar el gasto público y revertir la tendencia decreciente del gasto.

Estas medidas, asociadas a su vez con el riesgo de quedarse sin la asignación de recursos que tienen los distintos pliegos presupuestales, determinaron que el gasto del gobierno general registrara importantes tasas de crecimiento en diciembre (los gobiernos locales aumentaron su gasto en 39 por ciento en términos reales, los gobiernos regionales en 29 por ciento y el gobierno nacional, 12 por ciento). Estas significativas variaciones se tradujeron en un aumento de 7 por ciento en el gasto no financiero del gobierno general para el cuarto trimestre del año, porcentaje que permitió revertir la tendencia negativa que hasta entonces mostraba el gasto. Finalmente el año 2011 cerró con un crecimiento del gasto no financiero de 2 por ciento. Por componentes, el gasto corriente registró un crecimiento de 7 por ciento, en tanto que el gasto de capital, por una débil ejecución de los proyectos de inversión, disminuyó 10 por ciento.



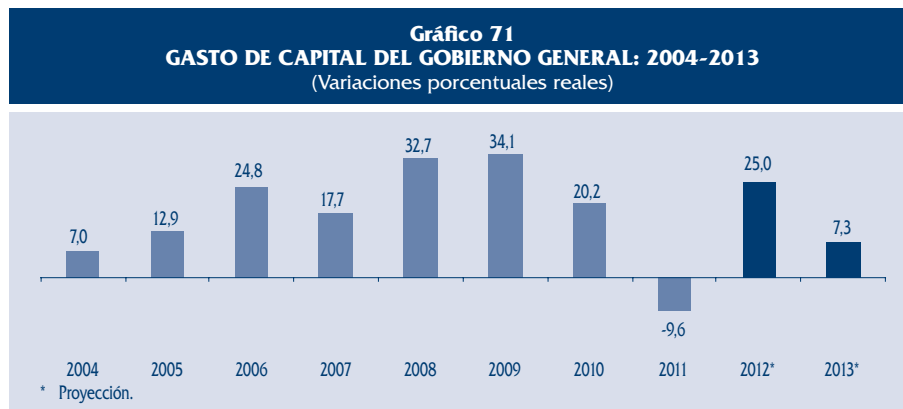
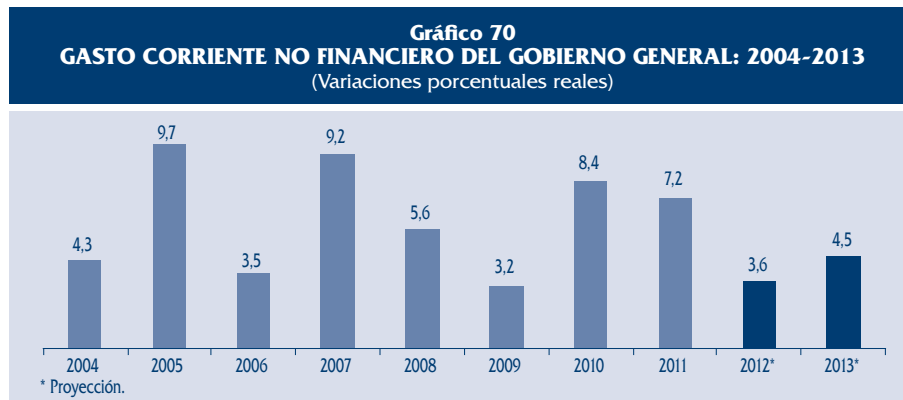
56. Para el año 2012 se estima un crecimiento real de 10 por ciento del gasto público no financiero. El monto nominal proyectado corresponde al nivel del Marco Macroeconómico Multianual revisado del mes de agosto 2011, además de un gasto adicional por la ejecución del plan de contingencia fiscal expresado en los decretos de urgencia 054 y 058. Debe indicarse que estos dispositivos no sólo tenían un alcance

9 Decreto de Urgencia N° 054-2011 del 20 de setiembre y Decreto de Urgencia N° 058-2011 del 26 de octubre de 2011.





en el gasto de 2011, sino también en 2012. Así se dictaron medidas como el adelanto de los procesos de selección de proyectos de 2012, la continuidad de inversiones que significa que los recursos para proyectos de inversión que no hayan sido devengados al 31 de diciembre de 2011 lo pueden incorporar en el presupuesto 2012. Para el año 2013 la variación del gasto ascendería a 5 por ciento, aumento consistente con una tendencia de crecimiento de largo plazo. Cabe indicar que las proyecciones de gasto público incorporadas en este escenario base son consistentes con las reglas fiscales sobre déficit y crecimiento del gasto contenidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTP).

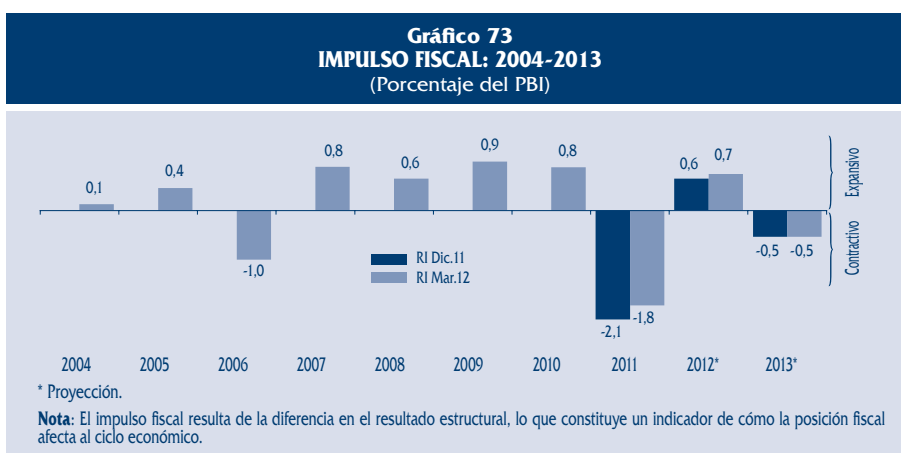


### Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

57. El **resultado económico estructural** es aquel que se obtendría si el producto estuviera en su nivel de tendencia y el precio de las exportaciones mineras y de hidrocarburos estuvieran en sus valores de largo plazo. Se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. Este indicador fue negativo en 0,5 por ciento del PBI en 2011. Para 2012 se proyecta un deterioro en este resultado que lo llevaría a un déficit de 1,2 por ciento del PBI, en tanto que en 2013 retomaría una tendencia decreciente.



58. El cambio en el resultado estructural determina el impulso fiscal. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En el año 2011 la política fiscal ha desempeñado un papel contractivo consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del gasto público. En 2012 se registraría una situación inversa, es decir, una posición fiscal expansiva, dado el crecimiento del gasto público proyectado para el año.



### Requerimiento financiero

59. El menor requerimiento financiero del sector público producto del superávit fiscal en 2011 determinó que en ese año no se recurriera al financiamiento vía emisiones externas. En los años 2012 y 2013 el **requerimiento de financiamiento del sector público** sería negativo en US\$ 534 millones y US\$ 1 088 millones, respectivamente, niveles consistentes con la generación de resultados positivos del fisco en estos años.





**Cuadro 27**  
**ESCENARIO DE REQUERIMIENTO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**Y SU FINANCIAMIENTO 1/**  
(Millones de US\$)

	2010	2011	2012*		2013*	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>I. Usos</b>	<b>2 000</b>	<b>-1 851</b>	<b>-136</b>	<b>-534</b>	<b>-1 595</b>	<b>-1 088</b>
1. Amortización	1 496	1 365	1 672	1 634	1 566	1 852
a. Externa	952	831	1 170	1 164	946	1 227
b. Interna	543	535	503	470	620	625
Del cual: Bonos de Reconocimiento	263	193	255	242	210	210
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	504	-3 217	-1 809	-2 168	-3 161	-2 940
<b>II. Fuentes</b>	<b>2 000</b>	<b>-1 851</b>	<b>-136</b>	<b>-534</b>	<b>-1 595</b>	<b>-1 088</b>
1. Externas	1 532	1 108	1 221	1 228	1 130	1 128
2. Bonos 2/	835	436	1 487	1 598	576	585
3. Internas 3/	-367	-3 395	-2 843	-3 361	-3 302	-2 801

## Nota:

## Saldo de deuda pública bruta

En miles de millones de US\$	36,0	38,3	38,8	39,6	39,0	39,5
En porcentaje del PBI	23,4	21,7	20,1	19,9	18,6	18,3

## Saldo de deuda neta 4/

En miles de millones de US\$	17,8	14,5	12,4	12,2	8,6	8,8
En porcentaje del PBI	11,5	8,2	6,4	6,1	4,1	4,1

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas operaciones de administración de deuda, tanto internas como externas.

2/ Incluye bonos internos y externos.

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

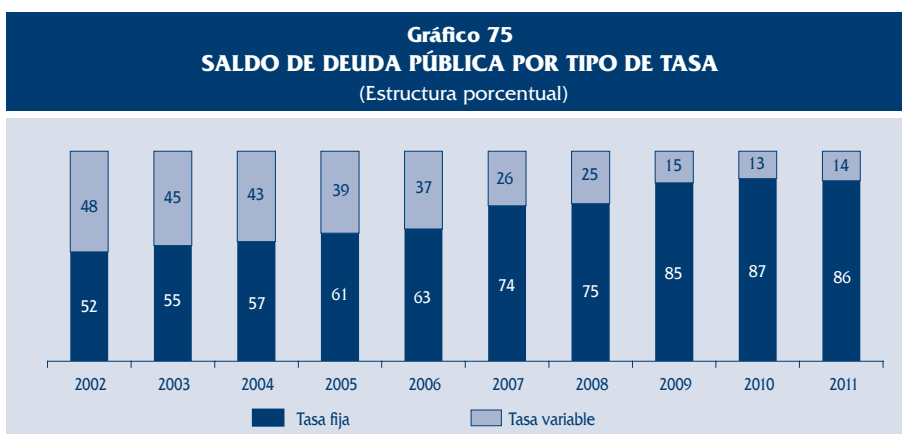
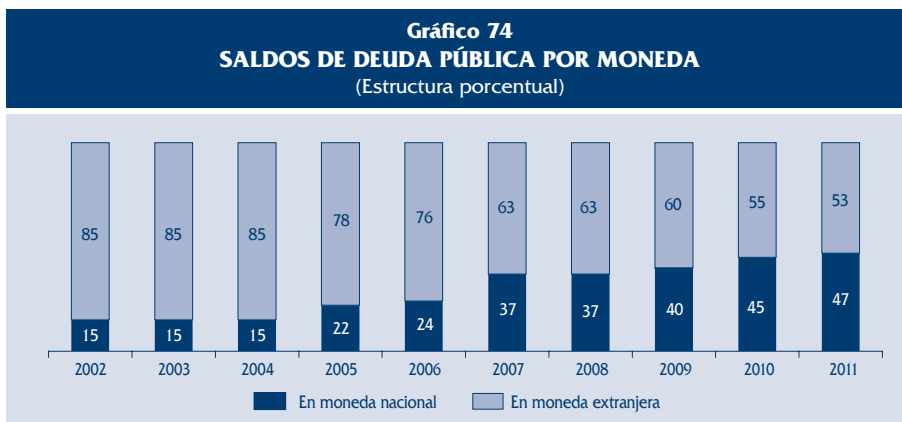
4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

Fuente: BCRP, MEF.

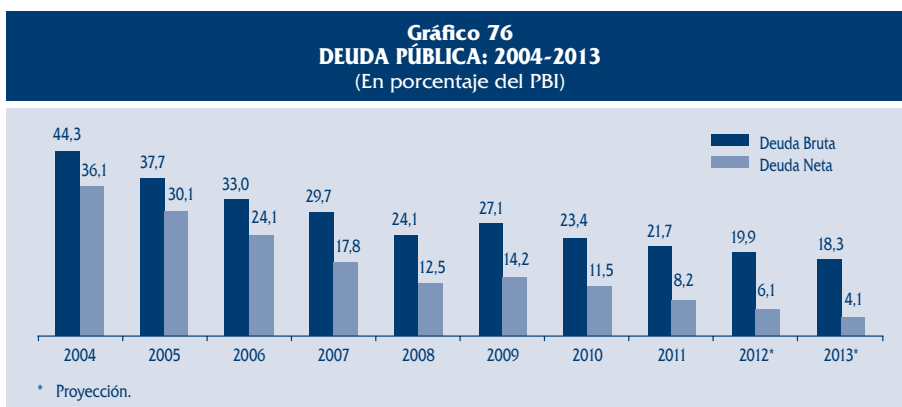
60. En enero de 2012 el MEF realizó una colocación de bonos en el exterior por un equivalente a US\$ 1 100 millones, de los cuales, US\$ 500 millones correspondieron a la reapertura del Bono Global 2050 y US\$ 600 millones a la reapertura del Bono Soberano 2031. La mayor demanda del mercado se orientó al Bono Global con vencimiento en el año 2050, instrumento de deuda de mayor plazo emitido por nuestro país. La tasa de rendimiento fue de 5,372 por ciento. En el caso de los bonos soberanos el rendimiento fue de 6,875 por ciento.

61. Respecto a la composición de la deuda por monedas, vienen disminuyendo los riesgos de mercado en cuanto a fluctuaciones por tipo de cambio al reducir la participación de la deuda en moneda extranjera a 53 por ciento a fines de 2011. En cuanto a tipo de tasa, la deuda concertada a tasa fija representó en 2011 el 86 por ciento, ratio muy cercano al registrado en los años 2009 y 2010.





62. La deuda bruta y neta continuarán descendiendo tanto por el incremento en la actividad económica cuanto por el aumento en los depósitos del sector público. Así se espera que para fines del año 2012 la deuda bruta alcance el 19,9 por ciento del PBI, en tanto que para 2013 este ratio sería de 18,3 por ciento del producto. La deuda neta también reproduciría esta misma tendencia, pasando de 8,2 por ciento del PBI en 2011 a 4,1 por ciento del PBI en 2013.





#### RECUADRO 4 METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL RESULTADO ESTRUCTURAL

El resultado estructural es una variable no observable que mide el resultado económico que mostrarían las cuentas del sector público no financiero si la actividad económica y los precios de los minerales e hidrocarburos de exportación se encontraran en sus niveles de tendencia o potencial. Para la estimación del resultado estructural se toman en cuenta los siguientes criterios metodológicos:

- El resultado estructural se estima para el agregado del sector público no financiero.
- La base de ingresos fiscales para el ajuste por el ciclo de los precios de los metales e hidrocarburos de exportación está compuesta por el Impuesto a la Renta de Tercera Categoría (IR) y las regalías provenientes de los sectores minería e hidrocarburos.
- Los gastos del gobierno general y el resultado primario de las empresas estatales no reciben ningún ajuste cíclico.
- El precio de referencia para calcular los ingresos estructurales es el promedio de 15 años de los precios internacionales de minerales e hidrocarburos.

