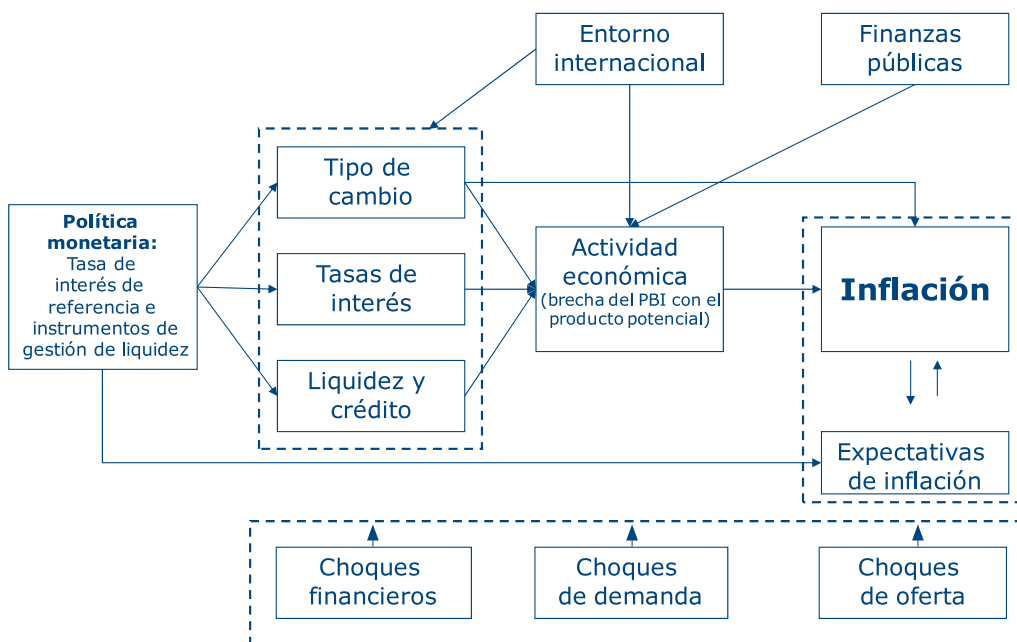


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2013-2014

Marzo 2013



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas 2013-2014

Marzo 2013

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	32
III. Balanza de pagos	53
IV. Finanzas públicas	66
V. Política monetaria	77
VI. Inflación	98
VII. Balance de riesgos	115

RECUADROS

1. China: Medidas en el mercado inmobiliario	21
2. Infraestructura y crecimiento económico	48
3. Medidas de encaje recientes	85

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2012 de la Balanza de Pagos, a enero de 2013 del Producto Bruto Interno, y a febrero de 2013 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria.
- Para el logro de este objetivo, el Banco ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es 2,0 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia abajo (1,0 por ciento) y hacia arriba (3,0 por ciento). Con ello, el Banco Central busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- La política monetaria tiene un carácter preventivo que busca adelantarse a las presiones inflacionarias o deflacionarias. Adicionalmente, se toma en cuenta que la inflación puede ser influenciada por factores que escapan del control de las acciones del Banco Central, como pueden ser los choques de oferta o los de precios de productos importados, por lo cual se pueden presentar desviaciones transitorias de la inflación. Asimismo, el BCRP considera en sus evaluaciones el incremento anual de precios al consumidor que se produce cada mes y no sólo el correspondiente a diciembre de cada año.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés se constituye en la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un todavía elevado porcentaje de dolarización financiera. El Banco Central maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes de liquidez, como son los casos de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera y evitar excesos en la evolución del crédito.
- Las proyecciones que sustentan las decisiones de política monetaria se difunden en el Reporte de Inflación con la finalidad de mostrar la consistencia de las medidas adoptadas y buscar que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta estas previsiones. Asimismo, el BCRP difunde el análisis de los factores de riesgo que pueden ocasionar desviaciones en las variables económicas proyectadas.
- El Banco Central publicará su siguiente Reporte de Inflación en junio de 2013.





Resumen

- i. Entre diciembre y febrero, el entorno internacional continuó favorecido por las medidas dictadas por los bancos centrales de las economías desarrolladas y por la evidencia de estabilidad en las economías emergentes. Sin embargo, desde fines de febrero, algunos eventos como la situación política en Italia y la ausencia de un acuerdo para elevar el límite de la deuda pública de Estados Unidos han incrementado nuevamente la incertidumbre global y han afectado la confianza de consumidores e inversionistas. Ante ello, la mayoría de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han reiterado su compromiso para mantener bajas las tasas de interés y los programas de expansión monetaria.

En este contexto, las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen para el año 2013. Se estima que la economía mundial crecería 3,2 por ciento en el año 2013. En el año 2014, el crecimiento sería de 3,8 por ciento, similar al ritmo de crecimiento que observaba la economía mundial antes de la crisis financiera.

- ii. El crecimiento de la economía peruana se ha estabilizado alrededor de su nivel sostenible de largo plazo. En el año 2012 la economía peruana creció 6,3 por ciento, como consecuencia de un mayor dinamismo de la demanda interna, en particular de la inversión privada y pública. Para los años 2013 y 2014, el escenario central de proyección considera tasas de crecimiento del PBI en niveles estables cercanos a su nivel potencial, prevaleciendo el mayor impulso de factores de demanda en un entorno en el que persiste la incertidumbre con respecto al escenario internacional.
- iii. En el año 2012 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 3,6 por ciento del PBI (US\$ 7,1 mil millones), cifra superior al déficit de 1,9 por ciento del PBI en 2011, como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio, el menor crecimiento en el volumen de exportaciones y el alto dinamismo de las importaciones en un entorno de un mayor ritmo de expansión de la demanda interna. No obstante, el financiamiento externo excedió ampliamente los requerimientos del déficit de la cuenta corriente por la importante entrada de capitales de largo plazo del sector privado, que alcanzó US\$ 16,3 mil millones.

Para 2013 se revisa el déficit en cuenta corriente de 3,7 por ciento del PBI en el reporte previo a 4,0 por ciento del PBI en la proyección actual, en línea con la revisión al alza del crecimiento de la demanda interna. Este mayor déficit considera el menor superávit comercial previsto para el año, principalmente por menores exportaciones de oro y de productos no tradicionales; compensado parcialmente por menores egresos por renta de factores ante las menores utilidades esperadas en el sector minero. El déficit en

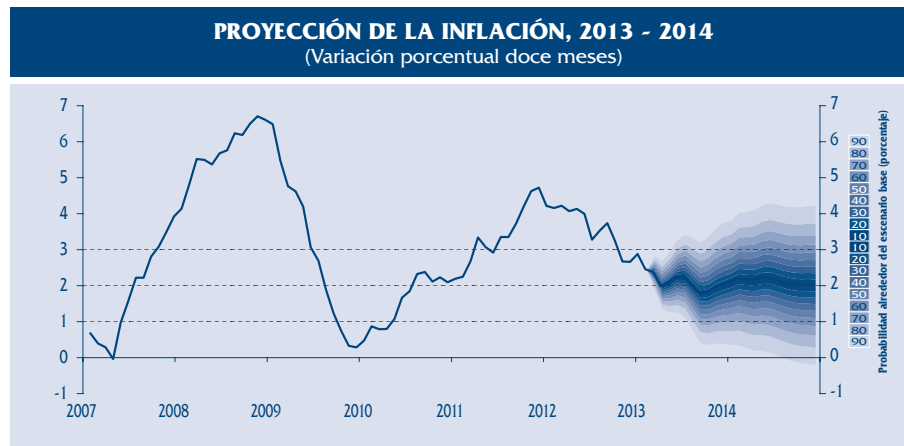
cuenta corriente mostraría una trayectoria decreciente, ubicándose en 3,9 por ciento del producto en 2014, como consecuencia del inicio de operaciones de importantes proyectos.

- iv. El sector público no financiero alcanzó en el año 2012 un superávit económico de 2,1 por ciento del PBI, ligeramente superior al 1,9 por ciento obtenido en 2011. Este incremento obedece, de un lado, al incremento en los ingresos corrientes del gobierno general, lo que fue parcialmente atenuado por el crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general en 8,0 por ciento, asociado a una mayor ejecución en la formación bruta de capital.

Para 2013 y 2014 se ha revisado ligeramente a la baja el resultado económico de 1,1 por ciento del PBI en el Reporte de diciembre a 1,0 por ciento del PBI en la actual proyección. Este menor resultado obedece a los menores ingresos por una regularización del impuesto a la renta menor a la esperada, así como mayores gastos corrientes del gobierno general en línea con los mayores incrementos en remuneraciones en el sector público, así como mayores contrataciones de personal, ambos aprobados en el Presupuesto 2013.

- v. De acuerdo a lo previsto, la inflación de los últimos doce meses continuó disminuyendo, pasando de 2,65 por ciento en diciembre de 2012 a 2,45 por ciento en febrero de 2013, manteniéndose dentro del rango meta y reflejando la reversión de los factores de oferta que afectaron los precios de alimentos desde mediados del año pasado.
- vi. En este contexto, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento, nivel observado desde mayo de 2011. En este período, los comunicados de política monetaria destacaron que estas decisiones se adoptaron tomando en cuenta la reversión parcial de los choques del lado de la oferta, un crecimiento económico cercano a su potencial y un entorno externo aún altamente incierto.
- vii. En el escenario central de proyección, se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja gradualmente en los siguientes meses a 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* y que las expectativas de inflación se mantendrían dentro del rango meta. La proyección de inflación para los años 2013 y 2014 se ubica en un rango entre 1,5 y 2,5 por ciento.
- viii. El balance de riesgos es **neutral** para la proyección de la inflación de fines de 2014. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.





ix. Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo, y están vinculados con el posible desencadenamiento de una crisis financiera internacional.

a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

Si bien el escenario base considera una tasa de crecimiento de la actividad económica mundial similar a la contemplada en el Reporte de Inflación de Diciembre, este escenario podría ser conservador dada la creciente incertidumbre en los mercados internacionales por la falta de acuerdo sobre la política fiscal en Estados Unidos, un agravamiento del problema de deuda en la Eurozona, así como por la desaceleración registrada en algunas economías emergentes. Una profundización de estas condiciones de riesgo traería como secuela un menor dinamismo global y un debilitamiento de la demanda externa, que repercutirían en la economía nacional a través de canales financieros y comerciales.

En este escenario internacional adverso se daría 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 entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales (*sudden stop*) con una depreciación real y un incremento del riesgo país. En este contexto, se espera que las tasas de interés internacionales permanezcan bajas por más tiempo que el contemplado en el escenario base.

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

Cabe mencionar que este escenario hipotético de deterioro económico internacional tiene un impacto esperado igual al considerado en el Reporte de Inflación de

Diciembre. Esta revisión considera la reciente información de un crecimiento más moderado en los Estados Unidos y de señales de recuperación del dinamismo de China. Sin embargo, el impacto negativo de este escenario continúa latente, mientras la persistencia de los problemas en la Eurozona continúe afectando la incertidumbre y la volatilidad de los mercados.

- x. Por otro lado, existen **riesgos al alza** de la inflación relacionados principalmente al incremento en los flujos de capitales como de los precios de *commodities*.

b. Mayores entradas de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en 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, podrían promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes como la peruana. 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, las cuales se traducirían en una menor inflación doméstica.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y sus instrumentos de política macro prudencial, como las tasas de encajes. Este escenario de mayores flujos de capitales tiene un impacto esperado similar al considerado en el Reporte de Inflación de Diciembre.

c. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

De modo similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de diciembre, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el temor en los mercados por una agudización de las tensiones geopolíticas internacionales. De materializarse este riesgo, las presiones inflacionarias globales serían más persistentes de lo que actualmente se contempla.

En el ámbito nacional, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos choques de oferta contaminaran las expectativas de inflación de los agentes económicos. Sin embargo, este escenario de choques internos y externos tiene un impacto menor que el considerado en el Reporte de Inflación de diciembre, lo que refleja la reciente reversión observada de los choques de oferta.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

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

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

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

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

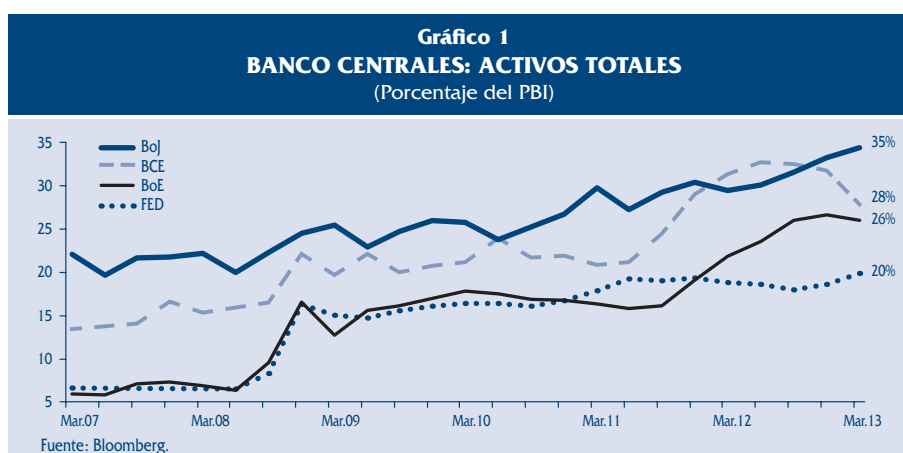
5/ Incluye inversión directa extranjera y desembolsos de largo plazo del sector privado.

I. Escenario Internacional

- Desde la publicación del último reporte de inflación de diciembre, y hasta el mes de febrero, el entorno internacional continuó favorecido por las medidas dictadas por los bancos centrales de las economías desarrolladas y por la evidencia de cierta estabilidad en las economías emergentes. Sin embargo, desde fines de febrero, algunos eventos han incrementado nuevamente la incertidumbre global y han afectado la confianza de consumidores e inversionistas.

Dentro de estos factores destaca la situación política en Italia y la crisis bancaria de Chipre, que podrían afectar las condiciones de financiamiento de otras economías de la Eurozona con problemas de deuda. Otro factor es la falta de definición en el congreso estadounidense respecto al recorte automático del gasto y la ausencia de un acuerdo para elevar el límite de la deuda pública.

La mayoría de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas ha reiterado su compromiso para mantener bajas las tasas de interés y sus programas de expansión monetaria. En el caso particular de Estados Unidos de América (EUA), la FED anunció que mantendría sus políticas de estímulo en tanto la tasa de desempleo supere el 6,5 por ciento y las expectativas de inflación se mantengan ancladas, mientras que el banco de Japón hizo explícita una meta de inflación de 2 por ciento. Sin embargo, es de esperar que los mercados y los flujos de capitales internacionales se anticipen a la reversión de las políticas monetarias expansivas.



En este contexto, las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen para el año 2013 pero los riesgos subsisten. Se estima que la economía mundial crecería 3,2 por ciento en el año 2013. En el año 2014 el crecimiento sería de 3,8 por ciento.





Esta mayor incertidumbre ha afectado el precio de los principales *commodities* que corrigieron a la baja hacia fines de febrero. Los *spreads* de la mayoría de economías emergentes tuvieron una corrección al alza en línea con la mayor aversión al riesgo. Por el contrario, los mercados bursátiles tuvieron en lo que va del año una evolución positiva por la recomposición de cartera desde títulos de renta fija hacia títulos de renta variable.

Crecimiento mundial

2. Durante el año 2012, se registró una tasa de crecimiento de 3,1 por ciento, menor a la observada en el año anterior (3,9 por ciento). En los meses de enero y febrero del presente año, la actividad mundial ha mostrado cierta tendencia a la estabilización. El indicador global de actividad registró una evolución positiva: mientras que la actividad de servicios se mantuvo casi sin cambios, el indicador de manufactura disminuyó ligeramente pero manteniéndose en la zona que indica expansión.



Sin embargo, el comportamiento no es uniforme a nivel de países y, en línea con otros indicadores, se viene confirmando una recuperación moderada en EUA, una contracción casi generalizada en la Eurozona y una estabilización en el crecimiento de las economías emergentes.

3. Para el año 2013, se mantiene la proyección de crecimiento de 3,2 por ciento. El crecimiento de las economías emergentes se ubicaría en 5,3 por ciento mientras que las economías desarrolladas crecerían 1,3 por ciento. En el primer caso, destaca el crecimiento de China (8 por ciento). En el segundo caso, la baja tasa de crecimiento se explica por los desarrollos en la Eurozona, donde se ha elevado la expectativa de una contracción para este año.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)							
	Ponderación PPP	Ejecución		2013 *		2014 *	
	2011	2011	2012	RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
Economías desarrolladas	51,1	1,6	1,2	1,2	1,3	2,0	2,0
De los cuales							
1. Estados Unidos	19,1	1,8	2,2	1,9	1,9	2,4	2,4
2. Eurozona	14,3	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	1,2	1,1
Alemania	3,9	3,0	0,7	0,7	0,6	1,5	1,5
Francia	2,8	1,7	0,0	0,0	-0,2	1,0	1,0
Italia	2,3	0,4	-2,4	-0,6	-1,0	0,5	0,5
España	1,8	0,4	-1,4	-1,5	-1,5	0,8	0,4
3. Japón	5,6	-0,7	1,9	0,2	1,0	1,4	1,4
4. Reino Unido	2,9	0,7	0,2	1,1	1,1	1,5	1,5
Economías en desarrollo	48,9	6,3	5,1	5,4	5,3	5,7	5,7
De los cuales							
1. Asia en desarrollo	25,0	8,0	6,8	7,1	7,0	7,5	7,4
China	14,3	9,3	7,8	8,0	8,0	8,5	8,3
India	5,6	7,9	5,3	6,6	6,3	7,0	6,9
2. Europa Central y del Este	3,5	5,3	1,6	2,5	2,3	2,9	3,1
3. América Latina y Caribe	8,7	4,5	2,9	3,7	3,5	3,9	3,8
Brasil	2,9	2,7	0,9	3,8	3,2	4,0	3,8
<u>Economía Mundial</u>	<u>100,0</u>	<u>3,9</u>	<u>3,1</u>	<u>3,2</u>	<u>3,2</u>	<u>3,8</u>	<u>3,8</u>
Nota:							
Socios Comerciales 1/		3,6	2,7	2,7	2,7	3,3	3,3
BRICs 2/		7,7	6,0	6,7	6,6	7,1	7,0

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

Esta proyección central está sujeta a diversos riesgos, la mayoría de los cuales han sido reseñados en el anterior reporte de inflación. En la Eurozona, los riesgos a la baja se explican por los eventos recientes en Chipre y por la situación política en Italia que podría dificultar la aplicación de medidas fiscales y afectar a otras economías periféricas (en particular a España). En EUA, la falta de acuerdo respecto a las medidas





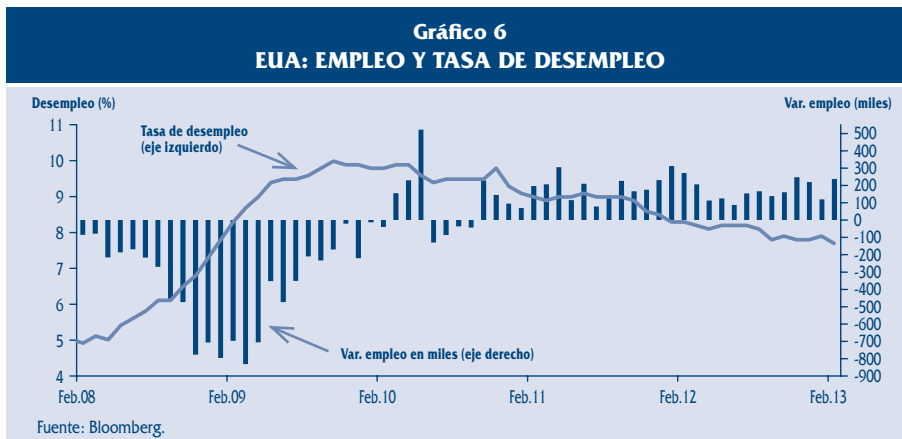
fiscales podría prolongarse con el consecuente riesgo de que el ajuste desordenado continúe y afecte a la confianza del consumidor.

Por el contrario, existe la posibilidad de que Japón crezca a tasas mayores que las contempladas en el escenario central como consecuencia de la aplicación de estímulos monetario y fiscal.



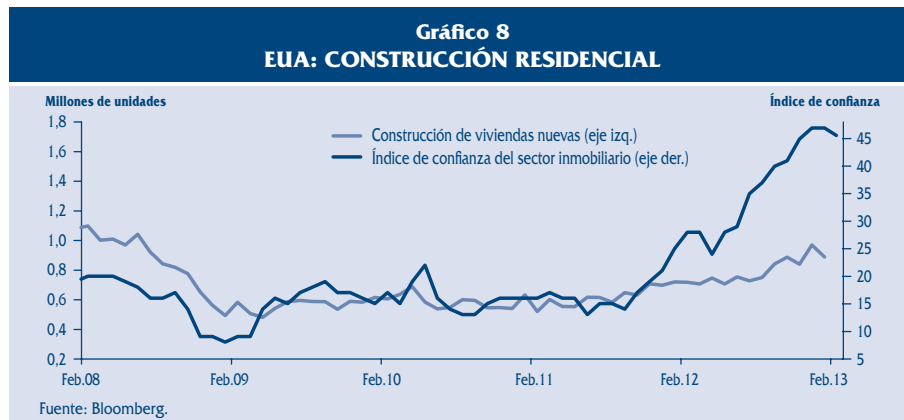
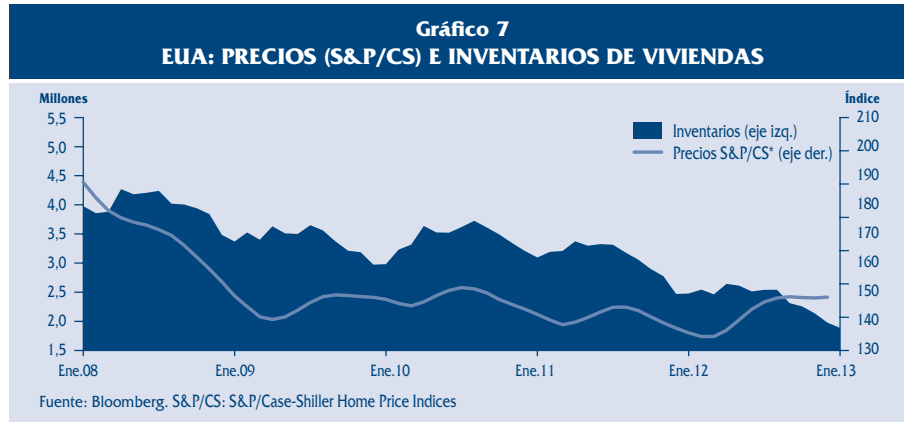
4. En **Estados Unidos** el crecimiento en el cuarto trimestre de 2012 fue 0,1 por ciento (tasa trimestral anualizada), con un crecimiento moderado del consumo y una mayor dinámica en la inversión fija y las exportaciones netas. Esta evolución fue contrarrestada parcialmente por una caída en los gastos de defensa y una reducción de los inventarios de negocios. Con ello, el crecimiento del año 2012 fue de 2,2 por ciento.

Los indicadores de los primeros meses del año muestran una mejora del consumo en el primer trimestre de 2013, a pesar de la menor disposición de ingresos ante el aumento de impuesto a las nóminas vigente desde enero de 2013 y el reciente aumento en los precios de la gasolina en febrero. Sin embargo, la ligera aceleración de la creación de puestos de trabajos en los últimos meses, la reducción del desempleo en febrero a 7,7 por ciento y la tendencia a la baja en los últimos meses de las solicitudes iniciales de beneficios por desempleo señalan una mejora reciente en el mercado laboral.

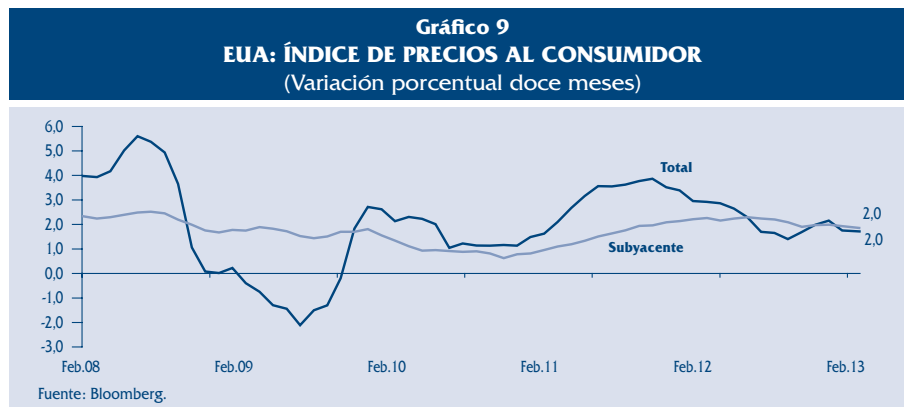


La inversión residencial continúa mejorando en un contexto de alza en los precios de las viviendas presionados por la caída en el nivel de inventarios de viviendas disponibles para la venta que ha alcanzado mínimos históricos. Los indicadores de construcción señalan una caída en la actividad a inicio de año por factores asociados al clima; sin embargo, el aumento de los permisos de construcción indica una recuperación en el sector.





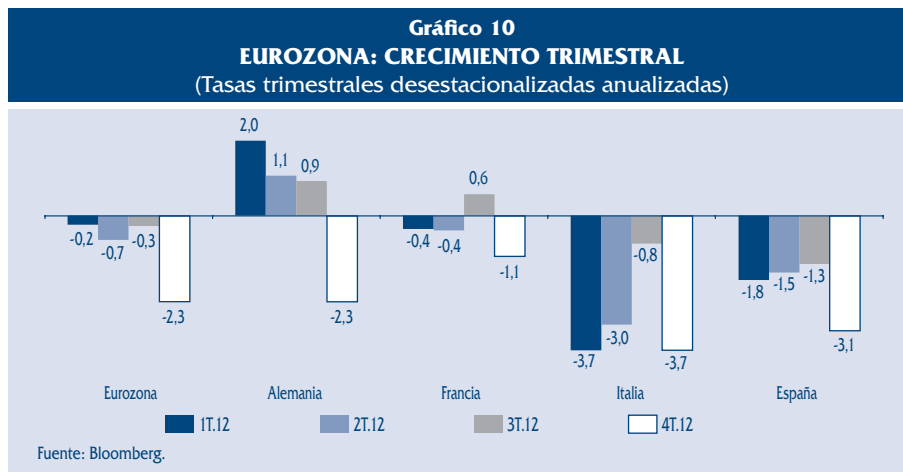
En este contexto de recuperación moderada, la FED anunció en su reunión de política de marzo que continuaría con el programa de compras de activos —por US\$ 85 mil millones mensuales— y que mantendría las tasas bajas en la medida que la tasa de desempleo esté por encima de 6,5 por ciento, la inflación esperada a 2 años se ubique por debajo de 2 por ciento con un margen de 0,5 por ciento, y las expectativas de inflación estén controladas. El año 2012 cerró con una inflación de 1,7 por ciento, mientras que la subyacente fue de 1,9 por ciento.