#### Implementación

Los ingresos del gobierno general ( $IGG_t$ ) se descomponen en los ingresos provenientes de la minería e hidrocarburos ( $IM_t$ ) y el resto de ingresos del gobierno general ( $RIGG_t$ ).

A su vez, los ingresos provenientes de la minería e hidrocarburos están constituidos por el pago a cuenta y regularización del impuesto a la renta de la tercera categoría pagado por estos sectores ( $PCIRM_t$  y  $RIRM_t$ , respectivamente) y las regalías ( $RM_t$ ).

Estos recursos son ajustados por el ciclo de los precios internacionales de minerales e hidrocarburos de tal manera de obtener su valor estructural. Así, el nivel “estructural” de estas variables se puede expresar como:

$$PCIRM_t^e = PCIRM_t \left( \frac{PM_t^e}{PM_t} \right)^\alpha$$

$$RIRM_t^e = RIRM_t \left( \frac{PM_{t-1}^e}{PM_{t-1}} \right)^\alpha$$

$$RM_t^e = RM_t \left( \frac{PM_t^{e,\gamma}}{PM_t} \right)$$

Donde  $PCIRM_t^e$ ,  $RIRM_t^e$  y  $RM_t^e$  corresponden al componente “estructural” del pago a cuenta del impuesto a la renta, de la regularización del impuesto a la renta y de las regalías pagadas por los sectores minería e hidrocarburos, respectivamente  $PM_t$  corresponde al índice de precios de exportaciones mineras (y de hidrocarburos)<sup>10</sup> y es el valor de referencia o de largo plazo, el cual se estima como un promedio móvil

10 Para los precios de exportación mineros se utiliza un índice de Laspeyres con base en el año 2010, mientras que en el caso de hidrocarburos se usa la cotización del crudo en la Costa del Golfo (West Texas Intermediate).

de 15 años de los precios de exportación<sup>11</sup>. De esta forma la razón  $\frac{PM_t^e}{PM_t}$  refleja la brecha de precios de exportación respecto al valor de referencia.

Debe mencionarse que tanto el pago a cuenta como la regularización del impuesto a la renta son ajustados con una elasticidad ( $\alpha$ ) que se estima a partir de regresiones de la recaudación y los precios internacionales. Actualmente el valor de dicho parámetro es de 2,7 para el sector minero y de 2,1 para el sector de hidrocarburos. Asimismo, la regularización del impuesto a la renta es ajustada por la brecha de precios vigente en el período anterior, para reflejar el hecho que es un pago que responde a las operaciones realizadas en dicho momento.

De otro lado, la recaudación de regalías mineras y de hidrocarburos no contiene pagos de regularización y se ajusta considerando una elasticidad unitaria (es decir,  $\gamma=1$ ).

Los ingresos del gobierno general ( $IGG_t$ ) son ajustados por el ciclo económico de la siguiente forma:

$$IGG_t^e = IGG_t \left( \frac{Y_t^e}{Y_t} \right)^{\beta_t}$$

Donde  $IGG_t^e$  es el componente estructural de los ingresos del gobierno general,  $Y_t$  es el PBI real y  $Y_t^e$  es el PBI real potencial. En esta expresión el ratio  $\frac{Y_t^e}{Y_t}$  refleja la brecha del PBI, que es una medida del ciclo en la actividad económica agregada. Así, si la actividad económica se encuentra por encima del potencial los ingresos estructurales serán menores a los observados, y viceversa.

El parámetro  $\beta_t$  mide la elasticidad de ingresos del gobierno general respecto al PBI. Esta elasticidad cambia en cada período de acuerdo a la composición de la recaudación fiscal. Para el año 2011 la elasticidad se estima en 1,2<sup>12</sup>.

El Resultado Económico del sector público no financiero se puede escribir como:

$$RE_t = IGG_t - GNF_t + RPEE_t - IDP_t$$

Donde  $GNF_t$ ,  $RPEE_t$  y  $IDP_t$  representan el gasto no financiero del gobierno general, el resultado primario de las empresas estatales y el servicio de intereses de la deuda pública, respectivamente. Estas variables no reciben ningún ajuste por el ciclo económico o de precios de exportación.

Entonces el Resultado Económico Estructural del sector público no financiero se puede definir como:

$$RE_t^e = RE_t + (PCIRM_t^e - PCIRM_t) + (RIRM_t^e - RIRM_t) + (RM_t^e - RM_t) + (IGG_t^e - IGG_t)$$

Es decir, corresponde al valor del resultado económico al que se deduce los componentes cíclicos de la recaudación fiscal, los que dependen del ciclo del producto agregado y de los precios internacionales.

11 El promedio se calcula sobre los precios reales de los *commodities* de exportación, deflactados por el IPC de Estados Unidos.

12 Esta elasticidad es el promedio ponderado de las elasticidades del Impuesto a la Renta, aranceles, IGV, impuesto selectivo al consumo, otros tributos, contribuciones sociales, devolución de impuestos, ingresos no tributarios e ingresos de capital. El peso dado a cada elasticidad corresponde a la participación del recurso en el total del resto de ingresos del gobierno general





---

El Resultado Primario Estructural del sector público no financiero se estima como:

$$RP_t^e = RE_t^e + IDP_t$$

Finalmente, el Impulso Fiscal, indicador que mide la posición expansiva o contractiva de la política fiscal durante un período dado se estima como:

$$IF_t = -(RP_t^e - RP_{t-1}^e)$$

Es decir, si el resultado primario estructural aumenta, se estima que el fisco está tomando medidas discrecionales de consolidación de las cuentas fiscales, por lo que la posición de la política fiscal sería contractiva (impulso fiscal negativo), mientras que si el resultado primario estructural se reduce, la política fiscal sería expansiva (impulso fiscal positivo).

---

---

#### **RECUADRO 5 MODIFICACIONES RECIENTES AL FONDO DE COMBUSTIBLES**

El Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles derivados del Petróleo –FEPC<sup>13</sup>– opera bajo un esquema de “banda de precios”, la cual es fijada con periodicidad bimensual por el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería – OSINERGMIN. La regla para definir la magnitud del ajuste en las bandas de precios especifica que el impacto en precios al consumidor no debe ser mayor a 5 por ciento, salvo en el caso del GLP, que tiene un límite de 1,5 por ciento.

El precio de referencia de cada combustible, que se utiliza para determinar las compensaciones o aportes al FEPC, se publica semanalmente por el OSINERGMIN y corresponde al concepto de precio de paridad de importación –PPI– (salvo en el caso del GLP que utiliza un precio paridad ad-hoc). El PPI se calcula añadiendo a la cotización promedio de diez días en el mercado relevante (Costa del Golfo de los Estados Unidos) todos los costos asociados a una operación eficiente de importación de dichos combustibles al país. En el caso del GLP el precio de referencia es el precio de exportación FOB en Pisco (se asume equivalente al precio del GLP en Mont Belvieu, USA), más el costo de transporte, almacenamiento y despacho más eficientes para llevar este combustible al Callao.

Al mitigar la volatilidad de los precios domésticos de los combustibles el FEPC cumple un rol macroeconómicamente importante. De una parte ayuda a estabilizar los costos de producción de muchos sectores, lo que reduce las distorsiones en precios relativos que se generan cuando varían los precios de los combustibles y los precios de los productos finales no se ajustan rápidamente debido a rigideces nominales. Además, los combustibles forman parte de la canasta de consumo de los hogares, por lo que al estabilizar sus precios el Fondo mitiga las variaciones en el ingreso real que sufren las familias, lo que favorece el suavizamiento del consumo y aumenta el bienestar.

---

13 Creado en setiembre de 2004 mediante D.U. 010-2004 y con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2012 (de acuerdo al DU 060-2011 de diciembre de 2011).

<b>SITUACIÓN DE LOS COMBUSTIBLES EN LA TERCERA SEMANA DE MARZO</b> (En S/. por galón)									
	Precio Interno de Refinería	Banda de precios		Precios Paridad Osinergmin	Adelanto(+) / Rezago (-) %	Factor Compensación Neto Semanal (S/. por galón)	Compensaciones(+)/ Aportaciones(-)		Recaudación 2/ Semanal por ISC (Mill. de S/. por semana)
		Límite inferior	Límite Superior				(Mill. de S/. por semana)	Participación %	
Gasolina 84	7,86	7,76	7,86	8,70	-10,7%	0,84	0,8	3,3%	1,2
Gasolina 90	8,24	8,14	8,24	9,04	-9,7%	0,80	0,3	1,2%	0,6
Gasolina 95 1/	9,35								0,0
Gasolina 97 1/	9,51								0,0
Gasohol 84	7,98	7,88	7,98	8,62	-8,0%	0,64	1,8	7,2%	3,1
Gasohol 90	8,35	8,23	8,33	8,94	-7,1%	0,61	2,2	9,0%	5,5
Gasohol 95 1/	9,49								1,3
Gasohol 97 1/	9,64								1,1
Diesel B5 2500 ppm	9,37	9,27	9,37	9,77	-4,3%	0,40	7,3	29,4%	24,3
Diesel B5 50 ppm	9,62	9,27	9,37	9,77	-1,6%	0,40	2,5	10,2%	6,4
Residual N°6 1/	7,77								0,3
Residual N°500 1/	7,68								0,5
Gas Licuado	3,65	3,57	3,69	4,56	-24,9%	0,87	9,2	37,2%	0,0
<b>Combustibles Usados para la Generación Eléctrica</b>									
Diesel B5 GE	9,03	8,93	9,03	9,77	-8,2%	0,74	0,3	1,3%	0,5
Residual 6 GE	6,83	6,73	6,83	7,77	-13,8%	0,94	0,3	1,1%	0,1
<b>Total</b>							<b>24,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>44,9</b>

1/ Actualmente estos combustibles se encuentran fuera de la cobertura del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles.  
2/ Estimaciones basadas en la demanda anual de combustibles.

Al respecto cabe indicar que la literatura es clara al señalar una relación negativa entre el crecimiento de las cotizaciones internacionales de los combustibles y la actividad económica<sup>14</sup>. Esta regularidad se verifica para la economía del Perú en la que se estima que un choque de precios de combustibles de 10 por ciento puede reducir la tasa de crecimiento anual de la economía hasta en 0,3 puntos porcentuales.

Para mejorar la focalización el gobierno ha optado por reducir la cobertura del FEPC: en octubre se retiraron del Fondo las gasolinas y gasoholes de 95 y 97 octanos y en diciembre todos los petróleos industriales. El único producto que no ha tenido reajustes de precios el último año ha sido el GLP pues no se han realizado ajustes en sus bandas de precios, lo que ha elevado el monto de las compensaciones en este producto.

A fines de febrero se ha aprobado cambios adicionales al FEPC:

- **Petróleos Residuales:** Se reincorporan los combustibles residuales para uso en generación eléctrica en sistemas aislados en la cobertura del Fondo.
- **GLP:** Se distinguen el GLP para uso directo y vehicular cuyas bandas de precios se ajustarán considerando una variación máxima en las bandas de 5 por ciento (a partir de abril de 2012), y el

14 Los trabajos de Hamilton (2008) "Oil and the macroeconomy" New Palgrave Dictionary of Economics y Kilian (2008) "The Economic Effects of Energy Price Shocks" Journal of Economic Literature. Vol. 46 presentan una revisión amplia de esta literatura.





---

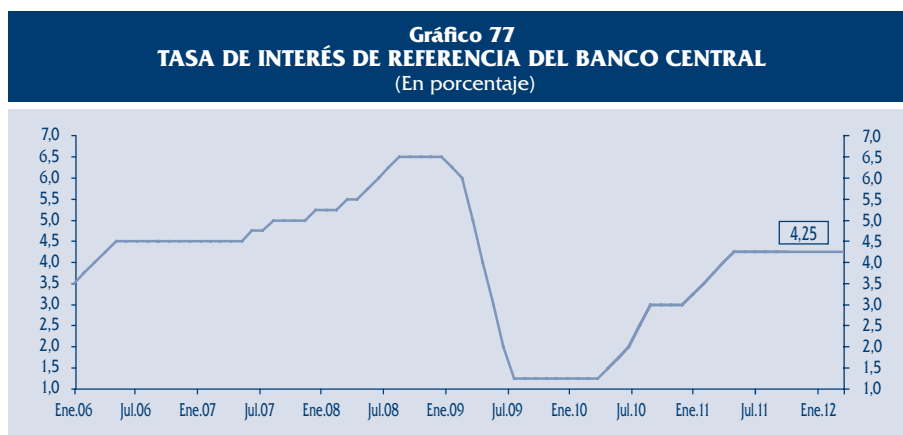
GLP para envasado cuyas bandas de precios se ajustarán considerando una variación máxima de 1,5 por ciento en el precio final (a partir de agosto de 2012).

- Cobertura FEPC: A partir de agosto, si el Precio de Referencia de las gasolinas y del GLP para uso directo y vehicular es superior a la banda de precios en menos de 5 por ciento, dichos productos saldrán de la cobertura del Fondo. Además, a partir de agosto sólo será comprendido en el Fondo el Diesel para uso vehicular y para generación eléctrica de sistemas aislados.
  - Inclusión Social: Se establecerán criterios, montos y oportunidad de entrega de mecanismos de compensación para familias vulnerables que consumen GLP en balones de hasta 10 Kg. Este mecanismo empezará a operar a partir del ajuste de bandas de agosto y se financiará con el presupuesto del Ministerio de Energía y Minas.
-

## V. Política Monetaria

63. Entre diciembre y marzo el Directorio del Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento. Este nivel refleja una posición de política monetaria consistente con la convergencia de la inflación hacia el rango de tolerancia en la segunda mitad de este año, y toma en cuenta el menor dinamismo proyectado de la economía mundial, la persistencia de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y la reversión de los choques de oferta que afectaron la inflación durante el año 2011.

La comunicación del programa monetario, además, ha enfatizado que los ajustes futuros en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, lo que refleja un balance de riesgos para la inflación más neutral que el considerado en el Reporte de Inflación de diciembre 2011. Este cambio en el balance de riesgos toma en cuenta la evolución reciente de la economía mundial, que muestra un desempeño mejor al esperado, aunque todavía con niveles considerables de incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros internacionales y las perspectivas de crecimiento mundial para este año.



**MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA:**  
**Enero – Marzo de 2012**

**Enero:** 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 toma en cuenta el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto, los riesgos financieros internacionales y que el aumento de la inflación ha obedecido principalmente a factores temporales de oferta. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.