La proyección de crecimiento de EUA para 2013 se mantiene en 1,9 por ciento respecto al reporte de diciembre, en línea con la ejecución del último trimestre de 2012 y los indicadores de consumo. Al igual que en el anterior reporte de inflación, la falta de acuerdo en torno a la política fiscal, que ya viene impactando en la confianza de los consumidores e inversionistas, constituye un riesgo a la baja en esta proyección.

En la actualidad aún quedan por resolver varios temas de política fiscal. Por un lado, se debe aprobar un nuevo límite de deuda, luego de haberse suspendido el actual límite hasta el 18 de mayo y por otro lado, debe llegarse a un acuerdo para detener los recortes automáticos de gastos iniciados el 1 de marzo de 2013 (alcanzarían los US\$ 85 mil millones en el actual año fiscal, de los que aproximadamente un 50 por ciento serían en gastos de defensa y 12 por ciento en Medicare). Se estima que un ajuste de este tipo tendría un impacto para este año de entre 0,3 y 0,5 puntos porcentuales en el producto.

5. Tras ciertas señales de estabilización de la actividad, en el cuarto trimestre la **Eurozona** registró una contracción de 2,3 por ciento, la mayor desde el primer trimestre de 2009 (-10,7 por ciento). A nivel del gasto, la contracción de la región se explicaría por la caída de la inversión fija privada, el consumo privado y el gasto de gobierno. Con esta evolución, la tasa de variación del PBI de 2012 fue de -0,6 por ciento, luego de crecer 1,4 por ciento en 2011.



Los indicadores difundidos entre diciembre y enero señalan cierta mejora a partir del primer trimestre. Sin embargo, los indicadores de febrero (índices PMI de manufactura y servicios) y el deterioro de la confianza corporativa luego de los resultados electorales en Italia muestran que los riesgos de una recesión se mantienen. A nivel de países, Francia, España e Italia registran las peores condiciones de actividad, mientras que Alemania continúa mostrando el menor deterioro debido a su mayor vínculo comercial con economías fuera de la Eurozona y a las mejores condiciones crediticias que se vienen registrando desde noviembre.

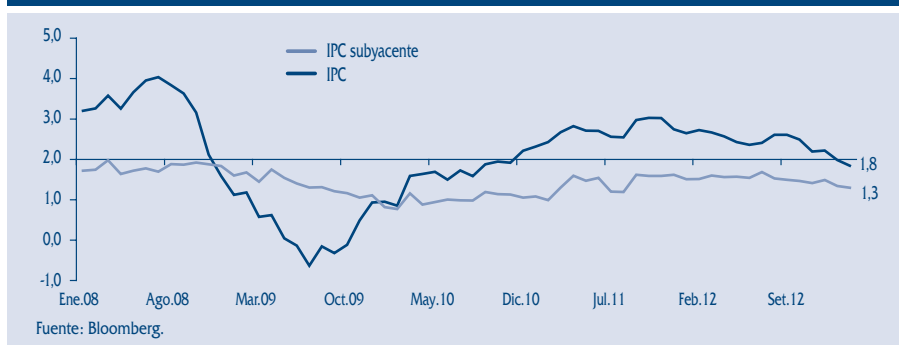


**Cuadro 2
ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)**

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

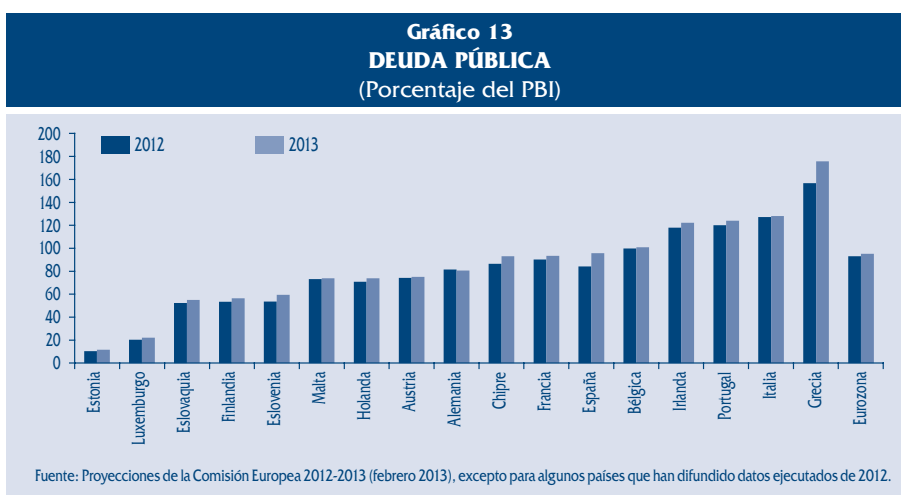
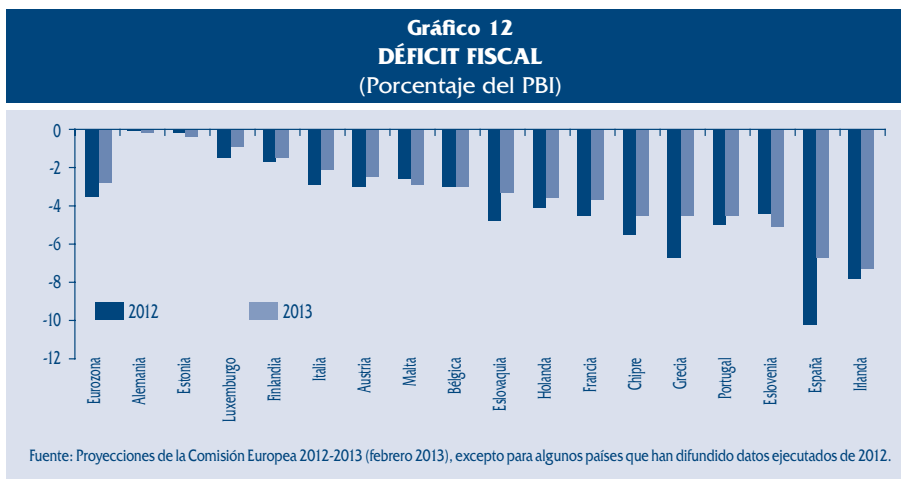
Fuente: Bloomberg.

En este contexto, el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, descartó un retiro prematuro de los estímulos, dada la coyuntura de mayor incertidumbre política por los resultados electorales en Italia y las menores presiones inflacionarias (1,8 por ciento anual en febrero). En marzo, el BCE mantuvo su tasa de interés en 0,75 por ciento; el mercado estima una posible reducción de 25 puntos básicos en las próximas reuniones.

**Gráfico 11
EUROZONA: IPC (VARIACION PORCENTUAL DOCE MESES)**
(Enero 2008 - Febrero 2013)

Fuente: Bloomberg.

El escenario central de proyección estima que la producción de la Eurozona se contraería 0,3 por ciento en el presente año esperándose una contracción superior a uno por ciento en las economías con problemas fiscales. Este grupo de economías se verían afectadas por la magnitud de los ajustes fiscales necesarios para reducir los niveles de déficit fiscal a niveles inferiores al 3 por ciento en un lapso de entre 2 y 4 años. Pese a los significativos ajustes de gastos que han venido realizando las autoridades, los niveles de deuda y de déficit aún se mantienen.



La delicada posición de la Eurozona se ha acentuado debido a los eventos relacionados con el financiamiento del programa de rescate soberano y bancario de Chipre. En la reunión del Eurogrupo del 15 de marzo, los líderes europeos acordaron dar recursos por un total de €10 mil millones, restando €7 mil millones por financiar. La propuesta de financiamiento de esta brecha incluía un impuesto a los depósitos de la banca del país, medida que fue rechazada en el Parlamento de Chipre. Con ello, se mantiene la incertidumbre sobre cómo financiar el programa de rescate sin elevar la deuda pública (actualmente cerca al 90 por ciento del PBI).

- En **Japón**, la economía se recuperó en el cuarto trimestre al crecer 0,2 por ciento (tasa trimestral anualizada), tras dos trimestres consecutivos de caídas. El consumo aumentó 2,0 por ciento y la construcción residencial 14,9 por ciento, esta última fue impulsada por una mejora en la demanda de viviendas en anticipación al aumento del impuesto a las ventas en abril de 2014. También influyó el incremento en el gasto público vinculado a la reconstrucción. Esto fue contrarrestado por una caída de la





inversión empresarial de 5,7 por ciento y de las exportaciones netas, con una caída de 9 por ciento de las importaciones y de 14 por ciento de las exportaciones. Esto último se explica por la apreciación del yen en el segundo y tercer trimestre, y un menor crecimiento de sus socios comerciales.

La economía japonesa mostraría un crecimiento de 1 por ciento en el año 2013. Esta revisión al alza se explica por el debilitamiento reciente de la moneda y por los anuncios de políticas expansivas por parte del nuevo gobierno. Los indicadores recientes de ventas minoristas y confianza de consumidores e inversionistas vienen mostrando una evolución mejor a la esperada.

7. Dentro de las **economías emergentes**, destaca el crecimiento de **China** de 7,8 por ciento en 2012. Aunque durante la mayor parte del año el crecimiento se desaceleró por el agotamiento del masivo paquete de estímulo macroeconómico implementado tras la crisis financiera internacional y el deterioro del comercio internacional, en el cuarto trimestre de 2012 se inició una recuperación gradual. Contribuye a ésta, el programa de gasto de infraestructura iniciado por el gobierno en 2012.

En esta línea, el índice de gestores de compras (PMI) se ha mantenido por encima de 50 puntos a comienzos de 2013 y los nuevos préstamos bancarios han experimentado un aumento considerable después de un estancamiento de varios meses. Los indicadores de comercio se han venido recuperando, lo cual sugiere un mejoramiento del contexto internacional y un aumento de la inversión privada. El Banco Central anunció una política monetaria prudente luego de que la inflación aumentara a 3,2 por ciento anual en febrero.

Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

	2011	2012			2013	
	Dic	Mar	Jun	Set	Dic	Feb
Índice PMI de manufactura (50: nivel neutral)	50,3	53,1	50,2	49,8	50,6	50,1
Producción industrial (var.% 12 meses)	12,8	11,9	9,5	9,2	10,3	9,9*
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	23,8	20,9	20,4	20,5	20,6	21,2*
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	18,1	15,2	13,7	14,2	15,2	12,3*
Exportaciones (var.% 12 meses)	13,4	8,9	11,3	9,9	14,1	21,8
Importaciones (var.% 12 meses)	11,8	5,3	6,3	2,4	6,0	-15,2
Nuevos préstamos (miles millones de yuanes)	641	1 010	920	623	454	620
Inflación (var.% 12 meses)	4,1	3,6	2,2	1,9	2,5	3,2

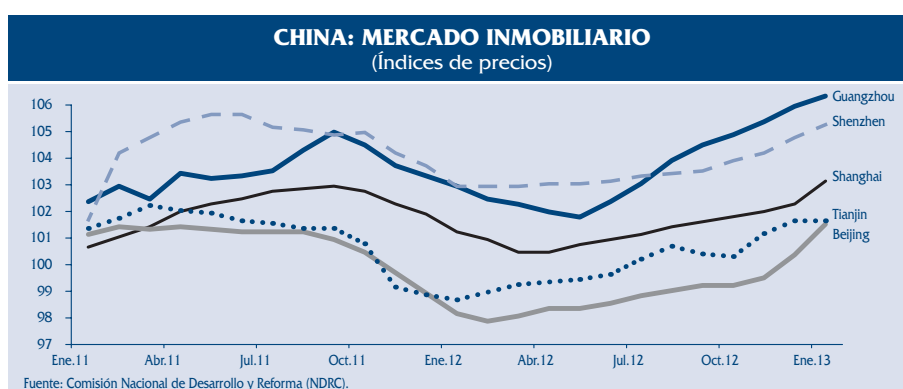
* Enero - febrero.

Fuente: Bloomberg.

En este contexto, se espera un crecimiento de 8,0 por ciento en 2013 y de 8,3 por ciento en 2014. Las autoridades han reiterado su intención de, en el mediano plazo, reequilibrar la economía en favor del consumo, liberalizar las tasas de interés para mejorar la asignación de recursos, y abrir gradualmente el mercado de capitales. En especial, han enfatizado el rol del proceso de urbanización en los próximos años.

Recuadro 1
CHINA: MEDIDAS EN EL MERCADO INMOBILIARIO

Durante los últimos años el gobierno chino ha implementado medidas para impedir la posible formación de una burbuja en el mercado inmobiliario. Inicialmente, las políticas implementadas en este marco, como la elevación de los pagos al contado y restricciones hipotecarias, lograron limitar el aumento de los precios de las propiedades. Sin embargo, desde la primera mitad de 2012 se observó un repunte de dichos precios en las principales ciudades chinas.



En esta línea, el viernes 1 de marzo el gobierno reforzó las medidas para limitar el aumento de precios en este mercado. Las sucursales del Banco Central en ciudades donde haya sobrecalentamiento inmobiliario deben elevar los requerimientos de pago al contado (actualmente 60 por ciento) y las tasas de interés sobre compras de segundos hogares; además se activa un impuesto a las ganancias de capital de 20 por ciento (existente, pero no aplicado hasta ahora).

Existe la posibilidad de que el gobierno pase de medidas de carácter sectorial a medidas de política monetaria, como la elevación de tasas o el incremento del encaje, en caso que las presiones en el mercado inmobiliario vayan acompañadas por un incremento en la inflación.

8. En el caso de **India**, se registró un crecimiento de 5,3 por ciento en 2012, inferior al inicialmente estimado. El descenso de la demanda externa fue agravado por una desaceleración del consumo y un deterioro del clima de negocios, en un contexto de incertidumbre doméstica, asociada con presiones inflacionarias persistentes, la depreciación de la rupia y las disputas políticas sobre la consolidación fiscal (se estima que el déficit del sector público consolidado ascendió a 8,6 por ciento del PBI en 2012). Para el año 2013, se espera un crecimiento de 6,3 por ciento, sustentado en una recuperación de la confianza del consumidor y en una mejora gradual de sus socios comerciales más importantes.
9. Los estimados de crecimiento de los países de **Europa del Este** han sido nuevamente revisados a la baja debido a una menor ejecución del PBI para el año 2012 (1,6 por ciento). A pesar de ello, los indicadores sugieren que para el primer semestre de 2013 las economías de la región tiendan a estabilizarse o inicien un proceso de recuperación





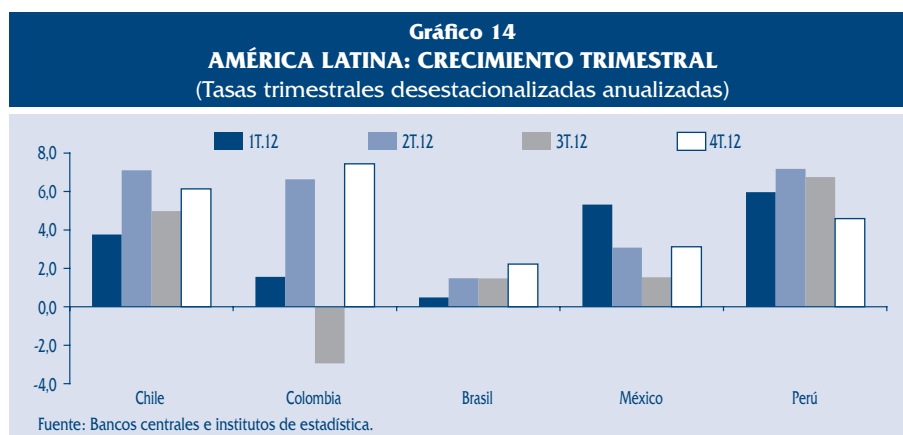
en línea con la evolución de algunos socios comerciales como Alemania. Para el año 2013 se estima una tasa de crecimiento de 2,3 por ciento.

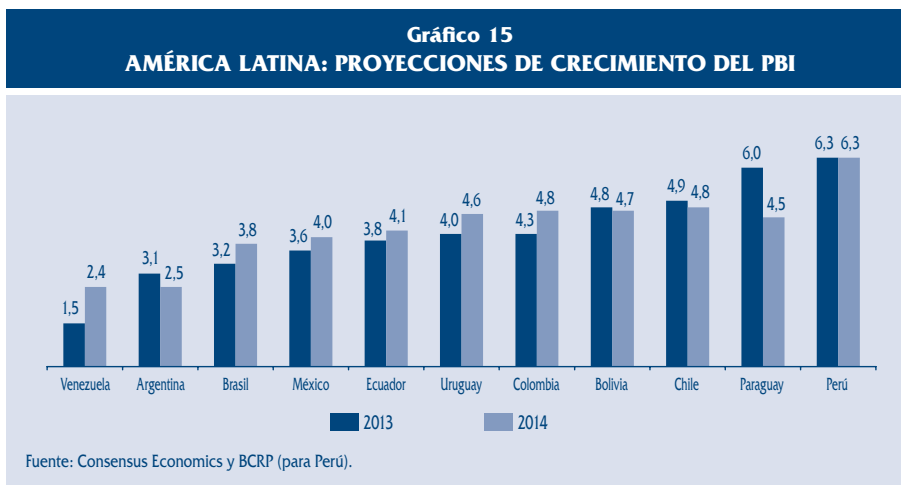
10. En 2012, el ritmo de crecimiento económico continuó disminuyendo en la mayoría de países de **América Latina**, en línea con la desaceleración de las exportaciones y de la demanda interna, que no obstante siguió liderando el crecimiento. Esta desaceleración fue mayor en Brasil y Colombia mientras que en Chile, a pesar de la moderación reciente, continuó creciendo a tasas altas.

Durante el año, Brasil creció 0,9 por ciento, su menor tasa de crecimiento desde 2009. Este resultado se explicó por un desfavorable comportamiento de la inversión privada y de las exportaciones. Asimismo, como diferentes analistas han sugerido, la desaceleración se explicaría también por factores estructurales. El crecimiento de Colombia se desaceleró de 6,6 a 4,0 por ciento debido a la caída de la construcción y de la inversión, así como por un irregular calendario de ejecución de proyectos de infraestructura en el tercer trimestre. Por su lado, países como Chile y México mantuvieron su dinamismo. En el caso de Chile, éste fue mayor que lo esperado, sobre todo en el segundo semestre de 2012, cuando la inversión privada impulsó el crecimiento.

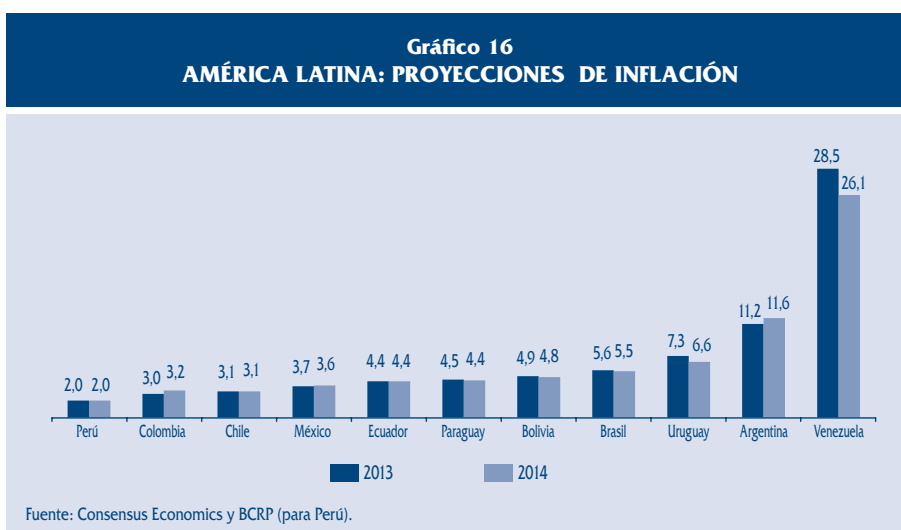
En los dos primeros meses del año, continúa registrándose este comportamiento diferenciado. En Brasil, los indicadores mensuales de actividad no revelan claras señales de recuperación, generando perspectivas de menor crecimiento, en un contexto en el que el aumento de las tasas y expectativas de inflación vienen reduciendo los espacios de política. Por otro lado, Chile continúa mostrando indicadores mejores que los esperados y en Colombia la recuperación está siendo limitada por factores externos (temores de menor demanda venezolana) e internos (huelgas de gremios cafeteros y sectores ligados a la minería del carbón).

Para este año, se prevé que la región registre un crecimiento de 3,5 por ciento y para el 2014 se espera un mayor crecimiento de 3,8 por ciento, en línea con la recuperación de la economía mundial y precios de *commodities* aún en niveles elevados.





Respecto a la **inflación**, desde el último reporte de inflación, en la mayoría de países de la región, con excepción de Brasil, las tasas de inflación mostraron correcciones a la baja debido a la evolución de las cotizaciones de alimentos, la moderación del crecimiento y la apreciación de las monedas. De este modo, la inflación revirtió —en la mayoría de países sólo parcialmente— la tendencia al alza observada hasta el tercer trimestre del año pasado, la que se explicó por el aumento de los precios internacionales de alimentos y las presiones de demanda. Al cierre del año, entre los principales países de la región con regímenes de metas de inflación, las tasas se situaron fuera de los rangos metas en dos casos. Por un lado, Uruguay cerró el año con una inflación de 7,5 por ciento, por encima de su rango meta (4 – 6 por ciento), mientras que, Chile registró una tasa de 1,5 por ciento, por debajo del límite inferior de su rango meta (2 – 4 por ciento). En todos los países, la inflación de 2012 fue menor que la observada en el año previo.





Mercados financieros

11. Hasta mediados de febrero, las condiciones en los mercados financieros fueron favorables debido a los anuncios de los principales bancos centrales de países o economías desarrolladas de mantener sus estímulos monetarios (como la FED y el BCE) y a la menor incertidumbre en las economías periféricas de la Eurozona. En este último caso destacó la recompra de deuda y aprobación de los nuevos términos del programa de Grecia, el inicio del proceso de reestructuración de la banca española y las emisiones de deuda de largo plazo de España e Italia con una buena aceptación en los mercados.

Esta mejor evolución, en un contexto de abundante liquidez internacional (ver Gráfico 1), ha venido reflejándose en la mejor percepción de riesgo en los mercados financieros. El índice de volatilidad implícita (VIX) ha caído significativamente a niveles no registrados desde 2007. Asimismo, se ha observado una mayor preferencia por activos riesgosos, particularmente activos de renta variable, lo cual ha tenido un impacto positivo en la evolución de los índices bursátiles, tanto de países desarrollados como de los emergentes. Por el contrario, en los activos asociados a los *commodities*, desde la segunda quincena de febrero se observa una liquidación de las posiciones no comerciales, lo que podría explicarse por los temores de una menor demanda china tras las medidas aplicadas en su sector inmobiliario.



Sin embargo, desde la última semana de febrero, con la difusión de los resultados no concluyentes de las elecciones parlamentarias en Italia y los recientes eventos de Chipre, la incertidumbre ha vuelto a elevarse en Europa. A este factor se sumó la incertidumbre por el problema fiscal en EUA (que también había afectado a los mercados hacia fines de diciembre) y las medidas de China para limitar el incremento de los precios de sus inmuebles.



12. Los **mercados de dinero europeos** siguieron mostrando una evolución estable, como resultado de las medidas dadas por el BCE, particularmente las inyecciones de liquidez de 3 años (de fines de diciembre pasado y de febrero), y el mantenimiento de las bajas tasas de interés de política, que han logrado corregir las condiciones de iliquidez que se observaron hasta octubre de 2012. Más aún, los prepagos de la banca europea de los créditos del BCE, anunciados en enero y febrero de 2013, estarían señalando una mejor posición financiera de la banca europea. El diferencial entre la Euribor a tres meses y la tasa del Mercado Swap Overnight (OIS), que mide las tensiones en los mercados de dinero, se ha mantenido estable, desde mediados de octubre de 2012, en alrededor de los 12 puntos básicos.



13. Las tensiones en los **mercados desarrollados de deuda soberana** se han reducido, particularmente luego de los avances de las economías europeas con problemas de deuda durante el mes de enero y las primeras semanas de febrero. En ese período, los *spreads* soberanos europeos mostraron una clara tendencia descendente. Asimismo, los rendimientos en EUA, Reino Unido y Alemania han mostrado una tendencia al alza,





en línea con las expectativas de mayor soporte del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales.

Cuadro 4
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Fin de período						Variaciones en puntos básicos		
	Dic. 08	Dic. 09	Dic. 10 (4)	Dic. 11 (3)	Dic. 12 (2)	Mar. 13 (1)	Dic. 10 (1)-(4)	Dic. 11 (1)-(3)	Dic. 12 (1)-(2)
CDS (Puntos básicos)									
EUA	67	38	42	49	38	38	-3	-11	0
Reino Unido	107	82	74	98	41	44	-30	-54	2
Alemania	46	26	59	102	42	34	-25	-68	-8
Francia	54	32	108	220	93	70	-38	-150	-24
España	101	114	350	380	300	275	-75	-106	-25
Italia	157	109	240	484	289	273	33	-212	-16
Grecia 1/	232	286	1 010	8 786	4 265	3 890	2 880	-4 896	-375
Portugal	96	92	501	1 082	443	369	-132	-713	-74
Irlanda	181	158	609	724	220	170	-439	-555	-50
Rendimiento del bono del Tesoro de 10 años (%)									
EUA	2,21	3,84	3,29	1,87	1,76	1,99	-130	12	23
Reino Unido	3,02	4,02	3,40	1,98	1,83	1,94	-146	-4	11
Alemania	2,95	3,39	2,96	1,83	1,32	1,46	-151	-37	14

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

Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, desde marzo, esta evolución se ha visto parcialmente limitada por la incertidumbre política en Italia y los eventos recientes en Chipre. Los *spreads* crediticios registraron reducciones significativas, salvo en el caso del *spread* de Italia, que ha inclusive sobrepasado al de España, país que cuenta con un programa de rescate financiero.