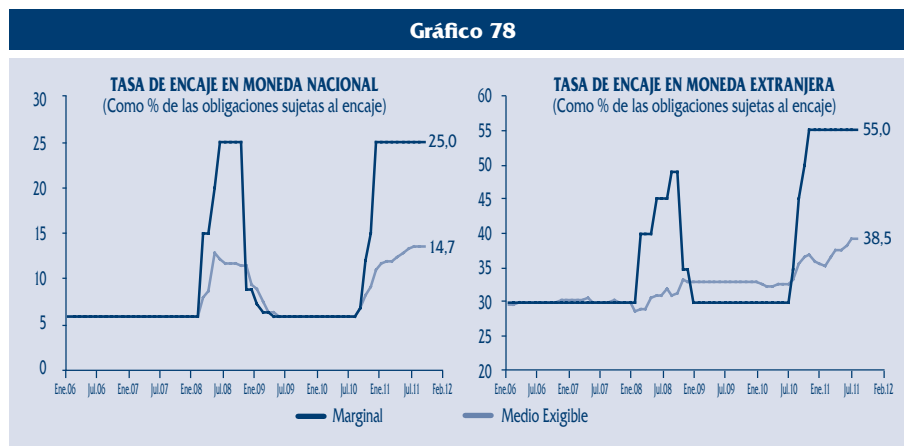
**Febrero:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento.

Esta decisión toma en cuenta el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto, los riesgos financieros internacionales y que el desvío de la inflación ha obedecido principalmente a factores temporales de oferta. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

**Marzo:** 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 toma en cuenta el menor crecimiento que vienen registrando algunos componentes del gasto, los riesgos financieros internacionales y el desvío de la inflación que ha obedecido principalmente a factores temporales de oferta. Futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

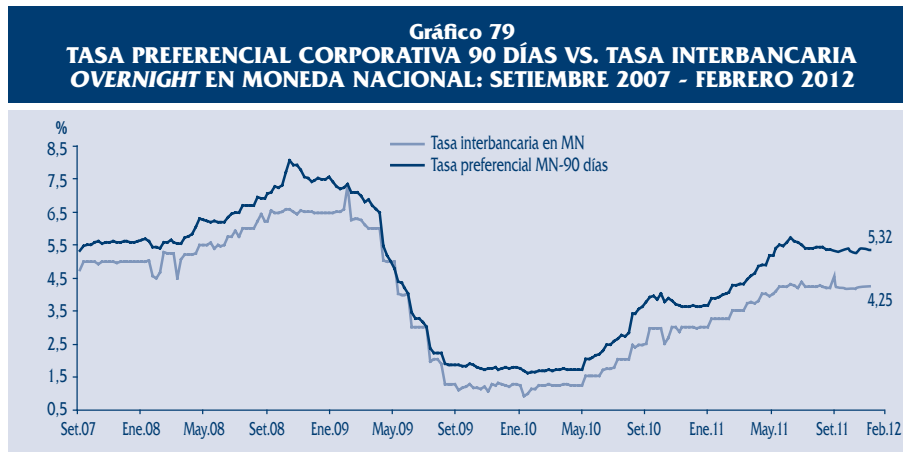
64. El Banco Central también ha mantenido sin modificación los requerimientos de encaje en moneda nacional y moneda extranjera desde mediados del año pasado. A fines de febrero la tasa de encaje media en nuevos soles se ubicó en 14,7 por ciento y en dólares en 38,5 por ciento, tasas que han permitido moderar la expansión del crédito y que incrementan la capacidad del sistema financiero para enfrentar escenarios posibles de restricción severa de liquidez.



65. Entre diciembre 2011 y febrero 2012 las tasas de interés preferenciales de corto plazo en moneda nacional se mantuvieron estables, en un nivel cercano al 5,3 por ciento, consistente con la posición de la política monetaria. La tasa de interés de este segmento, por tener una menor prima por riesgo crediticio y por ser



de corto plazo, tiene una mayor relación con la tasa de referencia de política monetaria.



66. El resto de tasas activas del sistema financiero también se mantuvieron sin cambios significativos, con algunas excepciones. Así, la tasa de crédito a pequeñas empresas se incrementó de 23,2 por ciento en diciembre a 23,7 por ciento en febrero, mientras que la tasa de crédito de consumo se redujo de 38,5 a 35,7 por ciento en similar período. La evolución de las tasas de interés de este tipo de créditos refleja la evolución de las condiciones de riesgo crediticio y de competencia en los respectivos mercados de préstamos. La tasa de interés para créditos hipotecarios se mantuvo estable alrededor de 9,4 por ciento.

**Cuadro 28**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO <sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)

Moneda nacional							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Mar.11	5,4	7,5	11,1	24,6	32,5	38,4	9,4
Jun.11	6,4	8,1	10,9	23,6	31,9	39,9	9,7
Set.11	6,1	7,9	10,9	23,6	32,9	36,1	9,6
Oct.11	6,0	7,8	10,8	23,2	32,8	37,2	9,6
Nov.11	6,0	7,4	11,1	23,0	32,9	38,3	9,5
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	33,0	38,5	9,4
Ene.12	5,9	7,4	11,4	22,9	32,9	37,3	9,4
Feb.12	6,0	7,2	11,4	23,7	33,1	35,7	9,4
Variación Acumulada (pbs)							
Feb.12-Ene.12	9	-17	-3	79	20	-155	-1
Feb.12-Dic.10	146	138	108	44	593	-492	6

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





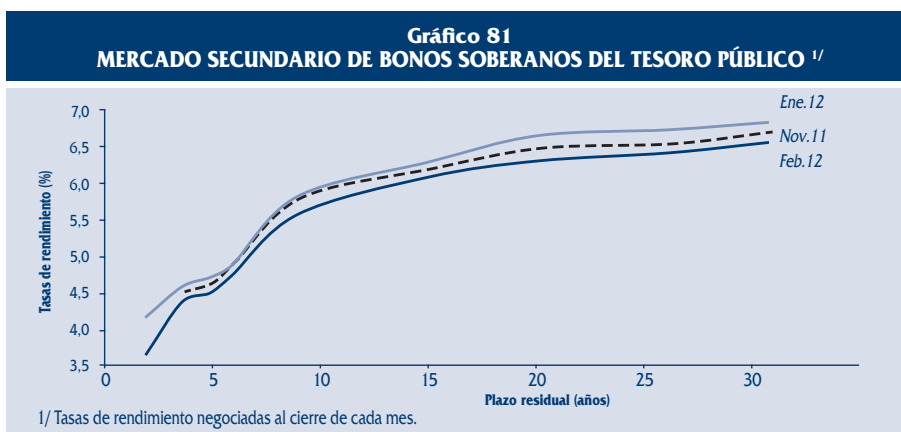
67. Las tasas pasivas en moneda nacional de corto plazo se redujeron ligeramente en enero y febrero. Así, la tasa de interés para depósitos hasta 30 días pasó de 3,9 a 3,7 por ciento, mientras que las tasas de interés para los depósitos de 31 a 180 días disminuyeron de 4,1 a 4,0 por ciento.

<b>Cuadro 29</b> <b>TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES</b> (En porcentajes)			
	<b>Depósitos hasta 30 días</b>	<b>Depósitos a plazo de 31 a 180 días</b>	<b>Depósitos a plazo de 181 a 360 días</b>
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Mar.11	3,1	3,0	4,0
Jun.11	4,3	3,6	4,3
Jul.11	4,2	3,9	4,5
Ago.11	4,1	4,2	4,6
Set.11	4,1	4,3	4,6
Oct.11	4,1	4,3	4,7
Nov.11	4,0	4,2	4,7
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Ene.12	3,8	4,0	4,7
Feb.12	3,7	4,0	4,7
Diferencia (pbs) (Feb.12-Dic.11)	-13,8	-9,8	0,2

68. En moneda extranjera, la tasa preferencial corporativa se incrementó de 2,60 por ciento en diciembre de 2011 a 2,96 por ciento en febrero, reflejando una menor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera en la banca, en parte debido a las compras que realizó el BCRP en el mercado cambiario. En los primeros meses del año el BCRP acumuló compras de moneda extranjera por US \$3 678 millones.



69. En enero el gobierno realizó una colocación de bonos en el mercado internacional por el equivalente de US\$ 1 100 millones, de los cuales el equivalente a US\$ 600 millones se realizó en moneda nacional a una tasa de 6,875 por ciento y a un plazo de 19 años, lo que elevó algo la curva de rendimiento de bonos soberanos. Los inversionistas no residentes adquirieron alrededor de 80 por ciento de esta colocación bajo la modalidad de *Global Depositary Notes* (GDN). A partir de febrero se observó un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimiento reflejando la menor percepción de riesgo en economías emergentes.



70. Las tasas en dólares de mayor plazo también se incrementaron. Las tasas de interés para empresas corporativas, grandes empresas y medianas empresas aumentaron de 3,0 a 3,6 por ciento, de 5,4 a 5,5 por ciento y de 8,9 a 9,3 por ciento, respectivamente. Por su parte, la tasa de crédito de consumo se incrementó de 22,0 por ciento en diciembre de 2011 a 22,8 por ciento en febrero.





**Cuadro 30**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO <sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)

Moneda extranjera							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Mar.11	3,6	5,6	9,3	16,3	16,7	20,9	8,3
Jun.11	3,6	5,3	9,3	15,6	16,3	21,3	8,5
Set.11	3,3	5,5	8,8	15,4	19,5	21,2	8,3
Oct.11	3,0	5,3	8,4	15,1	19,0	21,7	8,2
Nov.11	3,1	5,3	8,6	15,4	17,4	22,4	8,2
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	19,2	22,0	8,2
Ene.12	3,6	5,4	9,0	15,4	18,8	22,4	8,3
Feb.12	3,6	5,5	9,3	15,5	18,8	22,8	8,2
Variación Acumulada (pbs)							
Feb.12-Ene.12	7	7	27	10	3	39	-8
Feb.12-Dic.10	32	-5	68	125	398	339	5

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

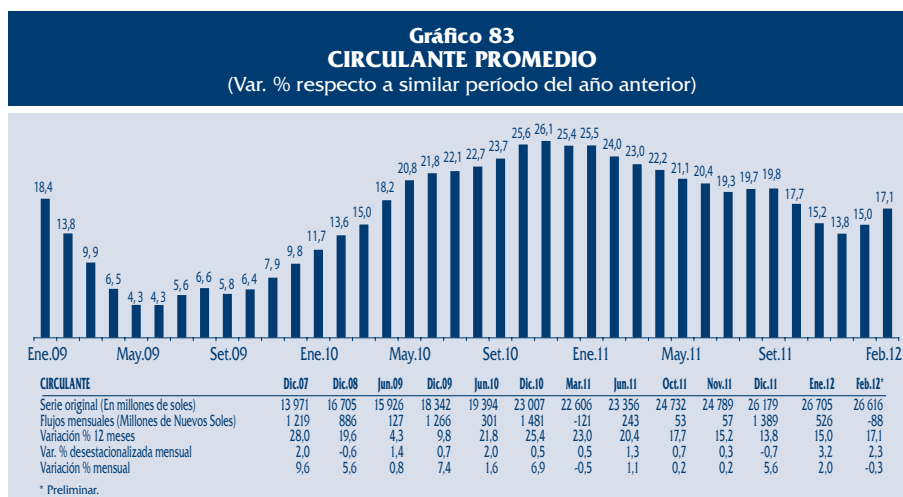
71. Por su parte, las tasas de interés pasivas en moneda extranjera hasta 30 días se incrementaron de 0,7 por ciento en diciembre a 1,0 por ciento en febrero, reflejando una menor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera. Esta evolución se explica en parte por un menor crecimiento de los depósitos en moneda extranjera, producto del menor ritmo de dolarización de los depósitos observado en los primeros meses de 2012. A esta menor disponibilidad de fondeo en moneda extranjera se añade la mayor demanda de los bancos derivada del dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente durante enero.

**Cuadro 31**  
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES**  
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Mar.11	1,4	1,1	1,7
Jun.11	0,5	1,1	1,7
Jul.11	0,6	1,0	1,7
Ago.11	0,7	1,0	1,6
Set.11	0,8	1,0	1,6
Oct.11	0,6	1,0	1,6
Nov.11	0,6	1,0	1,6
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Ene.12	0,9	1,1	1,6
Feb.12	1,0	1,1	1,6
Diferencia (pbs) (Feb.12-Dic.11)	36,3	12,7	3,0

## Circulante y Crédito

72. El circulante promedio a febrero está creciendo a un ritmo de 17,1 por ciento en los últimos 12 meses, mostrando una recuperación respecto a enero, lo que está en línea con algunos indicadores coincidentes de actividad económica. Para este año se estima que el circulante crecería 17,5 por ciento, lo que es consistente con el crecimiento del PBI y la desdolarización de los pasivos bancarios que se viene observando este trimestre.

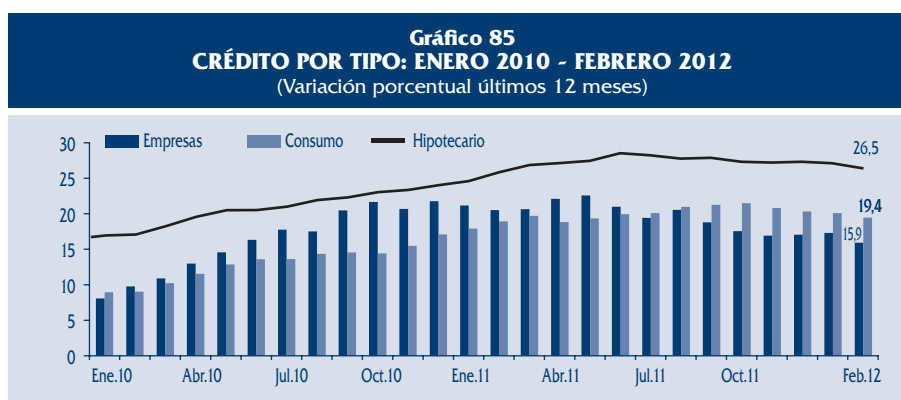


73. En 2011 el crédito al sector privado creció 18,9 por ciento. En los primeros meses del año este ritmo de crecimiento se ha reducido ligeramente, alcanzando a febrero un crecimiento anual de 18,0 por ciento. Por monedas, en febrero el crédito al sector privado en nuevos soles registró un crecimiento anual de 19,0 por ciento, mayor al crecimiento del crédito en dólares (16,7 por ciento).