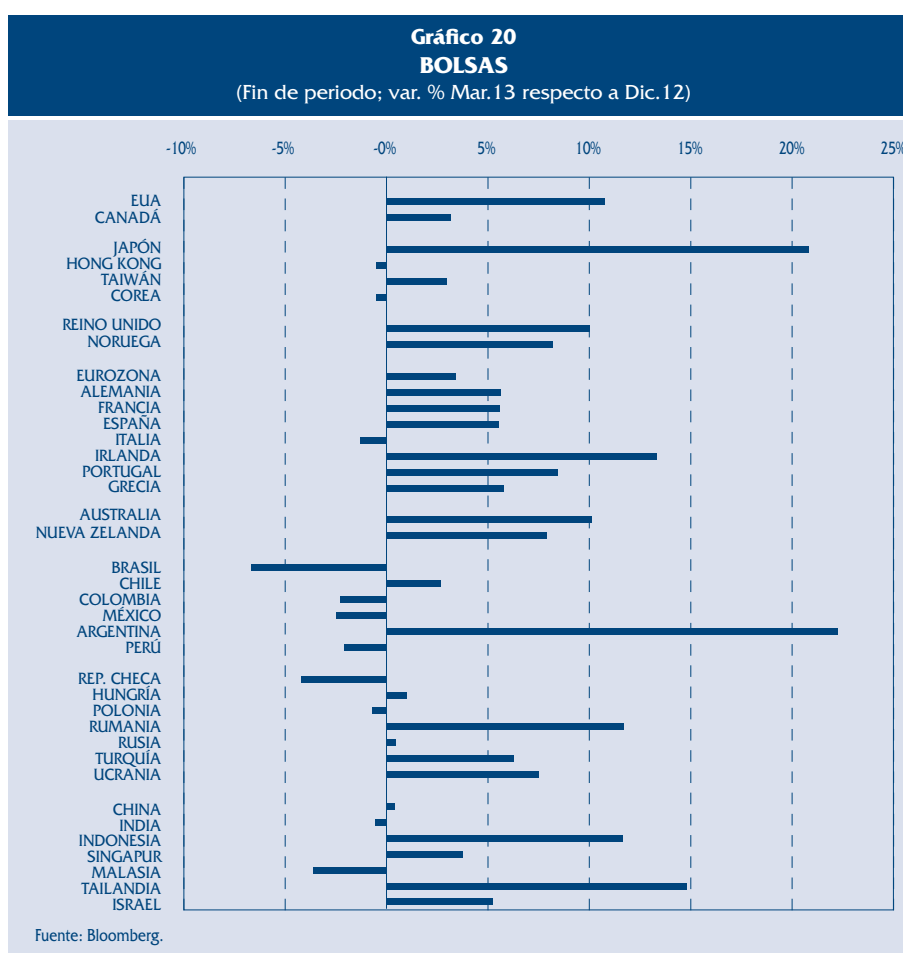
En América Latina, los *spreads* CDS de la mayoría de países, han disminuido reflejando las menores tensiones en los mercados financieros internacionales registradas hasta la primera quincena de febrero.

Cuadro 5
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA

	Fin de período						Variaciones en puntos básicos		
	Dic. 08	Dic. 09	Dic. 10 (4)	Dic. 11 (3)	Dic. 12 (2)	Mar. 13 (1)	Dic. 10 (1)-(4)	Dic. 11 (1)-(3)	Dic. 12 (1)-(2)
Spreads CDS (en puntos básicos)									
Argentina	3 905	961	610	923	1 401	2 715	2 106	1 792	1 315
Brasil	299	123	111	161	108	131	20	-30	22
Chile	203	69	84	132	72	63	-21	-70	-9
Colombia	308	144	113	154	96	89	-24	-65	-7
México	292	134	113	153	97	90	-23	-63	-7
Perú	303	124	113	172	97	89	-25	-83	-8

Fuente: Bloomberg.

14. Las mejores condiciones en los mercados implicaron también ligeras ganancias en los principales **mercados bursátiles**. Éstas se vieron favorecidas además por una recomposición de portafolio, desde los títulos de renta fija hacia los títulos de renta variable. En los mercados desarrollados, casi todas las plazas bursátiles —con excepción de Italia— acumulan ganancias en el año. En Latinoamérica, en lo que va del año, los principales mercados bursátiles se han visto ligeramente afectadas por la corrección de precios de los *commodities*. En el caso de Brasil también influyó el deterioro en las expectativas de inflación y de crecimiento para 2013.



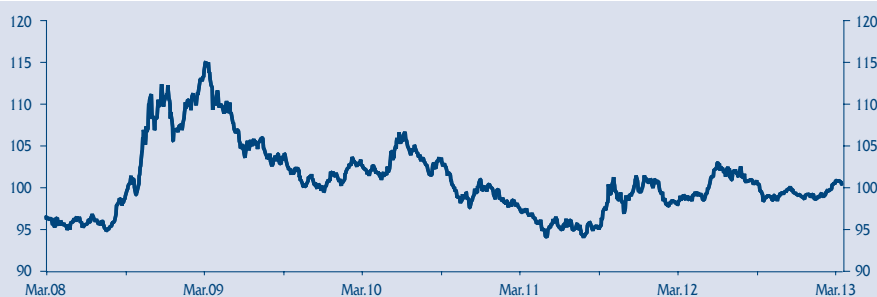
Tipo de cambio

15. Respecto a los **tipos de cambio**, frente al cierre de diciembre, el dólar se ha apreciado en 1 por ciento frente a la canasta de principales monedas. Esta evolución estaría reflejando básicamente los mayores riesgos en las economías europeas con problemas de deuda a raíz de la crisis política italiana y los recientes eventos en Chipre, y las peores condiciones de crecimiento para Europa (respecto a las de EUA).





Gráfico 21
ÍNDICE CANASTA DEL DÓLAR*
(Marzo 2008 - Marzo 2013)



* Aumento del índice significa revalorización del dólar.
Fuente: FED.

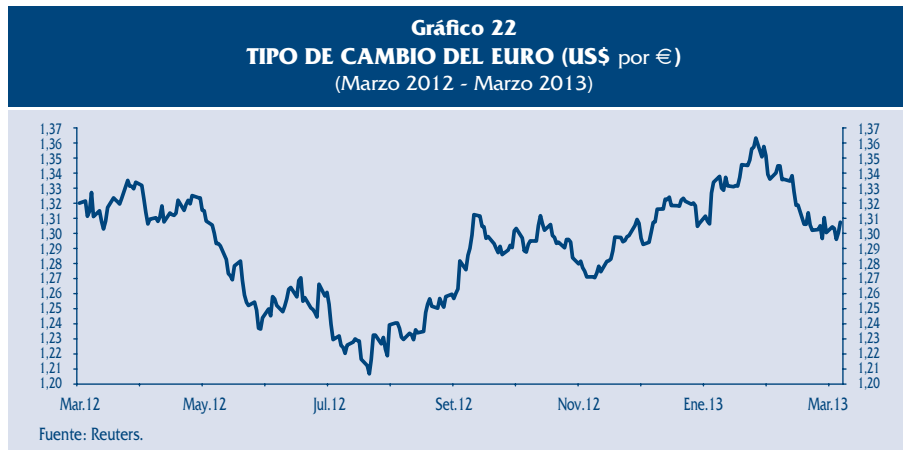
Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO
(Fin de periodo)

	Dic.08	Dic.09 (5)	Dic.10 (4)	Dic.11 (3)	Dic.12 (2)	Mar.13 (1)	Var.% Mar.13 respecto a:			
							Dic.09 (1)/(5)	Dic.10 (1)/(4)	Dic.11 (1)/(3)	Dic.12 (1)/(2)
Canadá	1,22	1,05	1,00	1,02	0,99	1,02	-3,1	2,3	0,0	2,8
Japón	90,60	92,90	81,15	76,94	86,74	95,28	2,6	17,4	23,8	9,8
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,46	1,62	1,56	1,55	1,63	1,51	-6,5	-3,1	-2,7	-7,0
Eurozona (US\$/u.m.)	1,40	1,43	1,34	1,30	1,32	1,31	-8,7	-2,3	1,0	-0,9
Suiza	1,07	1,04	0,93	0,94	0,92	0,94	-9,3	0,6	0,1	2,5
Brasil	2,31	1,74	1,66	1,86	2,05	1,98	13,7	19,4	6,4	-3,2
Chile	636	507	468	519	478	472	-7,0	0,8	-9,2	-1,4
Colombia	2 246	2 040	1 915	1 936	1 766	1 806	-11,5	-5,7	-6,7	2,3
México	13,65	13,06	12,36	13,95	12,86	12,43	-4,8	0,6	-10,9	-3,4
Argentina	3,454	3,799	3,979	4,302	4,915	5,089	34,0	27,9	18,3	3,5
Perú	3,136	2,890	2,808	2,697	2,552	2,592	-10,3	-7,7	-3,9	1,6
Hungría	188,30	187,96	208,15	243,28	220,21	233,44	24,2	12,1	-4,0	6,0
Polonia	2,96	2,86	2,96	3,44	3,08	3,17	10,8	7,3	-7,8	2,8
Rusia	30,53	30,31	30,57	32,19	30,55	30,62	1,0	0,2	-4,9	0,2
Turquía	1,54	1,50	1,54	1,88	1,78	1,81	21,2	17,9	-3,8	1,9
China	6,82	6,83	6,59	6,29	6,23	6,21	-9,0	-5,7	-1,3	-0,3
India	48,58	46,40	44,70	53,01	54,99	54,02	16,4	20,9	1,9	-1,8
Israel	3,78	3,79	3,52	3,81	3,73	3,68	-2,7	4,6	-3,3	-1,2
Canasta de la FED	107,40	101,60	99,17	100,64	99,21	100,40	-1,2	1,2	-0,2	1,2

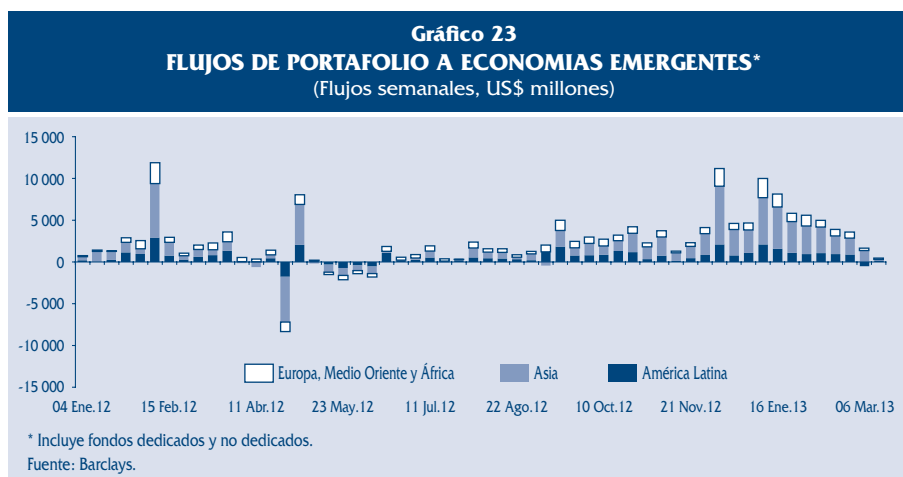
Fuente: Bloomberg y Reuters.

De esta forma, entre diciembre y marzo, el dólar se ha apreciado 0,9 por ciento frente al euro y 7,0 por ciento frente a la libra esterlina. Frente al yen, el dólar se apreció 9,8 por ciento, continuando con la tendencia observada en los últimos meses de 2012 y

que responde a las expectativas de un relajamiento en la política monetaria del Banco de Japón.



En los tres últimos meses, la mayoría de las **monedas de Latinoamérica** se ha apreciado, en un contexto de entradas netas de capitales a la región. Este comportamiento estuvo limitado por los temporales eventos de mayor aversión al riesgo global y la caída de los precios de los *commodities*. Respecto a sus valores de cierre del año pasado, las monedas de Brasil, Chile y México se han apreciado, mientras que las monedas de Argentina y Colombia se depreciaron. Debe indicarse también que a inicios de febrero el gobierno de Venezuela devaluó el tipo de cambio oficial en 32 por ciento (de 4,3 a 6,3 bolívares por dólar).



Decisiones de tasas de interés

16. En lo que va del año, la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés, continuando con la tendencia reseñada en anteriores reportes de inflación. De una





muestra de 32 bancos centrales, solo cinco —Israel, Colombia, Hungría, India y Polonia— disminuyeron su tasa de interés en 25 puntos básicos, mientras que Serbia la elevó en la misma magnitud.

Cuadro 7
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Set.12	Oct.12	Nov.12	Dic.12	Ene.13	Feb.13	Variación (pbs.) acumulada			
							Dic.12	Nov.12	Dic.11	Set.08
Serbia	10,50	10,75	10,95	11,25	11,50	11,75	25	30	150	-450
Corea del Sur	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	0	0	-50	-250
BCE	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0	0	-25	-350
Chile	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	0	0	-25	-325
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0	-175
Indonesia	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	0	0	-25	-350
México	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0	0	-375
Filipinas	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-100	-250
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	0	-450
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	0	-40
Uruguay	9,00	9,00	9,00	9,25	9,25	9,25	0	25	50	200
Sudáfrica	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	0	0	-50	-700
Pakistán	10,50	10,00	10,00	9,50	9,50	9,50	0	-50	-250	-350
Perú	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	0	0	0	-225
Suiza	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0	-250
Tailandia	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	0	0	-75	-100
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	0	-163
Turquía	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	0	-25	-25	-1 125
China	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-56	-120
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	0	-200
Brasil	7,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	0	0	-375	-650
Australia	3,50	3,25	3,25	3,00	3,00	3,00	0	-25	-125	-400
Islandia	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	125	-950
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0	0	-50
Noruega	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0	0	-25	-425
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	0	-500
Suecia	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	0	-25	-75	-375
Israel	2,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75	-25	0	-75	-225
Colombia	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	-25	-25	-50	-575
Hungría	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	-25	-25	-125	-275
India	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75	-25	0	-50	-100
Polonia	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	-25	-25	-25	-175

Fuente: Reuters y Bloomberg.

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

los estímulos monetarios. Este comportamiento difiere de lo observado en las economías emergentes más grandes, en particular Brasil y China, donde la inflación ha mostrado un repunte respecto a las tasas observadas hacia fines de 2012.

Cuadro 8
INFLACIÓN DE PRINCIPALES PAÍSES
(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Ene.13	Feb.13
Economías desarrolladas					
1. Estados Unidos	1,5	3,0	1,7	1,6	2,0
2. Eurozona	2,2	2,7	2,2	2,0	1,8
Alemania	1,9	2,3	2,0	1,9	1,8
Francia	1,5	2,7	1,5	1,4	1,2
Italia	2,1	3,7	2,6	2,4	2,0
España	2,9	2,4	3,0	2,8	2,9
3. Japón	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	n.d.
4. Reino Unido	3,7	4,2	2,7	2,7	2,8
Economías en desarrollo					
1. China	4,6	4,1	2,5	2,0	3,2
2. India	9,5	6,5	7,3	6,6	6,8
3. Rusia	8,8	6,1	6,6	7,1	7,3
4. Brasil	5,9	6,5	5,0	6,2	6,3
Inflación promedio 1/	3,4	3,6	2,7	2,4	3,1

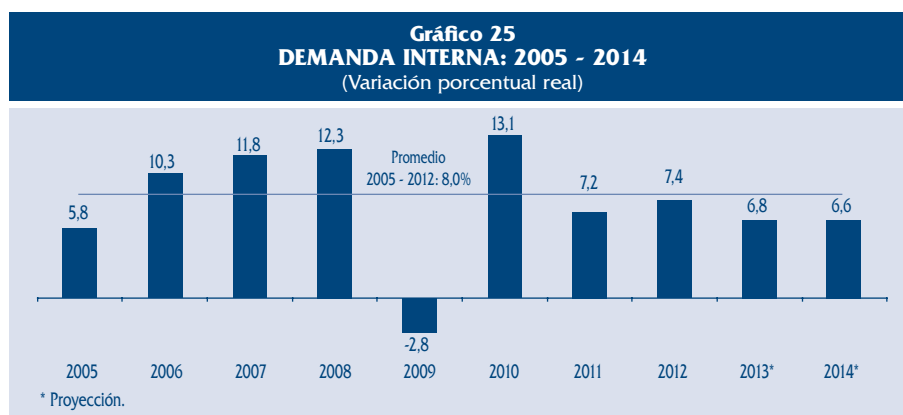
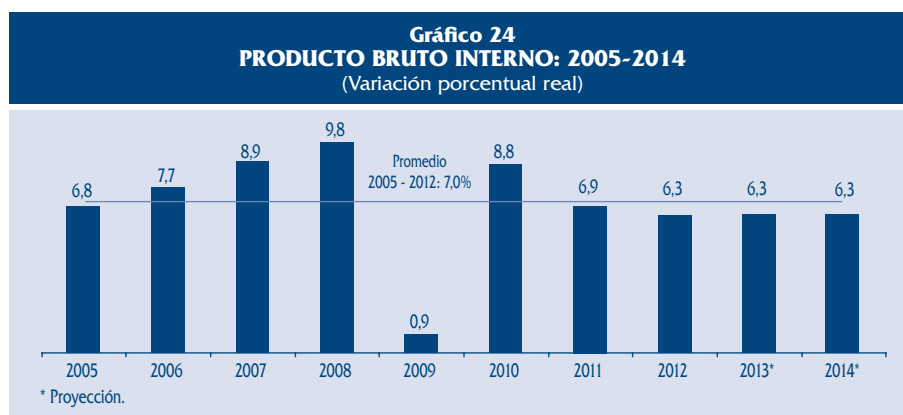
1/ Inflación promedio de los países señalados ponderada por participación en el PBI PPC mundial. Para Diciembre de 2012 y los meses de 2013 se emplearon las ponderaciones de 2011.
Fuente: Bloomberg; FMI, WEO octubre 2012 y Eurostat.





II. Actividad Económica

17. El crecimiento de la economía peruana se ha estabilizado alrededor de su nivel sostenible de largo plazo. En el año 2012 la economía peruana creció 6,3 por ciento, como consecuencia de un mayor dinamismo de la demanda interna, en particular de la inversión privada y pública. En ese contexto, la demanda interna pasó de crecer a una tasa de 6,2 en el primer semestre a un incremento de 8,6 por ciento en el segundo semestre, en tanto que la actividad económica creció 6,2 y 6,3 por ciento en el mismo periodo, respectivamente. Para los años 2013 y 2014, el escenario central de proyección considera tasas de crecimiento del PBI en niveles estables cercanos a su nivel potencial prevaleciendo el mayor impulso de factores de demanda interna en un entorno en el que persistirían indicadores débiles de crecimiento mundial.



18. El crecimiento de la demanda interna se aceleró en el tercer y cuarto trimestre del año registrando una expansión de 9,8 y 7,6 por ciento respectivamente, niveles superiores a los registrados por el PBI en los mismos periodos. Al considerar esta tendencia de la demanda interna, la proyección para 2013 considera una desaceleración menor en esta variable con respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre, sustentada en la evolución reciente de la inversión privada, y en las expectativas optimistas de consumidores y empresarios.

En esta línea, la proyección de crecimiento del PBI para el año 2013 se ha revisado al alza de 6,2 por ciento en el Reporte de Inflación de diciembre a 6,3 por ciento en el presente reporte, en tanto que para el año 2014 la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en 6,3 por ciento, similar a lo previsto en el Reporte de Inflación previo.

Proyecciones de los componentes del gasto

19. Para el año 2013 se ha revisado al alza la proyección del crecimiento de la demanda interna de 6,3 por ciento en el Reporte de Inflación de diciembre a 6,8 por ciento en el presente reporte, lo que continúa suponiendo una desaceleración con respecto a los años previos. El incremento se explica por el mayor dinamismo del gasto tanto privado como público, que en conjunto contribuyen con 0,3 puntos porcentuales al mayor crecimiento de la demanda interna con respecto al reporte de inflación anterior.

Cuadro 9 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)						
	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
1. Demanda interna	7,2	7,4	6,3	6,8	6,3	6,6
a. Consumo privado	6,4	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
b. Consumo público	4,8	10,6	7,6	10,1	6,2	6,6
c. Inversión privada	11,7	13,6	8,2	8,8	8,2	8,2
d. Inversión pública	-17,8	20,9	15,2	15,0	11,7	11,4
2. Exportaciones	8,8	4,8	7,7	5,1	9,1	7,9
3. Importaciones	9,8	10,4	7,5	7,8	8,9	8,9
4. Producto bruto interno	6,9	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3
Nota:						
Gasto público	-4,2	14,1	10,4	11,9	8,3	8,3

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

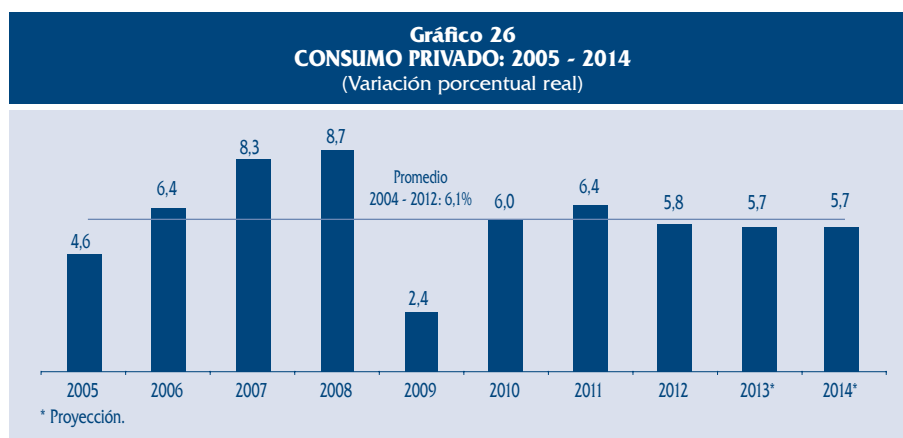
Cuadro 10 DEMANDA INTERNA Y PBI (Contribuciones a la variación porcentual real)						
	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
1. Demanda interna	7,5	7,7	6,6	7,2	6,7	7,0
a. Consumo privado	4,2	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7
b. Consumo público	0,5	1,0	0,7	1,0	0,6	0,7
c. Inversión privada	2,5	3,1	2,0	2,1	2,0	2,0
d. Inversión pública	-1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
e. Variación de existencias 1/	1,4	0,3	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3
2. Exportaciones	1,6	0,9	1,4	0,9	1,7	1,4
3. Importaciones	2,1	2,3	1,7	1,8	2,1	2,1
4. Producto bruto interno	6,9	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3
Nota:						
Gasto público	-0,7	2,0	1,6	1,8	1,3	1,3

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





20. El **consumo privado** tuvo en 2012 un dinamismo menor al de 2011, al registrar una tasa de crecimiento de 5,8 por ciento frente a una tasa de 6,4 por ciento. Este comportamiento confirmaría una gradual moderación en el crecimiento del consumo con respecto a la evolución que mostró en los dos años previos, esperándose para los siguientes años tasas más estables, en línea con el crecimiento previsto para el PBI. La expansión del consumo, en un contexto de optimismo de los consumidores, se refleja en diversos indicadores como la venta de vehículos familiares nuevos, que creció 34,8 en el cuarto trimestre y 37,9 por ciento en el acumulado en el año 2012, y el incremento de los créditos de consumo, que subieron 15,2 y 13,9 por ciento en diciembre y febrero últimos.

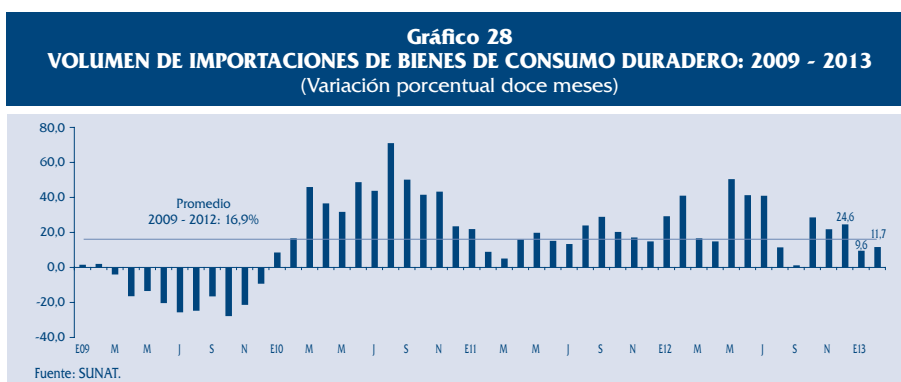


A continuación se muestran otros indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor sigue ubicándose en el tramo optimista. Este indicador mantuvo en el cuarto trimestre un nivel promedio de 62 puntos, superior al registrado en el tercer trimestre (57 puntos). No obstante se observa un ligero deterioro en este indicador durante los primeros dos meses del presente año, ubicándose aún por encima del promedio del año 2012, que fue de 58 puntos.



- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero continuó creciendo a tasas altas, en torno al 10 por ciento en los dos últimos meses, aunque a un menor ritmo que en el cuarto trimestre (25,0 por ciento).



- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores fue de 3,7 por ciento en enero de 2013, similar al promedio 2009-2013, aunque moderándose respecto a las tasas de expansión observadas en 2011 y 2012.



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

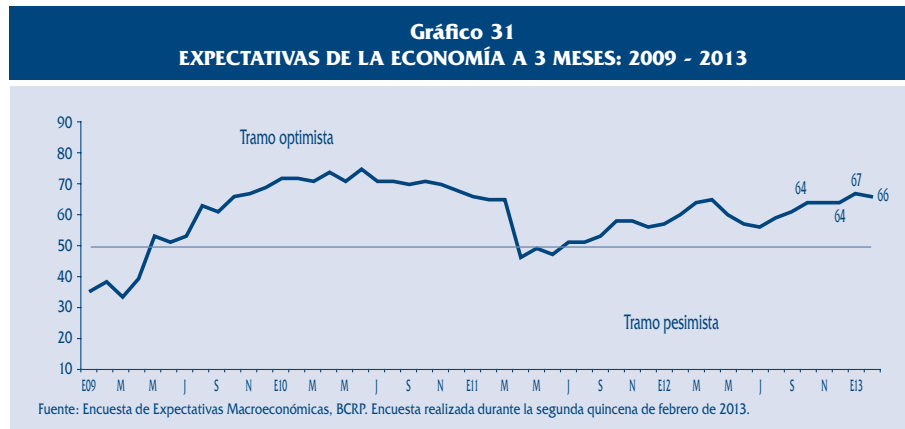




Considerando estos indicadores, se mantiene la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2013 en 5,7 por ciento, estabilizándose alrededor de esta tasa y mostrando un crecimiento similar en el año 2014.