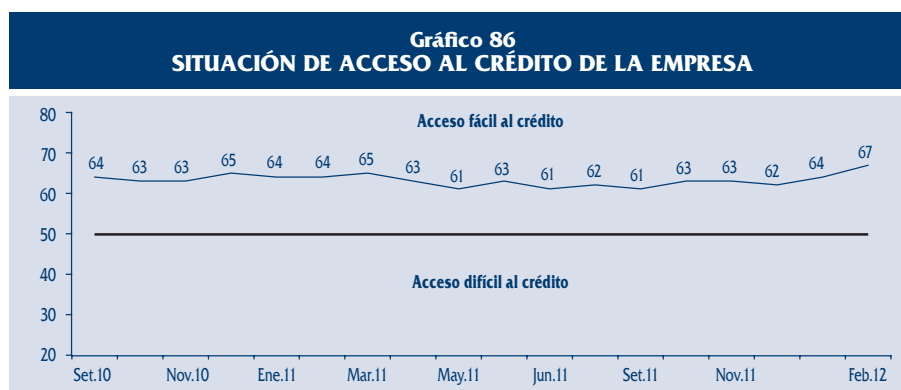


Al igual que en 2011, en lo que va del año, el crédito a los hogares viene mostrando un mayor dinamismo que el crédito a las empresas, en particular el crédito hipotecario que creció 1,6 y 1,5 por ciento en enero y febrero (27,2 y 26,5 por ciento de crecimiento anual). El mayor dinamismo del crédito a los hogares refleja tanto una elevada confianza del consumidor como la mejora en los ingresos disponibles favorecidos por los incrementos sostenidos en el empleo formal y tasas de interés históricamente bajas. Por su parte, el crédito a las empresas creció 0,4 y -0,3 por ciento en los dos primeros meses del año, acumulando una tasa anual de crecimiento de 17,2 y 15,9 por ciento. Este menor ritmo de crecimiento se explica principalmente por un menor dinamismo en el crédito al comercio exterior, 3,5 por ciento anual en enero y 0,7 por ciento en febrero.



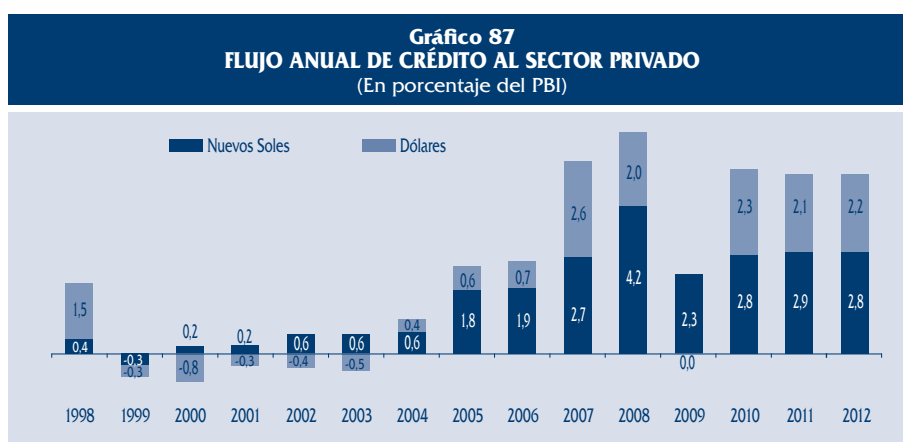
Excluyendo el crédito para el comercio exterior, el crédito a las empresas registró un incremento anual de 18,7 por ciento en enero y de 17,4 por ciento en febrero. Destaca dentro de este grupo el crédito a la pequeña y mediana empresa que registran tasas de crecimiento de 27,5 y 21,5 para el mes de febrero.

74. Esta evolución refleja, además de las bajas tasas de interés del sistema financiero y la recuperación de la confianza empresarial, el fácil acceso al crédito de las empresas domésticas, que según el indicador de situación de acceso al crédito, construido en base a las encuestas que realiza el BCRP, habría mejorado de un nivel de 62 en diciembre 2011 a 67 en febrero 2012.



Cabe precisar que, entre enero y febrero de 2012, un grupo de empresas peruanas no financieras emitieron valores en el mercado internacional para financiar parte de sus inversiones. La minera Volcan emitió bonos por US\$ 600 millones (de los cuales US\$ 35,5 millones se colocaron en el mercado local), a una tasa de interés de 5,375 por ciento y a un plazo de 10 años, alcanzando una demanda de US\$ 5 000 millones. Camposol emitió bonos en el exterior por US\$ 125 millones a 5 años y a una tasa de 9,875 por ciento, convirtiéndose en la primera empresa agroindustrial peruana que emite bonos en el mercado internacional. Asimismo, Cementos Pacasmayo colocó American Depositary Shares (ADS) en la bolsa de Nueva York por US\$ 230 millones, lo que implicó un aumento de capital de 17,5 por ciento.

Asimismo, el flujo acumulado de los últimos 12 meses del crédito al sector privado como porcentaje del PBI se ha mantenido en 5,0 por ciento, nivel similar al de finales de 2010 y 2011. Con ello el crédito sobre PBI a fines de febrero se ha mantenido alrededor de 30 por ciento del PBI.



Para este año se estima una expansión del crédito de 14,5 por ciento, lo que está en línea con el crecimiento de 5,7 por ciento de la actividad económica y el crecimiento de la bancarización del país que alcanzaría 32 por ciento.

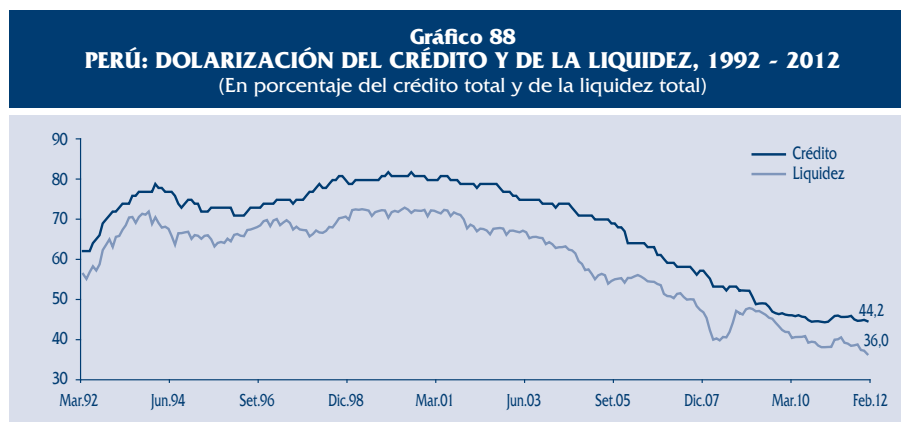
75. En 2011, la dolarización del crédito al sector privado se redujo de 46,3 por ciento a fines de 2010 a 45,2 por ciento, siendo el crédito a los hogares el que mayor reducción ha mostrado en su ratio de dolarización, el mismo que pasó de 26,0 por ciento a 25,1 por ciento. Dentro del crédito a hogares, el segmento que mayor ritmo de desdolarización registró fue el crédito hipotecario, cuyo ratio de dolarización pasó de 51,6 por ciento a 48,8 por ciento. Por su parte, la dolarización del crédito a las empresas se redujo de 56,3 por ciento a 55,6 por ciento.

En febrero el coeficiente de dolarización del crédito continuó reduciéndose hasta 44,2 por ciento, en línea con las tendencias observadas en la dolarización de la liquidez, que pasó de 37,2 por ciento en diciembre 2011 a 36,0 por ciento en febrero 2012. El mayor ritmo de desdolarización en la liquidez observado en los primeros meses





del año, refleja en parte, la mayor confianza en la moneda doméstica, luego que se disiparan parte de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y también una reversión de una mayor demanda de moneda extranjera el año pasado frente a la mayor incertidumbre generada por el período electoral.



### Operaciones monetarias

76. 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. Este objetivo se vio favorecido por los niveles holgados de liquidez que registró el sistema bancario, lo que se reflejó en la mayor preferencia de las entidades financieras en la adquisición de Certificados de Depósitos (CDBCRP) a plazos de hasta un año.

**Cuadro 32**  
**BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**  
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Dic. 11	Feb.12
<b>I. Reservas Internacionales Netas</b>	100%	100%
	(US\$ 48 816 mills.)	(US\$ 53 315 mills.)
<b>Pasivos netos</b>		
<b>II. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>38,0%</b>	<b>37,8%</b>
En moneda nacional	24,3%	23,7%
En moneda extranjera	13,8%	14,1%
<b>III. Depósitos totales por encaje</b>	<b>27,7%</b>	<b>24,6%</b>
En moneda nacional	9,7%	9,2%
En moneda extranjera 1/	18,0%	15,4%
<b>IV. Instrumentos del BCRP</b>	<b>13,1%</b>	<b>18,1%</b>
CD BCRP	10,3%	13,4%
CDV BCRP	0,0%	0,0%
CDR BCRP	0,0%	0,0%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%
Depósito a Plazo	2,8%	4,8%
<b>V. Circulante</b>	<b>20,7%</b>	<b>18,6%</b>
<b>VI. Otros</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,8%</b>

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

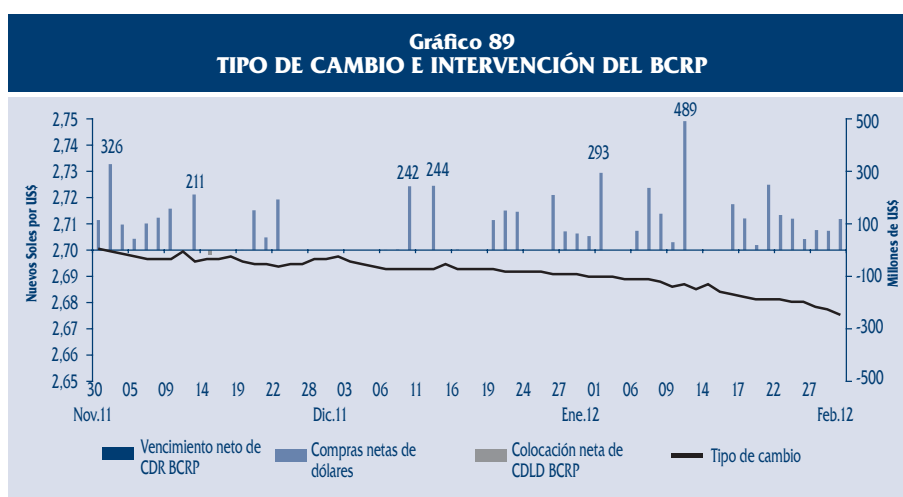


En este contexto, entre diciembre 2011 y febrero de 2012, el Banco Central realizó operaciones de retiro de liquidez por S/. 8 641 millones, principalmente mediante la emisión de Certificados (CDBCRP) por S/. 5 490 millones y de Depósitos a Plazo overnight por S/. 3 152 millones. En el mismo período, el sector público incrementó sus depósitos en el Banco Central en S/. 3 824 millones.

Como resultado de las operaciones anteriores, la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales aumentó. Como se muestra en el cuadro, los instrumentos monetarios pasaron de representar el 13,1 por ciento de las reservas internacionales en diciembre a 18,1 por ciento en febrero de 2012. Asimismo, la participación de los depósitos totales por encaje disminuyó de 27,7 a 24,6 por ciento, principalmente por los menores depósitos en moneda extranjera, que pasaron de 18,0 a 15,4 por ciento, como consecuencia del mayor monto de intervención del BCRP en el mercado cambiario y la desdolarización de pasivos.

### Tipo de cambio

77. Entre fines de noviembre y fines de febrero, el tipo de cambio registró una apreciación nominal de 1,0 por ciento, pasando de S/. 2,701 a S/. 2,675 por dólar. En esta evolución contribuyeron dos tendencias. Por un lado, y en gran medida, el mayor ritmo de desdolarización de los depósitos del sistema financiero, en particular de empresas ligadas al sector minero y de depositantes minoristas, y por otro, la menor aversión al riesgo global que contribuyó al fortalecimiento de la mayoría de las monedas de economías emergentes, luego de que se disiparan algunos de los riesgos más severos asociados a la crisis de deuda en la zona Euro.

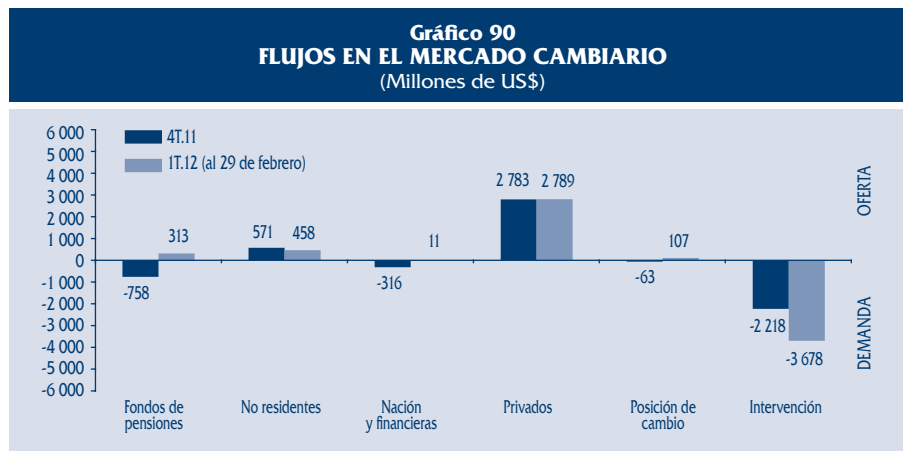


78. Durante este período, la oferta de dólares en el mercado local provino principalmente de empresas privadas que realizaron ventas netas por US\$ 2 789 millones, y en menor medida de inversionistas no residentes y fondos de pensiones cuyas ventas netas ascendieron a US\$ 458 millones





y US\$ 313 millones, respectivamente. Por su parte, la banca redujo su posición de cambio generando una oferta adicional de dólares por US\$ 107 millones. En este contexto, el BCRP intervino comprando dólares por US\$ 3 678 millones con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio.