21. La **inversión privada** creció 13,6 por ciento en el año 2012, mostrando tasas de expansión trimestrales de dos dígitos con una ligera desaceleración en el cuarto trimestre. Con ello la inversión privada se ubicó en coeficientes por encima del 20 por ciento como porcentaje del PBI. Este comportamiento guarda relación con la recuperación de la confianza empresarial registrada en las encuestas de expectativas de este periodo. Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 66 puntos en febrero, valor por encima de los registrados durante el año 2012.



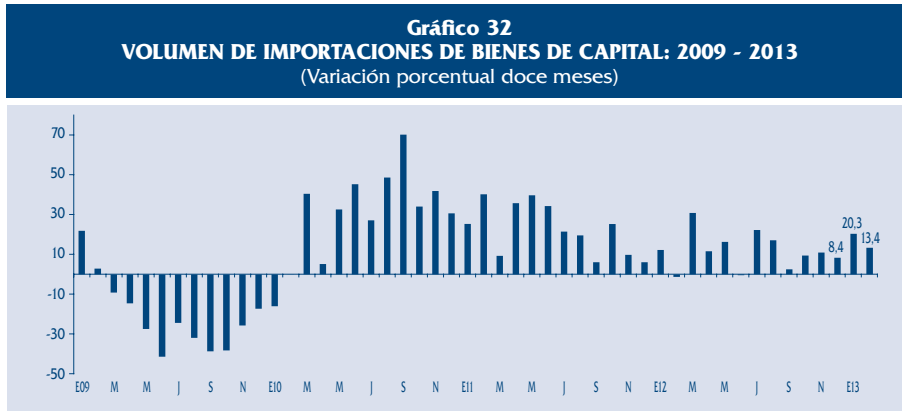
- b. Los agentes económicos elevaron sus expectativas de crecimiento del PBI para 2013. El crecimiento esperado para el año 2014 se ubica en el rango de 6,0 a 6,5 por ciento.

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

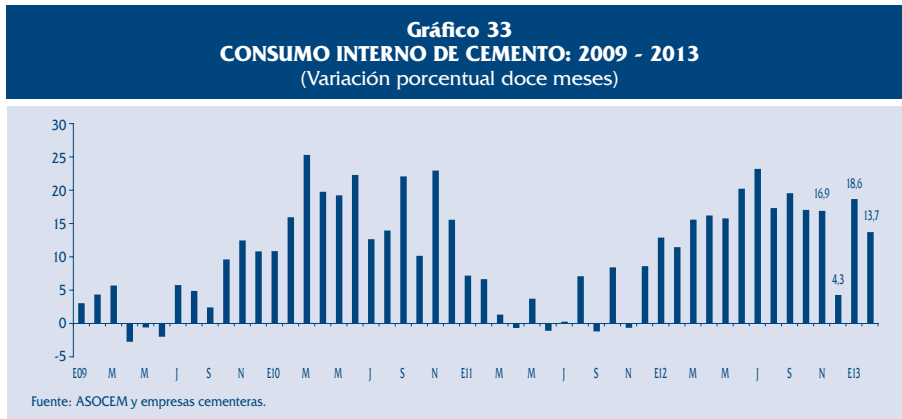
	Expectativas del:		
	RI Set.12	RI Dic.12	RI Mar.13
Sistema Financiero			
2013	6,0	6,0	6,3
2014	6,0	6,0	6,1
Analistas Económicos			
2013	5,9	6,0	6,3
2014	6,0	6,0	6,5
Empresas No Financieras			
2013	6,0	6,0	6,1
2014	6,0	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.
Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP. Encuesta realizada durante la segunda quincena de febrero de 2013.

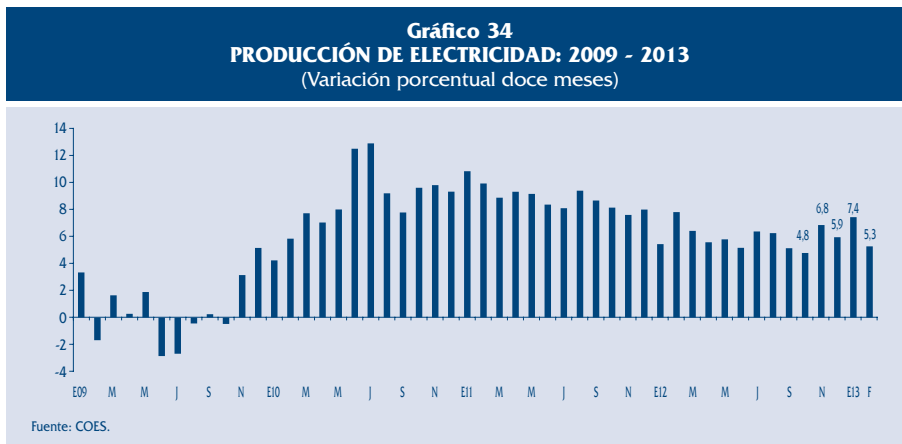
- c. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, muestra tasas de crecimiento de dos dígitos en los últimos meses.



- d. El consumo interno de cemento mostró una tasa de crecimiento de dos dígitos en los primeros dos meses del año 2013.



- e. La producción de electricidad continúa mostrando dinamismo, con tasas en promedio superiores al 5 por ciento en los últimos meses.





22. Cabe señalar que la evolución de estos indicadores de producción en el primer trimestre de 2013 estaría afectada por el efecto calendario de días laborables; al respecto se cuenta con menos días laborables en el primer trimestre del año en comparación con similar periodo de 2012, pues el mes de febrero del año pasado fue bisiestivo y la Semana Santa del presente año se registrará en marzo en lugar de abril como ocurrió en 2012.
23. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2013 - 2014 alcanzan US\$ 32,0 mil millones, cifra mayor en US\$ 0,9 mil millones con respecto al total registrado en el Reporte de Inflación de diciembre.

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

	2013	2014	2013 - 2014
Minería	7 756	7 037	14 793
Hidrocarburos	3 020	1 972	4 992
Electricidad	2 379	1 447	3 826
Industrial	971	838	1 809
Infraestructura	1 112	585	1 697
Otros Sectores	3 315	1 604	4 919
Total	18 553	13 483	32 036

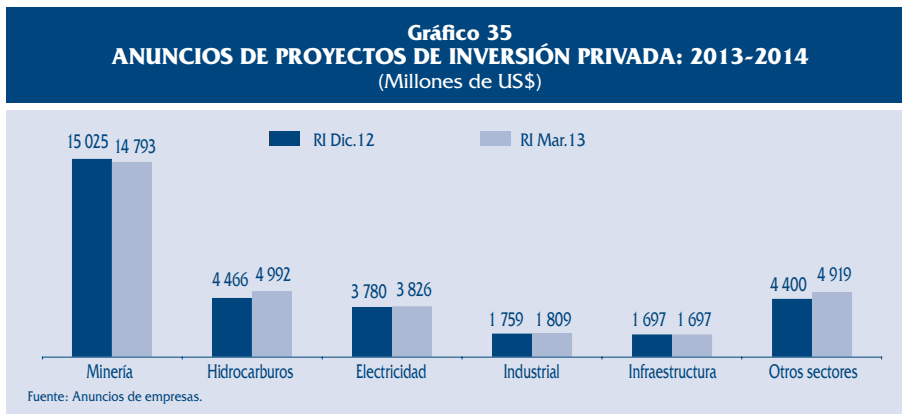
Fuente: Anuncios de empresas.

Este incremento es explicado en parte por los mayores anuncios de inversión en el sector hidrocarburos. La empresa Pacific Rubiales Energy anunció el desarrollo de cinco lotes: Z-1 (Tumbes) que explota en asociación con BPZ; 135 y 137 en Loreto; 116 en Amazonas y 138 en Ucayali, donde iniciará la perforación de un primer pozo, el Yahuish - 1X.

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

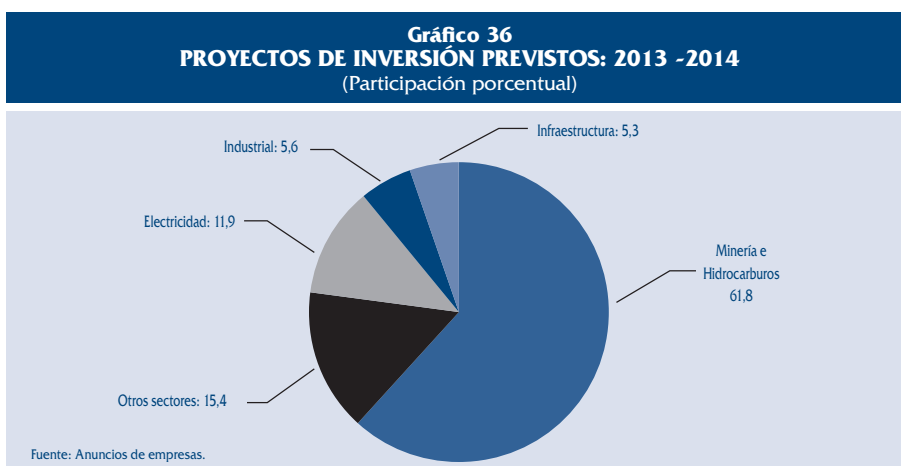
	2013 - 2014		
	RI Dic.12	RI Mar.13	Diferencia
Minería	15 025	14 793	-232
Hidrocarburos	4 466	4 992	526
Electricidad	3 780	3 826	46
Industrial	1 759	1 809	50
Infraestructura	1 697	1 697	0
Otros Sectores	4 400	4 919	519
Total	31 127	32 036	909

Fuente: Anuncios de empresas.



Las inversiones en el sector minero, se incrementarían en 2013 por la actualización de anuncios en el desarrollo de proyectos tales como, Toromocho, empresa que anunció el incremento de inversión en US\$ 1 300 millones y Constancia, proyecto que cuenta con órdenes de compra de equipos técnicos que se utilizarán en la provisión de energía y automatización para la puesta en marcha el proyecto. No obstante, continúa la lentitud en la ejecución de proyectos por la presencia de conflictos sociales aún no resueltos y la demora en la obtención de permisos de exploración y explotación, lo que origina la reprogramación en la ejecución de la cartera de inversiones. Los flujos de inversión considerados en los sectores minería e hidrocarburos incluyen los montos referenciales en las distintas fases de los proyectos (estudios, exploración, explotación construcción de planta, entre otros) con Estudios de Impacto Ambiental en estado preliminar o superior.

Los otros sectores ligados a la construcción como inmobiliario, hotelero y salud, continúan realizando importantes anuncios de nuevos proyectos y ampliación y remodelación de las instalaciones ya existentes, tanto en Lima como en provincias. El sector *retail* continuará creciendo en 2013, considerando que los principales operadores de centros comerciales anunciaron que invertirán más de US\$ 350 millones en la construcción de diez nuevos centros comerciales en el país.





Cuadro 14
ANUNCIOS DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2013-2014

SECTOR	INVERSIONISTAS	NOMBRE DEL PROYECTO
Minería	Xstrata Copper	Las Bambas
	Freeport-Macmoran Copper	Ampliación de mina Cerro Verde
	Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)	Toromocho
	Norsemont Mining Inc., HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Antares Minerals Inc.	Haqira
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Ltd.	El Galeno
	Cumbres Andinas, Korea Resources Corp.	Mina Justa
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
	Grupo Milpo	Ampliación de minas Cerro Lindo y El Porvenir
	Hochschild Mining International Minerals Corporation	Inmaculada
	Shougang Corporation	Ampliación de mina Marcona
	Minera Gold Corp.	Ampliación de mina Lagunas Norte
Grupo Buenaventura	Ampliación de mina Colquijirca	
Grupo México S.A.B. de C.V.	Ampliación de mina Cuajone	
Hidrocarburos	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación planta Pisco y Malvinas
	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, exploración y otras inversiones
	Pacific Rubiales Energy	Desarrollo de lotes: Z1-135 - 137 - 116 - 138
	Transportadora de Gas del Perú S.A.	Ampliación capacidad de transporte de gas
	Petrobras	Lote 58 y Lote X
	Cáldida Gas Natural del Perú	Masificación de gas
	Perenco	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56
	SK Energy	Exploración Lote Z 46
Repsol Exploración, Petrobras Energía Perú S.A.	Lote 57 - Kinteroni	
Electricidad	Odebrecht S.A.	Central hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	"Inkia Energy"	Central hidroeléctrica Cerro del Águila
	Norwind	Parque Eólico Cerro Chocan
	Energía Azul S.R.L.	Central hidroeléctrica Santa María
	SN Power Perú S.A.	Central hidroeléctrica Cheves
	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Central hidroeléctrica Belo Horizonte
	GDF Suez	Central hidroeléctrica Quitaraca I
	Inevarante	Centrales hidroeléctricas Acco Pucará
	GDF Suez	Reserva fría de generación - Ilo y Talara
	Energía de Entre Ríos S.A. - ENERSA, Grupo Cobra	Reserva fría de generación - Eten
	Abengoa	LT Machupicchu – Quencoro – Onocora – Tintaya
Industrial	Hochschild Mining S.A.	Proyecto de fosfatos
	Siderperú	Modernización de planta: Planta de laminación y nuevo horno
	Repsol YPF	Ampliación de planta La Pampilla
	Grupo Celepsa	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
	Grupo Pilkington Limited Corporación JR Lindley	Planta para la fabricación de vidrio flotado (float). Ampliación y nuevas plantas
Infraestructura	OAS S.R.L.	Vía Parque Rimac
	Covisol	Autopista del Sol : Trujillo - Sullana
	APM Terminals	Modernización del Muelle Norte
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4 : Pativilca - Puerto Salaverry
	Consorcio Transportadora Callao	Muelle de minerales
	Terfir Terminals / Cosmos / Translei	Ampliación Puerto Paita
Grupo Romero	Ampliación Puerto Matarani	
Otros sectores	Grupo Brescia	Proyectos inmobiliarios y de salud
	Grupo Falabella	Mall Aventura: Nuevos centros comerciales
	Grupo Interbank	Ampliación y construcción: Real Plaza (Lima y Provincias)
	Banmédica, Grupo Roe, Grupo San Pablo, Grupo Mapfre, Pacifico EPS	Construcción y ampliación de clínicas y centros de salud
	Graña y Montero, Inmobiliari, Paz Centenario, Grupo San José, Rutini, Besalco, Grupo Fierro	Proyectos inmobiliarios y de salud
	Ripley, Cencosud, Ekimed, Quimera	Construcción y ampliación de Cadenas Ripley, Almacenes Paris y supermercados

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

Adicionalmente, Proinversión tiene en cartera importantes proyectos por concesionar. Entre éstos destacan la central hidroeléctrica de Molloco en Arequipa, la tercera etapa del proyecto de irrigación Chavimochic en La Libertad y obras para el abastecimiento de agua potable en Lima, entre otros.