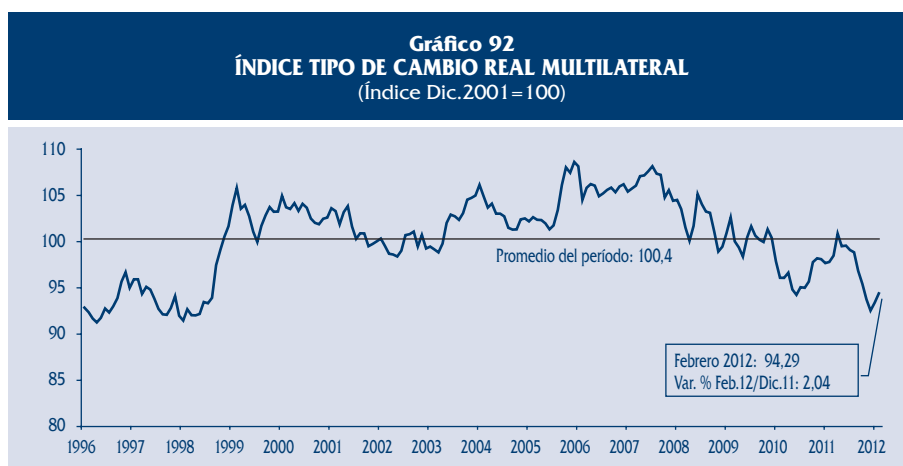
79. En el mercado *forward*, las compras netas de dólares por la banca aumentaron significativamente durante el período, principalmente por vencimientos de *forwards* ventas pactados durante el período de agudización de la crisis europea en setiembre 2011. Así, entre fines de noviembre y fines de febrero, el saldo de compras netas *forward* se incrementó en US\$ 1 287 millones, pasando de un saldo negativo de US\$ 163 millones a un saldo positivo de US\$ 1 124 millones.



80. La encuesta de expectativas para el período 2012-2013 indica que los niveles esperados de tipo de cambio por el sistema financiero se ubican entre S/. 2,65 y S/. 2,68 por dólar para 2012 y entre S/. 2,64 y S/. 2,66 por dólar para 2013.

<b>Cuadro 33</b>			
<b>ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO</b>			
<b>(S/. por US\$)</b>			
	<b>Encuesta realizada a:</b>		
	<b>Set.11</b>	<b>Dic.11</b>	<b>Feb.12</b>
<b>Sistema Financiero</b>			
2012	2,70	2,70	2,65
2013	2,70	2,68	2,65
<b>Analistas Económicos</b>			
2012	2,65	2,65	2,65
2013	2,70	2,64	2,64
<b>Empresas no Financieras</b>			
2012	2,70	2,70	2,68
2013	2,80	2,75	2,69
<b>Promedio</b>			
2012	2,68	2,68	2,66
2013	2,73	2,69	2,66

81. Por su parte, el tipo de cambio real multilateral se incrementó entre diciembre de 2011 y febrero de 2012, de 92,4 a 94,3, lo que representó una depreciación real de 2,0 por ciento. Ello fue consecuencia de que el Nuevo Sol se apreció menos que el resto de monedas. Así, mientras el nuevo sol en este período se apreció 1 por ciento, el real brasileño lo hizo en 8,0 por ciento, el peso chileno en 7,7 por ciento, y el peso colombiano en 8,8 por ciento.



82. Entre diciembre 2011 y febrero 2012 las reservas internacionales del Banco Central aumentaron US\$ 4 499 millones, alcanzando un saldo de US\$ 53 315 millones al 29 de febrero de 2012. Los altos niveles de reservas internacionales permiten contar con niveles adecuados de liquidez internacional para hacer frente a eventuales escenarios de turbulencia en los mercados financieros internacionales.

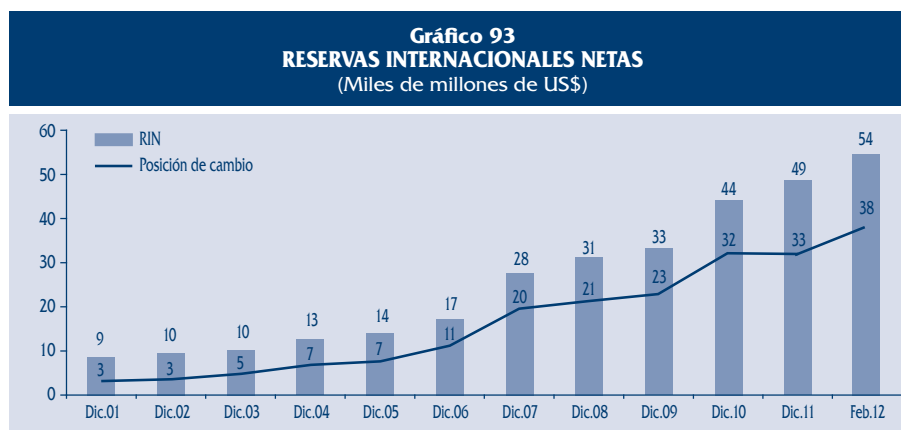
Este mayor flujo de reservas internacionales corresponde principalmente a las compras de moneda extranjera del Banco Central en la Mesa de Negociación





(US\$ 3 678 millones) y mayores depósitos del sector público en el BCRP (US\$ 785 millones), que fueron compensados con retiros de depósitos del sistema financiero (US\$ 564 millones).

En cuanto a su composición, se observa que al cierre de febrero la posición de cambio del BCRP corresponde al 70 por ciento de las reservas internacionales, mientras que los depósitos de las instituciones financieras y del sector público corresponden al 15 y 14 por ciento de las reservas internacionales, respectivamente.

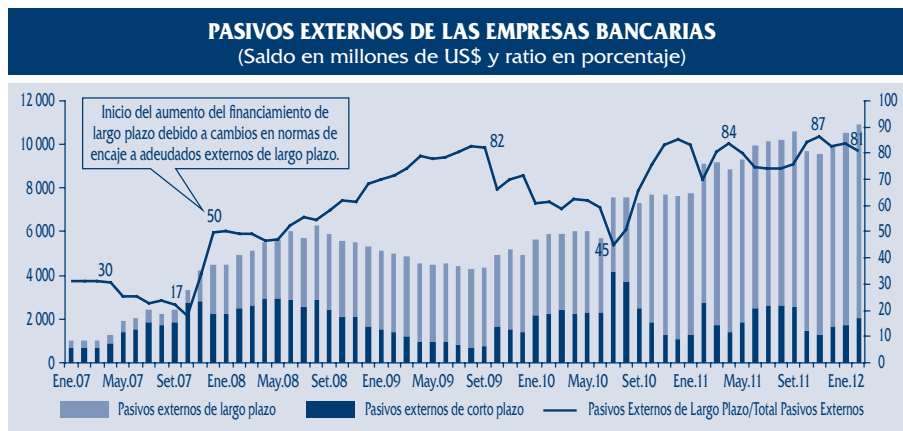


#### RECUADRO 6 ENDEUDAMIENTO Y RIESGO SISTÉMICO: EL ROL DE LOS INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES

A raíz de la crisis financiera internacional, ha sido creciente la preocupación de las autoridades encargadas de gestionar la política económica en el mundo por implementar medidas orientadas a reducir la formación de riesgo sistémico en el sistema financiero. Uno de los aspectos que mayor preocupación genera en las autoridades es un rápido crecimiento del grado de apalancamiento de las instituciones financieras, más aún si este apalancamiento se genera por un rápido incremento de pasivos de corto plazo en moneda extranjera.

En el caso del Perú, y con el objetivo de limitar la formación de este tipo de riesgos en el sistema financiero, el Banco Central de Reserva del Perú mantiene un requerimiento de encaje de 60 por ciento para los adeudados de corto plazo (hasta 2 años) de las entidades financieras domésticas con bancos del exterior. Este requerimiento de encaje no sólo ha permitido que las entidades del sistema financiero acumulen un mayor nivel de liquidez en moneda extranjera, sino que fundamentalmente ha generado los incentivos para que las instituciones financieras del país cambien la composición de sus pasivos externos de corto hacia largo plazo.

Tal como se observa en el siguiente gráfico, luego del incremento en el requerimiento de encaje a partir de mediados de 2010, los pasivos de largo plazo incrementaron su participación en los pasivos externos de 45 por ciento en julio 2010 a 81 por ciento en febrero 2012. Esta mayor participación de los pasivos de largo plazo en el fondeo externo de la banca ha sido importante para limitar el impacto de la restricción de financiamiento de los bancos europeos, a raíz del proceso de desapalancamiento generado por las mayores exigencias regulatorias en la zona euro.



Esta restricción de la oferta de créditos de bancos europeos generó un recorte en el financiamiento de corto plazo hacia las economías emergentes en el cuarto trimestre de 2011. En el caso del Perú, la menor dependencia de la banca del financiamiento externo de corto plazo limitó significativamente el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. Las tasas de interés en moneda extranjera de corto plazo se han mantenido estables durante este período y, lo más importante, los bancos no se han visto en la necesidad de afectar la oferta de créditos.

De la misma manera como un rápido incremento del apalancamiento de las entidades financieras mediante pasivos de corto plazo los expone a recortes imprevistos en los flujos de capital e incrementa la probabilidad de mayor riesgo sistémico, también un rápido crecimiento del endeudamiento de las empresas y familias, con créditos de corto plazo y en dólares lo hace frente no sólo a posibles recortes en la oferta de crédito sino también ante incrementos no anticipados en el tipo de cambio.

En el último año, el crédito en moneda extranjera se ha incrementado 17,4 por ciento a un mayor ritmo que en años anteriores, particularmente en el caso de las empresas. Esta evolución se ha visto favorecida por las bajas tasas de interés internacional y el mayor acceso a los mercados financieros. En ese sentido resulta fundamental que se continúe implementado otras medidas de carácter macroprudencial que busquen que las empresas y familias interioricen el riesgo de endeudarse en dólares, tales como los límites a los préstamos en función del valor de la cuota inicial (Loan To Value), o de los ingresos de los prestatarios, y mayores provisiones a los créditos en moneda extranjera dada la naturaleza de los créditos en dólares de generar una mayor exposición al riesgo sistémico a las empresas y familias.





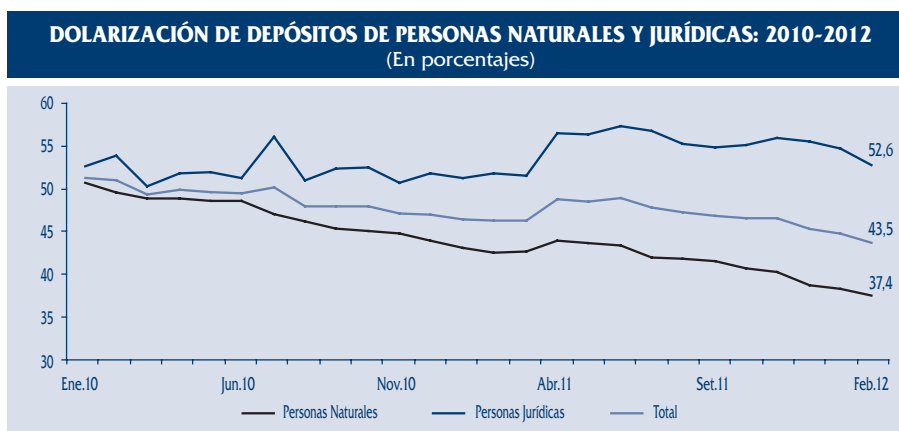
### RECUADRO 7 DOLARIZACIÓN FINANCIERA ¿QUE TANTO DIFIERE ENTRE PERSONAS NATURALES Y JURÍDICAS?

La dolarización financiera en el Perú ha venido reduciéndose de manera persistente desde los años 90s, con mayor intensidad a partir de los años 2000s, con la adopción del esquema de metas explícitas de inflación por parte del Banco Central de Reserva del Perú. La estabilidad monetaria, en particular niveles bajos de inflación, hace más atractiva la moneda doméstica tanto como medio de pago cuanto como reserva de valor. Reflejo de ello es la reducción de los niveles de dolarización financiera, desde 78 por ciento en el año 2000 hasta 44 por ciento a febrero 2012 para el caso del crédito y de 65 por ciento hasta 36 por ciento en el caso de la liquidez, para el mismo período.

No obstante esta clara tendencia, durante períodos de elevada incertidumbre, como durante la crisis financiera internacional en 2008 y 2009, y recientemente a raíz de la agudización de los problemas fiscales en la eurozona, algunos segmentos de mercado muestran una reversión transitoria de esta tendencia. Es importante, sin embargo, precisar que no todos los agentes han reaccionado de la misma manera frente a estos episodios transitorios de mayor incertidumbre.

Tal como se observa en el siguiente gráfico, durante el año 2011, las personas jurídicas son las que han mostrado una mayor sensibilidad a episodios de mayor incertidumbre en los mercados financieros. Así, las personas jurídicas elevaron sus ratios de dolarización entre marzo y junio de 2011 en 6 puntos porcentuales (de 50 por ciento en diciembre 2010 a 56 por ciento en junio 2011). Por tipo de depósitos, los de plazo son los que han mostrado mayor volatilidad en su ratio de dolarización. Para el mismo período, el ratio de dolarización de este agregado se elevó en casi 10 puntos porcentuales. Las personas naturales, por otro lado, han continuado desdolarizando sus depósitos, los que han pasado de niveles de dolarización de 43 por ciento a fines de 2010 a 38 por ciento en diciembre de 2011, mostrando muy poca sensibilidad a los mismos episodios de mayor incertidumbre que los enfrentados por las empresas.

Recientemente, entre diciembre 2011 y febrero 2012, las personas jurídicas han revertido parte del incremento en sus niveles de dolarización, volviendo al nivel observado a octubre de 2010.



**RECUADRO 8  
DE INSTRUMENTOS MICROPRUDENCIALES A MACROPRUDENCIALES**

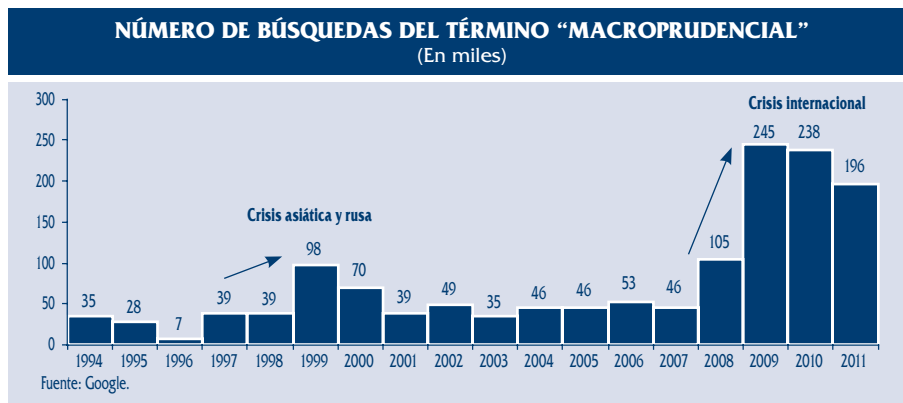
La estabilidad financiera es un objetivo que se ha buscado alcanzar en un principio mediante la implementación de políticas microprudenciales orientadas a controlar eventos de estrés financiero específicos a cada entidad financiera, buscando así la protección del consumidor. Posteriormente, asociados a eventos de crisis financieras, se ha buscado implementar políticas macroprudenciales con la finalidad de prevenir y controlar los riesgos financieros sistémicos, que de manifestarse podrían afectar al nivel de actividad económica real.

La reciente crisis financiera internacional ha puesto en evidencia la necesidad, por parte de los bancos centrales y de las instituciones reguladoras, de adoptar políticas macro prudenciales e ir más allá del enfoque puramente microeconómico de la regulación prudencial tradicional. La evidencia empírica muestra que la fortaleza individual de los bancos no es suficiente para garantizar la fortaleza global del sistema financiero y como consecuencia de ello alcanzar la estabilidad financiera.

La exigencia de políticas macro-prudenciales parte del reconocimiento de la limitación de los mercados financieros para auto regularse, y del riesgo sistémico que puede surgir a partir de una excesiva pro-ciclicidad del sistema financiero y de instituciones de gran tamaño, con alta interdependencia en el sistema financiero global. En el caso de las economías emergentes la experiencia de crisis observadas anteriormente (crisis asiática, rusa, mexicana y crisis argentina) hace más relevante la regulación macro prudencial. Actualmente, la definición, el alcance y las implicancias del término macroprudencial son materia de discusión en foros académicos y políticos.

**Sobre el término macro prudencial y los objetivos estas políticas**

Aunque no existe un registro oficial de cuando se empleó el término, según Clement (2010) el término data del año 1979, en una reunión del Comité Cooke, el predecesor del actual Comité de Basilea. Aunque el término es relativamente nuevo, las preocupaciones inherentes no lo fueron. En los 70's existía una clara preocupación de los políticos por las implicancias del rápido crecimiento del sistema financiero sobre la macroeconomía y la estabilidad financiera. Un rasgo común del término macro prudencial es que recobra mayor importancia después de eventos de crisis económicas, tal como se puede observar en el siguiente gráfico:





### Objetivos de la política macro prudencial y micro prudencial

El objetivo más importante de las políticas macro prudenciales es el de contribuir a la estabilidad financiera, entendida como la situación de fortaleza del sistema financiero para absorber choques externos e internos.

En términos de objetivos específicos la política macro prudencial se orienta a reducir los riesgos y costos de crisis sistémicas<sup>15</sup>. Esta búsqueda por limitar el riesgo sistémico abarca 2 dimensiones: la dimensión temporal, que involucra la evolución del riesgo a lo largo del tiempo y la dimensión transversal, que tiene que ver con la manera como se distribuye el riesgo entre instituciones en cada momento del tiempo.

Según Borio (2003), la regulación micro y macro prudencial se diferencian en términos de objetivos y en función al modelo utilizado para describir el riesgo. En el caso de los objetivos; mientras el enfoque macro prudencial busca limitar episodios de *stress* financiero agregado con pérdidas significativas en términos del PBI, la regulación micro prudencial busca limitar las situaciones de estrés financiero a nivel de las instituciones de términos individuales. Así, mientras que la regulación macro prudencial se enmarca dentro de una tradición macroeconómica, la regulación micro prudencial se racionaliza en términos de la protección al consumidor, ya sea como depositante o como inversor.

Desde la perspectiva del modelo usado para describir el riesgo, la regulación macro prudencial asume que el riesgo es endógeno con respecto a la conducta del sistema financiero; mientras que la regulación micro prudencial asume que este riesgo es exógeno. Otros aspectos a considerar son: la correlación y exposición común entre instituciones y la calibración de controles prudenciales.

PERSPECTIVA MACRO Y MICRO PRUDENCIAL		
	Macroprudencial	Microprudencial
<b>Objetivo próximo</b>	Limitar situaciones de stress financiero a nivel del sistema	Limitar situaciones de stress financiero a nivel individual
<b>Objetivo último</b>	Evitar pérdidas en términos del PBI	Protección al consumidor
<b>Modelo de riesgo</b>	Endógeno (En parte)	Exógeno
<b>Correlaciones y exposiciones comunes entre instituciones</b>	Importante	Irrelevante
<b>Calibración de controles prudenciales</b>	En términos de situaciones de stress financiero a nivel del sistema: top-down	Limitar situaciones de stress financiero a nivel individual: bottom-up

Fuente: Borio (2003).

### Instrumentos macroprudenciales

Los instrumentos macro-prudenciales pueden ser de dos tipos: instrumentos específicamente diseñados para mitigar el riesgo sistémico en sus dimensiones temporal y transversal e instrumentos que pueden

15 Mayores referencias se pueden encontrar en Clement (2010), Burunnermeier (2009), Banco de Inglaterra (2009), Borio (2003).



ser recalibrados con el objetivo específico y explícito de reducir el riesgo sistémico. Las contribuciones a la literatura sobre instrumentos macro prudenciales específicos pueden ser categorizados según la taxonomía propuesta por el BIS en 2008.

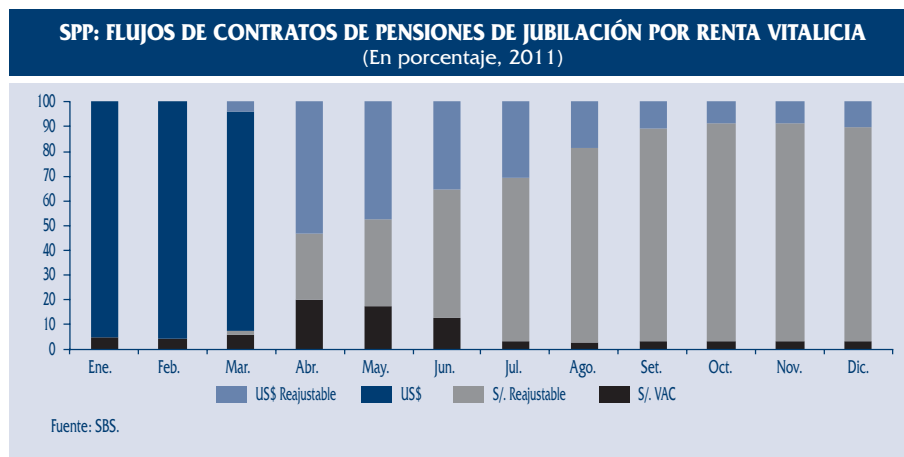
INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES	
1. Metodologías de medición de riesgo	6. Límites al riesgo de concentración
2. Reportes financieros	7. Esquemas de compensación
3. Capital regulatorio	8. Restricciones a la distribución de utilidades
4. Estándares de fondeo de liquidez	9. Mecanismos de seguro
5. Acuerdos de garantía	10. Resolución y administración de fallas

Fuente: Adaptado BIS (2008).

Esta variedad de instrumentos busca minimizar el impacto ex-ante y ex-post de las crisis financieras. Sobre la efectividad de los instrumentos macroprudenciales, la evidencia empírica es limitada y aún es materia de discusión.

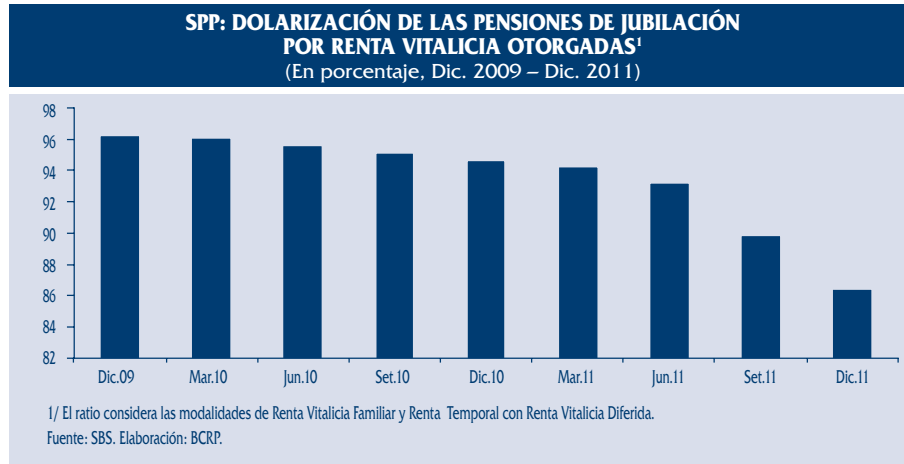
### RECUADRO 9 PROCESO DE DESDOLARIZACIÓN DE LAS PENSIONES DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES

Con la introducción de pensiones reajustables a tasa fija en nuevos soles a partir del año 2011 se ha iniciado un rápido proceso de desdolarización de las pensiones. Desde el segundo trimestre de 2011 los nuevos pensionistas de jubilación del Sistema Privado de Pensiones (SPP) están eligiendo mayoritariamente la pensión en nuevos soles reajutable a tasa fija no menor al 2 por ciento anual. Así, en el último trimestre de 2011, el 90 por ciento de nuevos pensionistas eligió pensiones en nuevos soles para su renta vitalicia (principalmente, la opción reajutable a tasa fija). Ello implica una reversión respecto a lo que se venía registrando hasta el primer trimestre de 2011 cuando más del 90 por ciento de los nuevos pensionistas elegían la modalidad en dólares.





Como consecuencia del comportamiento de los nuevos pensionistas, el ratio de dolarización de las pensiones de renta vitalicia muestra un declive pronunciado, pasando de 94 por ciento en marzo 2011 a 87 por ciento en diciembre de ese mismo año.



Como se recuerda, hasta el año 2010, los pensionistas que optaban por la renta vitalicia sólo tenían las opciones de pensión en US dólares nominales, pensión en nuevos soles ajustados a la inflación (VAC) o una combinación de ambos. Dado que las compañías de seguros, que son las que otorgan las pensiones vitalicias, no encontraban suficientes títulos VAC para cubrir sus obligaciones previsionales, ofrecían una pensión VAC menor a la pensión en US Dólares, que no requería ser ajustada por inflación, lo que llevaba al pensionista a elegir esta última dado que le daba un mayor ingreso en la etapa inicial de su vida de pensionista (ilusión monetaria). Ello, sin embargo, generaba dos problemas: de un lado, perjudicaba a los pensionistas mediante pensiones disminuidas debido a la tendencia de apreciación cambiaria registrada durante los últimos años y; de otro lado, fomentaba la dolarización en otros ámbitos de la economía.

En la actualidad la legislación es neutral en términos de moneda, dado que las pensiones en nuevos soles también podrán actualizarse a una tasa fija no menor a 2 por ciento anual. Con ello, la aseguradora tiene la certeza del perfil temporal de sus pasivos en esta moneda y por tanto puede coberturarse con la adquisición de bonos a tasa fija, y puede brindar pensiones en nuevos soles reajustables más competitivas con las pensiones en US dólares que desde 2011 también tienen que ser reajustables. A partir del presente año también pueden acceder a este nuevo esquema las pensiones por invalidez y sobrevivencia.

**MODALIDADES DE PENSIÓN Y MONEDAS EN LAS QUE SE OTORGAN**

<b>Modalidades</b>	<b>Antes</b>	<b>Después</b>
<b>Retiro Programado</b> Nuevos Soles	X	X
<b>Renta Vitalicia Familiar</b> Nuevos Soles VAC	X	X
<b>Renta Vitalicia Familiar</b> Nuevos Soles Reajutable a tasa fija		X
<b>Renta Vitalicia Familiar</b> US Dólares	X	
<b>Renta Vitalicia Familiar</b> US Dólares Reajutable a tasa fija		X
<b>Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida</b> Nuevos Soles (RT) y Nuevos Soles VAC (RVD)	X	X
<b>Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida</b> Nuevos Soles (RT) y US Dólares (RVD)	X	
<b>Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida</b> Nuevos Soles (RT) y Nuevos Soles Reajutable a tasa fija (RVD)		X
<b>Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida</b> Nuevos Soles (RT) y US Dólares Reajutable a tasa fija (RVD)		X
<b>Renta Mixta</b> Nuevos Soles (RP) y US Dólares (RVF)	X	
<b>Renta Mixta</b> Nuevos Soles (RP) y US Dólares Reajutable a tasa fija (RVF)		X
<b>Renta Vitalicia Bimoneda</b> Nuevos Soles VAC y US Dólares	X	
<b>Renta Vitalicia Bimoneda</b> Nuevos Soles VAC o Reajutable a tasa fija, y US Dólares Reajutable a tasa fija		X

Notas:

- RT: Renta Temporal; RVD: Renta Vitalicia Diferida; RP: Retiro Programado y RVF: Renta Vitalicia Familiar.
- En el Retiro Programado la pensión es otorgada por la AFP y varía en función de la rentabilidad del Fondo.
- Las opciones de Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida consideran una Renta Temporal en nuevos soles y una Renta Vitalicia Diferida en nuevos soles VAC o nuevos soles reajutable a tasa fija, o una Renta Vitalicia Diferida en US\$ reajutable a tasa fija.
- En la Renta Mixta el pensionista elige recibir su pensión mensual en dos modalidades al mismo tiempo: Retiro Programado (en nuevos soles) y Renta Vitalicia en US\$ reajutable a tasa fija. No está considerada la opción de Retiro Programado y Renta Vitalicia en nuevos soles reajutable a tasa fija.
- En la Renta Vitalicia Bimoneda el pensionista elige recibir su pensión mensual en dos modalidades al mismo tiempo: Renta Vitalicia en Nuevos soles VAC o reajutable a tasa fija, y Renta Vitalicia en US\$ reajutable a tasa fija.

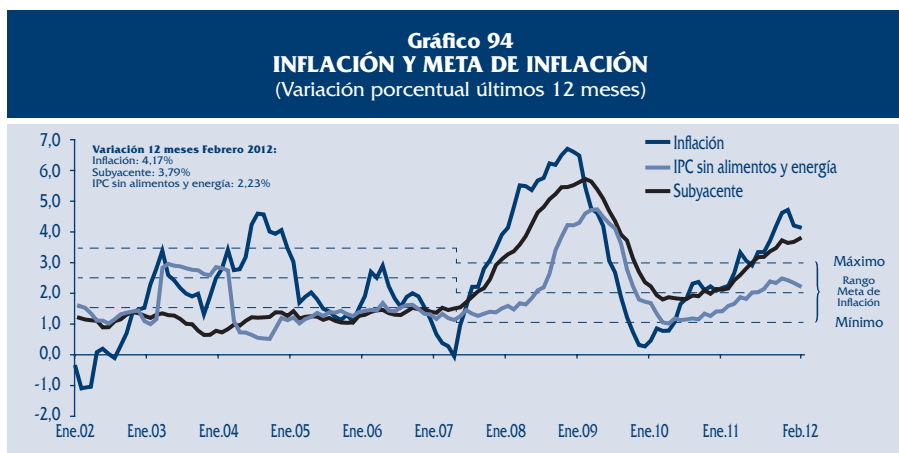
Fuente: SBS. Elaboración: BCRP.



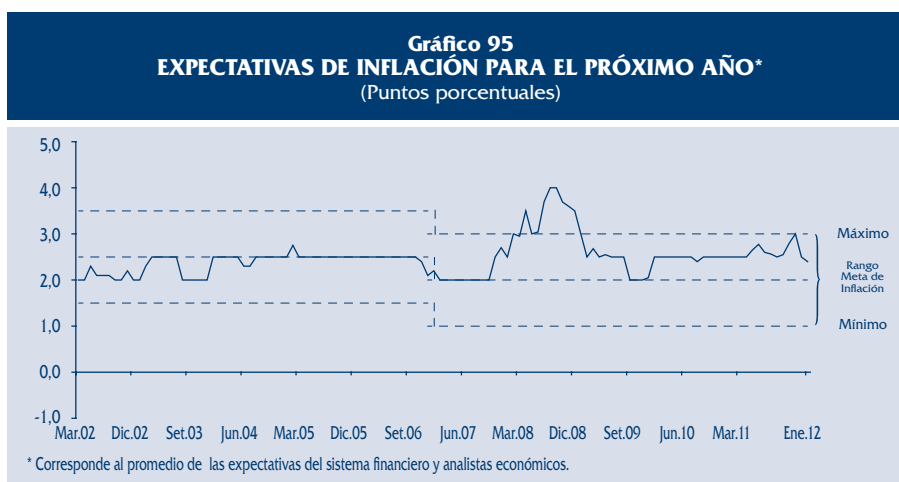


## VI. Inflación

83. En los primeros meses del año la inflación últimos 12 meses se ha venido reduciendo con el inicio de la reversión de los choques de oferta ubicándose a febrero en 4,17 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. Esta disminución gradual que se viene observando de las presiones inflacionarias es consistente también con un ciclo económico neutral a lo largo del 2012 lo cual facilita la convergencia de la inflación hacia la meta.



84. Las expectativas de inflación para el próximo año –horizonte relevante para las acciones de política monetaria– se han mantenido dentro del rango meta y se vienen reduciendo en los últimos meses en línea con lo menor tasa de inflación.



85. Es usual que durante los primeros meses de cada año surjan algunos factores transitorios de oferta propios de la época que puedan presionar algunos precios al alza, especialmente en los alimentos, por lo que la inflación de los primeros trimestres

suele ser más alta que la del resto del año. Así, en la última década, mientras la inflación promedio anualizada de los primeros trimestres fue de 4,6 por ciento, en los siguientes meses del período abril-diciembre bajó a 1,8 por ciento como promedio anualizado, reflejando principalmente la mayor inflación estacional de los alimentos agrícolas perecibles en los primeros meses del año.

**Cuadro 34**  
**IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES**  
Variación Promedio Anualizada del período 2001-2011

	Enero-marzo	Abril-diciembre	Año
IPC	4,6	1,8	2,5
Alimentos agrícolas perecibles	23,6	-1,6	4,2

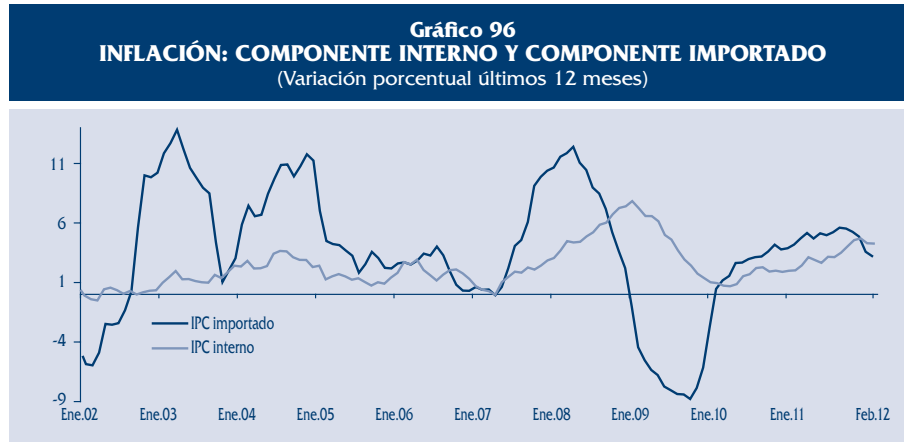
86. El **componente no subyacente** que creció 6,8 por ciento en términos anuales a diciembre se redujo a 4,9 por ciento en febrero siguiendo la dinámica de los precios de los alimentos y los combustibles que crecieron 7,8 y 3,9 por ciento, respectivamente. Por su parte, la **inflación subyacente** subió ligeramente de 3,65 por ciento a diciembre a 3,79 por ciento a febrero reflejando las alzas en comidas fuera del hogar asociado a su vez a los mayores precios de los alimentos y a los incrementos en matrícula y pensión de enseñanza.
87. La inflación sin alimentos y energía, indicador que excluye los choques en los precios de los alimentos y los combustibles, bajó de 2,42 por ciento a diciembre 2011 a 2,23 por ciento a febrero 2012.

**Cuadro 35**  
**INFLACIÓN**  
(Variación porcentual)

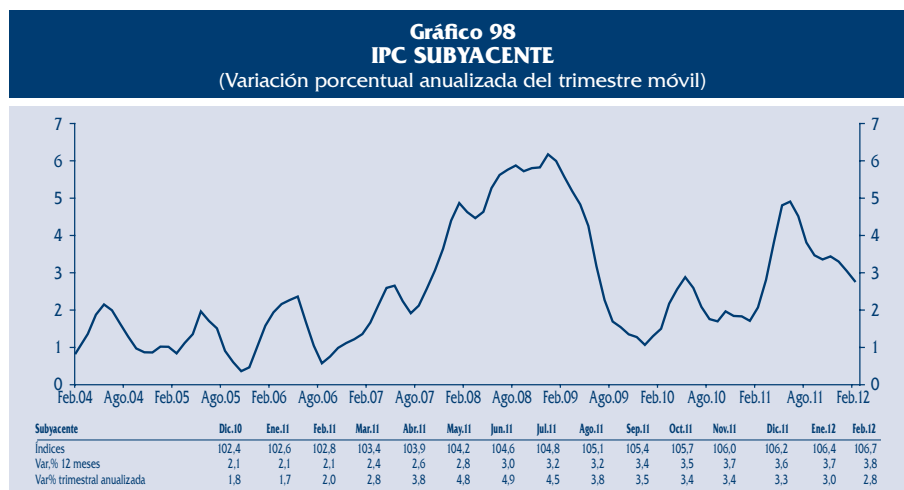
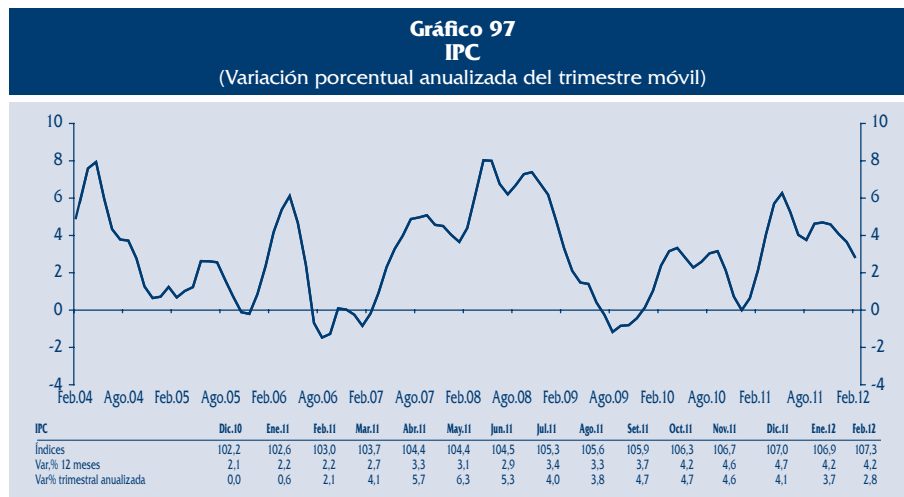
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 Ene.-Feb. 12 meses	
<b>I. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>1,14</b>	<b>3,93</b>	<b>6,65</b>	<b>0,25</b>	<b>2,08</b>	<b>4,74</b>	<b>0,22</b>	<b>4,17</b>
<b>II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA</b>	<b>56,4</b>	<b>1,28</b>	<b>1,49</b>	<b>4,25</b>	<b>1,71</b>	<b>1,38</b>	<b>2,42</b>	<b>-0,06</b>	<b>2,23</b>
<b>III. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>65,2</b>	<b>1,37</b>	<b>3,11</b>	<b>5,56</b>	<b>2,35</b>	<b>2,12</b>	<b>3,65</b>	<b>0,54</b>	<b>3,79</b>
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,17	0,46	3,36
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	4,13	0,62	4,23
<b>IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>34,8</b>	<b>0,83</b>	<b>5,07</b>	<b>8,11</b>	<b>-2,54</b>	<b>2,00</b>	<b>6,79</b>	<b>-0,35</b>	<b>4,86</b>
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,50	-0,65	7,82
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-0,69	3,91
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	3,61	-0,95	3,44
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,50	1,05	1,31

88. Asimismo, la inflación importada disminuyó de 4,9 por ciento a diciembre 2011 a 3,23 por ciento a febrero 2012 atenuándose las alzas en los precios de bienes y servicios subyacentes con la evolución de los componentes no subyacentes de la inflación en un contexto de apreciación nominal de nuestra moneda.





89. La inflación trimestral anualizada registra una caída en febrero pasando de 3,7 a 2,8 por ciento. La subyacente trimestral anualizada pasó de 3,0 a 2,8 por ciento, mientras que la inflación sin alimentos y energía pasa de 2,1 a 1,9 por ciento.



**Gráfico 99**  
**IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA**  
(Variación porcentual anualizada del trimestre móvil)



90. Entre enero y febrero los rubros que más contribuyeron a la inflación fueron comidas fuera del hogar, electricidad y productos agrícolas como papaya y cebolla. En los últimos 12 meses, además de las alzas en comidas fuera del hogar y electricidad, destacaron los incrementos en matrícula y pensión de enseñanza.

**Cuadro 36**  
**RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:**  
**ENERO - FEBRERO 2012**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	1,4	0,17	Pescado fresco y congelado	0,7	-11,7	-0,09
Electricidad	2,9	4,8	0,13	Carne de pollo	3,0	-2,5	-0,07
Papaya	0,2	20,8	0,05	Teléfonos	2,9	-2,1	-0,05
Otras hortalizas	0,4	9,1	0,04	Transporte nacional	0,3	-10,6	-0,04
Cebolla	0,4	11,3	0,03	Pasaje urbano	8,5	-0,5	-0,04
Bebidas gaseosas	1,3	1,6	0,02	Uva	0,1	-22,8	-0,03
Zanahoria	0,1	7,8	0,01	Choclo	0,1	-16,8	-0,03
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	0,1	0,01	Palta	0,1	-11,7	-0,02
Leche en conserva	1,6	0,8	0,01	Arroz	1,9	-0,8	-0,01
Textos y útiles escolares	0,7	1,6	0,01	Duraznos	0,1	-13,0	-0,01
<b>Total</b>			<b>0,48</b>	<b>Total</b>			<b>-0,39</b>

**Cuadro 37**  
**RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:**  
**MARZO 2011 - FEBRERO 2012**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	7,1	0,86	Teléfonos	2,9	-5,3	-0,14
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,3	0,39	Cítricos	0,5	-5,0	-0,04
Pasaje urbano	8,5	3,3	0,28	Artículos de limpieza	0,9	-2,5	-0,02
Electricidad	2,9	7,5	0,21	Olluco y similares	0,1	-19,1	-0,02
Carne de pollo	3,0	7,2	0,20	Ajos	0,1	-23,4	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	3,6	0,18	Azúcar	0,5	-1,9	-0,02
Arroz	1,9	7,5	0,13	Pescado fresco y congelado	0,7	-1,3	-0,01
Papaya	0,2	65,8	0,13	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-0,9	-0,01
Gasolina y lubricantes	1,3	8,2	0,13	Servicio de internet y otros	0,8	-0,8	-0,01
Ropa para hombres y niños mayores de 12 años	1,5	7,9	0,12	Gas	1,4	-0,4	-0,01
<b>Total</b>			<b>2,63</b>	<b>Total</b>			<b>-0,30</b>





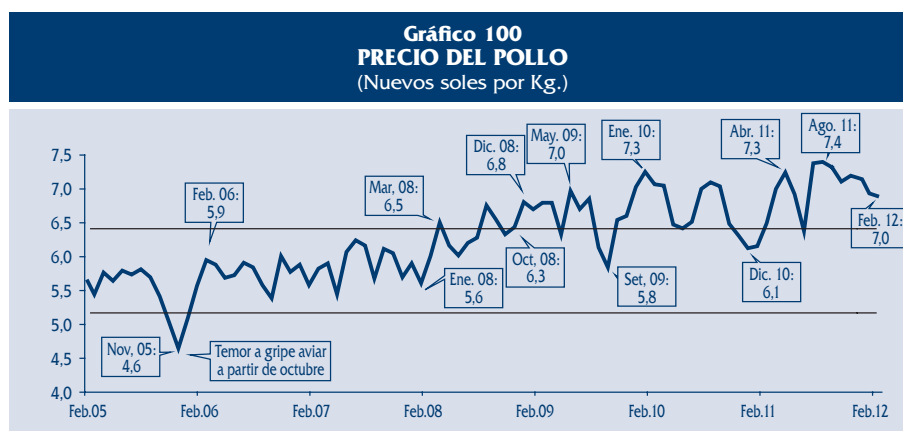
### Componentes de la Inflación

91. Analizando los principales componentes de la evolución de la inflación a febrero, se observa que el rubro comidas fuera del hogar alcanzó un crecimiento de 7,1 por ciento en los últimos 12 meses vinculado a los mayores precios de los alimentos. Asimismo, el rubro matrícula y pensión de enseñanza aumentó 4,3 por ciento como consecuencia de las alzas experimentadas en pensiones universitarias e institutos superiores. En electricidad se registró un alza de 7,5 por ciento, como resultado del reajuste trimestral de la tarifa de generación e incremento de los precios del petróleo, gas natural e IPM. También se contempló la actualización del peaje del sistema de transmisión principal y del peaje unitario de los sistemas de transmisión secundarios y complementarios de Lima.

Otros alimentos como la papaya subieron 65,8 por ciento en los últimos 12 meses después de haber aumentado 90,2 por ciento en 2011, cuando el abastecimiento a Lima cayó 33 por ciento ante las fuertes lluvias del primer trimestre y por el desborde de los ríos en las principales zonas productoras de Ucayali y San Martín, lo que afectó las cosechas y el transporte. A ello se sumó la presencia de plagas en el cultivo y la mayor demanda estacional en el verano.

A fines de febrero 2012, continuando con la política de actualización de las bandas de precios, se reajustaron los precios de los combustibles. La cotización del petróleo en el mercado internacional alcanzó los US\$ 102,3 en ese mes.

Paralelamente, otros productos, como carne de pollo, registraron menores tasas de crecimiento respecto al 2011, gracias a un buen nivel de abastecimiento de pescado, principal sustituto de la carne de pollo.



### Pronóstico de Inflación

92. A febrero la inflación de los últimos 12 meses se ubica en 4,17 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. Al igual que en el Reporte de Inflación de diciembre, en el escenario central de proyección, se espera que ésta converja paulatinamente



hasta ubicarse dentro del rango meta desde el tercer trimestre de 2012, toda vez que se disipen las presiones de costos generadas por los incrementos significativos en los precios de *commodities* y las expectativas de inflación se mantengan dentro del rango meta. Asimismo, la proyección de inflación toma en cuenta la revisión al alza en la proyección de los precios de los combustibles, al mismo tiempo que contempla los riesgos de un incremento más persistente del precio del petróleo.

Para el caso de la inflación no subyacente se proyecta una tasa cercana al 2,0 por ciento en el año 2012, luego de haber alcanzado un nivel de 6,8 por ciento en diciembre 2011. Después de que en 2011 el comportamiento de la inflación no subyacente reflejara presiones de costos asociados a choques de los precios internacionales de alimentos y combustibles; en 2012 se espera que se disipen las condiciones restrictivas en la oferta mundial de alimentos, las que compensarían la revisión al alza en la proyección de los precios del petróleo. Asimismo, se proyecta que la tendencia negativa observada en el componente importado de la inflación continúe a lo largo de 2012, con ello se espera que las presiones alcistas de los precios externos sobre la dinámica de la inflación se reduzcan en el horizonte de proyección. Ello es consistente con el menor dinamismo proyectado para la economía mundial.

93. Las proyecciones de crecimiento económico son consistentes con un ciclo económico neutral en el horizonte de proyección (brecha-producto alrededor de cero, ver gráfico 101), razón por la cual no se contempla mayores presiones de demanda hacia la inflación durante este período.

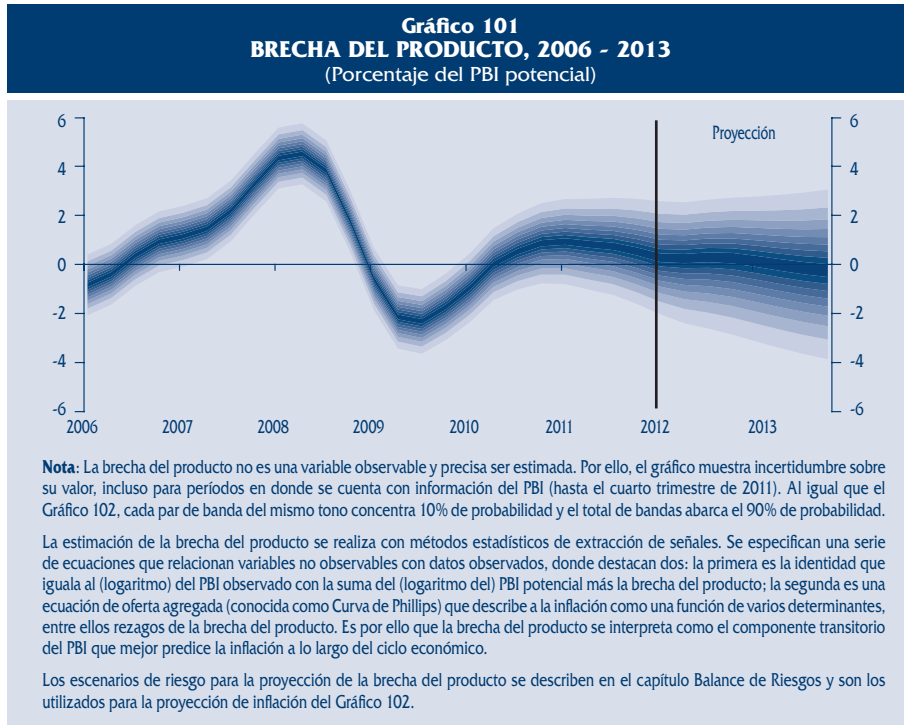
Este escenario contempla que tanto el impulso fiscal positivo que se prevé para 2012, el cual es consistente con una proyección de mayor gasto público, cuanto las condiciones monetarias y crediticias en dólares expansivas en los mercados internacionales tendrán una contribución positiva en la brecha producto lo cual se compensaría por el menor crecimiento esperado de nuestros socios comerciales.

94. Asimismo, se espera que las expectativas de inflación converjan de sus niveles actuales de entre 2,5 a 3,0 por ciento al nivel de 2,0 por ciento, manteniéndose así ancladas en el rango meta de inflación. El incremento observado de las expectativas de inflación durante 2011 reflejó las altas tasas de inflación, por encima del rango meta, observadas en dicho período, que fueron resultado de los persistentes choques de oferta en los precios de alimentos y de energía. Conforme se reviertan el impacto de estos choques sobre la inflación, este incremento temporal de las expectativas de inflación se disiparía y retornaría a su senda de convergencia al nivel meta de inflación de 2 por ciento.
95. El escenario base de proyección contempla, al igual que el Reporte de Inflación de diciembre, que la posición de la política monetaria no será sustancialmente distinta a la actual en el corto plazo. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC. Por ello, el Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías





mundial y doméstica para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.



**Cuadro 38**  
**RESUMEN DE LAS PROYECCIONES**

	2010	2011	2012 1/		2013 1/	
			RI Dic.11	RI Mar.12	RI Dic.11	RI Mar.12
<b>Var. % real</b>						
1. Producto bruto interno	8,8	6,9	5,5	5,7	6,3	6,3
2. Demanda interna	13,1	7,2	5,6	5,9	6,1	6,5
a. Consumo privado	6,0	6,4	5,6	5,8	5,8	5,8
b. Consumo público	10,0	4,8	5,3	5,3	4,9	5,1
c. Inversión privada fija	22,1	11,7	7,0	8,2	8,3	8,7
d. Inversión pública	27,3	-17,8	33,1	34,3	7,3	7,3
3. Exportaciones de bienes y servicios	1,3	8,8	6,0	7,5	7,7	7,7
4. Importaciones de bienes y servicios	24,0	9,8	6,5	8,3	6,6	8,3
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,5	3,5	2,7	2,9	3,1	3,2
<b>Nota:</b>						
Brecha de producto 2/ (%)	0,1	0,8	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
<b>Var. %</b>						
6. Inflación proyectada	2,1	4,7	1,5-2,5	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	28,7	19,8	5,2	10,2	0,0	1,1
8. Tipo de cambio nominal 3/	-2,1	-4,3	0,0	-1,5	0,4	0,0
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-3,0	-5,8	1,0	0,1	0,4	1,0
10. Términos de intercambio	17,9	5,4	-5,8	-1,4	0,6	0,4
a. Índice de precios de exportación	29,9	20,0	-6,1	-1,9	1,2	0,9
b. Índice de precios de importación	10,1	13,8	-0,3	-0,5	0,6	0,5
<b>Var. % nominal</b>						
11. Circulante	25,4	12,9	14,5	17,5	11,5	13,0
12. Crédito al sector privado 4/	21,0	18,9	13,5	14,5	11,5	12,5
<b>% PBI</b>						
13. Tasa de inversión bruta fija	25,1	24,1	25,6	25,7	26,1	26,2
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,7	-1,3	-2,2	-1,5	-2,1	-1,8
15. Balanza comercial	4,4	5,3	3,6	4,5	3,9	4,6
16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/	7,9	6,4	4,6	4,9	5,3	5,1
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	21,0	21,0	21,2	21,0	21,2
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,2	18,1	18,9	18,9	18,4	18,7
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	1,9	1,0	1,1	1,5	1,4
20. Saldo de deuda pública total	23,4	21,7	20,1	19,9	18,6	18,3

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

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





## VII. Balance de Riesgos

96. El escenario base para la proyección de inflación incorpora información relevante de variables macroeconómicas y financieras, del entorno doméstico e internacional, que es complementada con información cualitativa no contemplada 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 escenarios alternativos que incorporan choques que desvían la trayectoria de inflación.

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

97. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección se vinculan a la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, la evolución de la demanda interna y el impacto de los precios de *commodities*. El Gráfico 103 muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo vinculado con un desencadenamiento de una crisis financiera internacional; y de origen interno, en un contexto de menor crecimiento de la demanda por el aplazamiento de ciertos proyectos de inversión.

### a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la economía mundial para este año (3,3 por ciento), respecto al crecimiento del año anterior (3,7 por ciento) y una tasa ya recuperada de 3,8 por ciento para 2013. En los últimos meses se ha reducido el riesgo de una recesión mundial debido a la visión menos pesimista que, en general, los mercados internacionales han adoptado respecto a los problemas financieros y fiscales que aquejan la Eurozona. Sin embargo, de darse este escenario adverso, ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de los canales financiero y comercial.

Este escenario describe una caída de la actividad económica mundial acompañada de una reducción de los términos de intercambio. Además, el incremento de la incertidumbre global podría generar pánico a nivel internacional entre

inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales externos con una depreciación real y un incremento del riesgo país.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y los diversos mecanismos de inyección de liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, para aminorar el impacto de este choque sobre las condiciones financieras domésticas. La posición de política monetaria en el horizonte de proyección sería expansiva para prevenir riesgos deflacionarios.

**b. Evolución de la demanda interna.**

En un escenario de mayor incertidumbre, existe el riesgo que las expectativas de los agentes domésticos se deterioren, particularmente para el caso de la inversión, lo que podría generar un menor dinamismo de la demanda agregada y un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación subyacente. En este escenario, el Banco Central flexibilizaría su posición de política monetaria buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta de inflación.

Por otro lado, existen dos **riesgos al alza** de la inflación relacionados principalmente a mayores flujos de capitales extranjeros y mayores precios de *commodities*.

**c. Mayores entradas de capitales.**

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales, producto de la agresiva expansión de los balances de los bancos centrales en países desarrollados, junto con escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podría promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes, el Perú entre ellas. Se trata de un evento similar al presenciado antes de la crisis desatada hacia finales de 2008. Por un lado, un mayor flujo de capitales aceleraría la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación. Por otro lado, ejercería presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio que se traducirían en una menor inflación doméstica. Se estima que el efecto neto de una mayor entrada de capitales sobre la inflación será ligeramente positivo.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria incluyendo instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes de percibir un ritmo de expansión del crédito que atente contra la estabilidad monetaria y financiera.

**d. Inflación importada o condiciones climáticas adversas.**

Existe el riesgo de que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo los diseñadores de política, sobre todo en la Eurozona, van a enfrentar los problemas financieros tiene un efecto marcado sobre el nivel de actividad económica global. Una política económica más decidida y creíble en la mayor parte



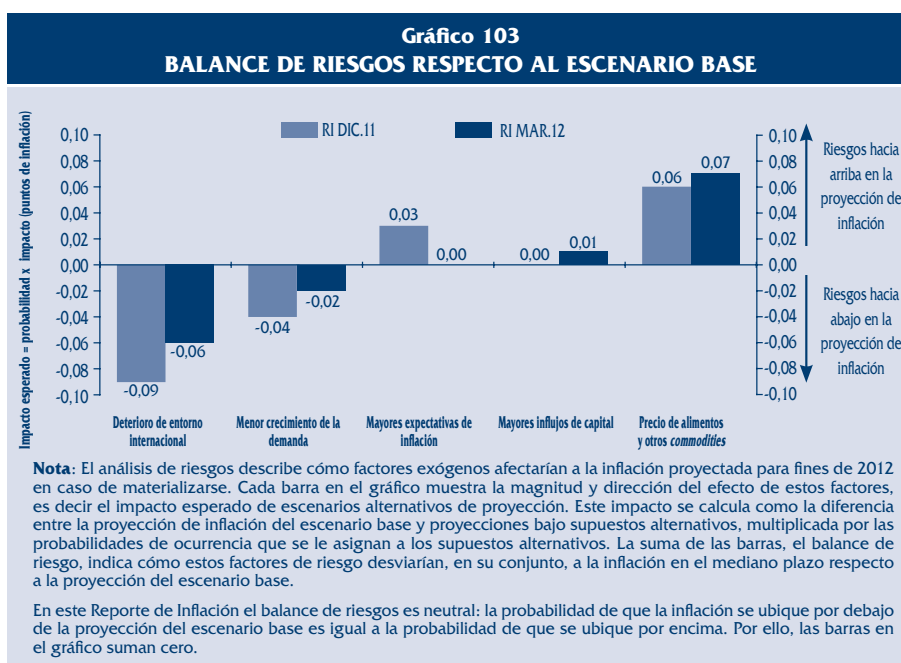


de las economías avanzadas podría generar un choque de confianza que induzca a una mayor demanda global. De ser persistentes estos choques podrían afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados, lo que podría generar presiones inflacionarias.

Asimismo, se ha incrementado el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, a raíz de tensiones políticas recientes en el Medio Oriente. En el ámbito doméstico, persiste el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal abastecimiento de productos agrícolas.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si la inflación importada alimentara las expectativas de inflación de los agentes económicos.

- 98. El Reporte de Inflación de diciembre incorporó en su balance de riesgos la posibilidad de que las expectativas de inflación de las familias y empresas se mantenga persistentemente por encima de la meta. Ello debido a que la información de las encuestas del BCRP mostraban un ligero incremento de las expectativas inflacionarias hacia finales de 2011. Este incremento se ha revertido en las últimas encuestas, lo que indicaría que el riesgo de mayor inflación como consecuencia de mayores expectativas de inflación no se materializaría.
- 99. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan al alza se compensan con los efectos de factores de riesgo que la presionan a la baja. En resumen, el balance de estos riesgos es neutral para la proyección de la inflación de fines de 2012: la probabilidad de que la inflación se ubique por encima de la proyección del escenario base es similar a la probabilidad de que se encuentre por debajo.



## CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la brecha producto y de las expectativas de inflación indican que los riesgos de presiones de demanda se vienen disipando. Por otro lado, se espera que en el corto plazo se atenúen las presiones de costos generados por los incrementos en los precios de algunos *commodities*. Así, la trayectoria de inflación revertiría de su nivel actual, por encima del rango meta, para converger hacia el rango meta en la segunda mitad de 2012.

El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de la economía mundial y doméstica, así como a las expectativas de inflación para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.