Cuadro 15
PRINCIPALES PROYECTOS POR CONCESIONAR A CARGO DE PROINVERSIÓN

Proyecto	Inversión estimada (Millones de US\$)
Central hidroeléctrica de Molloco (Arequipa)*	600
Proyecto de irrigación Chavimochc III Etapa	600
Obras de cabecera y conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	400
Línea de transmisión 500 KV Mantaro – Marcona – Socabaya – Montalvo y subestaciones asociadas	380
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	356
Línea de transmisión Moyobamba - Iquitos en 220 KV	345
Red Dorsal Nacional de Fibra Optica	315
Sistema de abastecimiento de GLP para Lima y Callao	260
Sistema de abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional	250
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	250
Masificación del uso de gas natural a nivel nacional	205
Longitudinal de la Sierra Tramo 2	175
Longitudinal de la Sierra Tramo 5	127
Terminal Portuario General San Martín	101
Suministro de energía a Iquitos (antes Reserva Fría)	100
Provisión de servicios de saneamiento para los distritos del sur de Lima	100
Hidrovia Amazónica: ríos Marañón, Amazonas, Huallaga	74
Total	4 638

* Proyecto concesionado el 21 de marzo de 2013.
Fuente: Proinversión.

A nivel del gobierno regional y de los gobiernos locales, se tiene previsto la ejecución de importantes proyectos de inversión pública en el año 2013. Entre éstos destacan el Sistema Eléctrico de Transporte Masivo de Lima y Callao (Tren Eléctrico), la construcción y equipamiento de Instituciones Educativas para el II Ciclo de Educación Básica Regular y la ejecución de un importante número de obras para el mejoramiento de infraestructura de carreteras a nivel nacional, entre otros.

Cuadro 16
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA

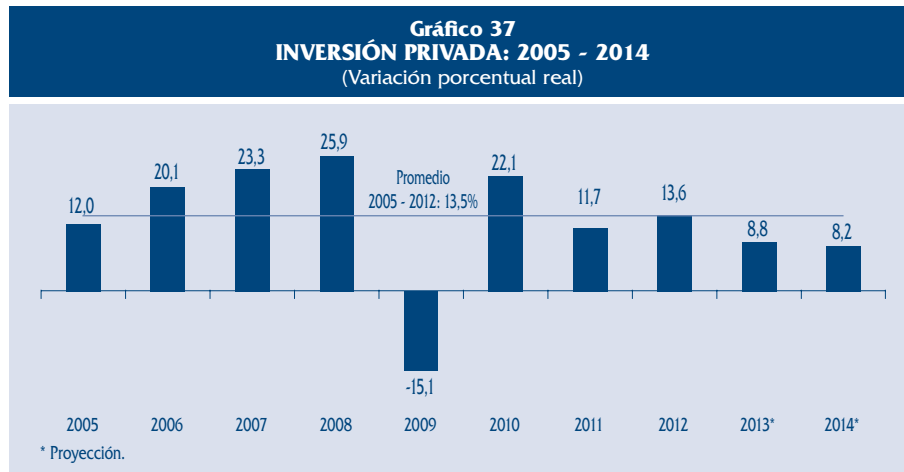
Proyecto	Inversión estimada (Millones de US\$)
Proyecto especial sistema eléctrico de transporte masivo de Lima y Callao	1 172
Construcción y equipamiento de instituciones educativas para el II Ciclo de Educación Básica Regular	930
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Ayacucho-Abancay	364
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chongoyape-Cochabamba-Cajamarca	242
Mejoramiento de la capacidad resolutive de los servicios de salud del Hospital Antonio Lorena Nivel III-1-Cusco	212
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Lima-Canta-La Viuda-Unish	193
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Quinua-San Francisco	181
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Juanjui-Tocache	175
Modernización del Sistema de Defensa Antitanque	172
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chamaya-Jaén-San Ignacio-Río Canchis	167
Incremento de la capacidad operativa de la FAP para la vigilancia de la Amazonía Peruana desde el ámbito aeroespacial	152
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Huaura-Sayán-Churín	137
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Cajamarca-Celendín-Balzas	111
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Trujillo-Shiran-Huamachuco	108
Construcción y mejoramiento carretera Camaná-Dv. Quilca-Matarani-Ilo-Tacna	100
Mejoramiento de riego y generación hidroenergético del Alto Piura	89
Construcción y equipamiento del Hospital Nivel III-1 Victor Ramos Guardia-Huaraz-Provincia de Huaraz-Región Ancash	88
Mejoramiento de la carretera Satipo-Mazamari-Dv. Pangoa-Puerto Ocopa	78
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Yauri-Negromayo-Oscollo-Imata, Tramo Dv. Imata-Oscollo-Negromayo	70
Mejora de la instrucción en la mar del personal en proceso de formación de la Marina de Guerra del Perú	65
Construcción e implementación del Hospital II-2 de Jaén	60
Majes Siguanaco II Etapa	57
Total	4 924

Fuente: Presupuesto del Sector Público 2013.





Considerando que la inversión privada viene registrando una evolución más dinámica de lo previsto, para el año 2013 se ha revisado al alza su crecimiento, de 8,2 por ciento en el Reporte de Inflación de diciembre, a 8,8 por ciento en el presente Reporte. La proyección para el año 2014 se mantiene con un crecimiento de 8,2 por ciento.



24. La **inversión pública** creció 20,9 por ciento en el año 2012 explicado por los mayores gastos de los gobiernos regionales y locales, principalmente para infraestructura vial y educativa y en el sistema de agua potable y alcantarillado. En el caso del gobierno nacional y de las empresas estatales, la inversión fue menor a la registrada en 2011. Durante el año se observó, sin embargo, una tendencia decreciente en el ritmo de crecimiento de la inversión pública, pasando de 39,4 por ciento en el primer trimestre a 9,7 por ciento en el cuarto trimestre. Para el año 2013 se proyectan tasas de crecimiento en torno al 15,0 por ciento trimestral alcanzando un crecimiento de 15,0 por ciento al cierre del año.



25. Considerando la evolución de la inversión privada y de la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI superaría el 27 por ciento en el año 2013 en línea con lo previsto en el Reporte de Inflación anterior.



En la proyección se considera que el incremento del ratio de inversión a PBI sería financiado principalmente mediante el aumento del ahorro interno, el cual continuaría con su tendencia creciente observada en los últimos años. El ahorro interno pasaría de 23,1 por ciento del producto en 2012 a 24,3 por ciento en 2014 en línea con el crecimiento del ingreso.

Cuadro 17
BRECHAS AHORRO-INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013*	2014*
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	24,1	26,7	27,5	28,2
a. Privada	20,9	21,7	21,7	22,0
b. Pública	4,5	5,2	5,7	5,9
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	22,2	23,1	23,5	24,3
3. AHORRO EXTERNO	1,9	3,6	4,0	3,9

1/ Excluye variación de existencias.
* Proyección.

26. Las **exportaciones** crecieron 4,8 por ciento en el año 2012, tasa menor a la registrada durante el año previo (8,8 por ciento) en un contexto de desaceleración del crecimiento del comercio mundial. En el cuarto trimestre se observó una débil evolución de las exportaciones por el menor envío de productos tradicionales (-3,2 por ciento), principalmente de café y oro, en tanto que las no tradicionales crecieron 7,0 por ciento en términos de volumen.

El presente reporte considera una trayectoria de recuperación del crecimiento de las exportaciones hacia 2014, principalmente por la entrada en operación de proyectos mineros de cobre, como Toromocho, Las Bambas

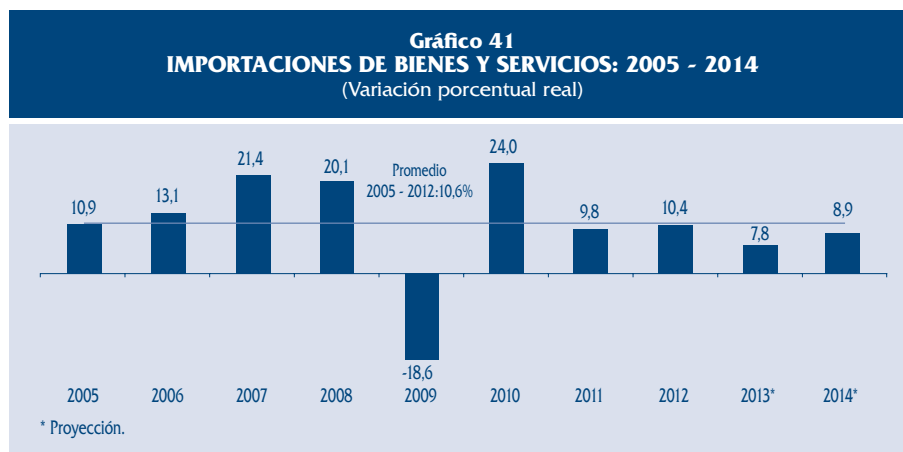




y Constancia que están ubicadas en las regiones Apurímac, Junín y Cusco, respectivamente.



Las **importaciones** crecieron 10,4 por ciento en el año 2012 por mayores importaciones de bienes de consumo y servicios no financieros, con tasas de 19,4 y 13,7 por ciento respectivamente. Para el año 2013 y para 2014 se proyecta tasas de crecimiento de 7,8 y 8,9 por ciento, por debajo de las tasas registradas en los últimos tres años, considerando la moderación prevista en el crecimiento de la demanda interna.



PBI por sectores productivos

27. El PBI registró un crecimiento de 6,3 por ciento en el año 2012 observándose una aceleración en el dinamismo de los sectores no primarios (7,1 por ciento) destacando el mayor crecimiento de los sectores construcción, comercio y servicios, en línea con el crecimiento de la demanda interna.

Cuadro 18
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
Agropecuario	3,8	5,1	4,3	3,5	4,2	4,2
Pesca	29,7	-11,9	2,6	1,1	1,1	3,3
Minería e hidrocarburos	-0,2	2,2	7,1	5,0	12,6	12,7
Minería metálica	-3,6	2,1	6,4	3,9	12,9	12,3
Hidrocarburos	18,1	2,3	9,4	9,6	11,3	14,4
Manufactura	5,6	1,3	5,6	5,0	6,0	5,7
Recursos primarios	12,3	-6,5	4,9	3,6	3,9	3,7
Manufactura no primaria	4,4	2,7	5,8	5,2	6,4	6,0
Electricidad y agua	7,4	5,2	5,9	5,9	6,5	6,1
Construcción	3,4	15,2	9,6	10,5	8,2	8,2
Comercio	8,8	6,7	5,8	6,4	5,9	6,0
Otros servicios	8,3	7,2	6,3	6,6	5,9	6,1
PRODUCTO BRUTO INTERNO	6,9	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3
Nota:						
PBI primario	4,4	1,7	5,2	4,0	6,9	6,8
PBI no primario	7,4	7,1	6,4	6,7	6,2	6,2

RI: Reporte de Inflación.
*Proyección.

28. En el año 2012 la producción de los **sectores primarios** creció 1,7 por ciento, tasa inferior a la registrada en el 2011 (4,4 por ciento), reflejando el menor crecimiento de la producción pecuaria, pesquera y de manufactura de recursos primarios. Para el año 2013, en comparación con el Reporte de Inflación anterior, se ha revisado hacia abajo la tasa de crecimiento de los sectores primarios de 5,2 a 4,0 por ciento.

El **sector agropecuario** creció 5,1 por ciento en el año 2012, destacando el aporte de los altos volúmenes de papa, arroz y carne de ave, los cuales explicaron el 57 por ciento del crecimiento del sector. Asimismo, se observó una producción históricamente elevada de plátano, cebolla, mandarina, naranja y camote, entre otros productos orientados al mercado interno. Se espera que en el año 2013, el sector alcance un crecimiento de 3,5 por ciento, tasa inferior a la proyectada en el Reporte de Inflación de diciembre. Esta corrección a la baja obedece principalmente a una menor producción de café asociada a la plaga denominada roya.

La evolución del **sector pesca** en el año 2012 (-11,9 por ciento) reflejó principalmente la menor cuota de extracción de anchoveta para consumo industrial. Se proyecta para el año 2013 un nivel de extracción de anchoveta menor al esperado en el Reporte de Inflación anterior (3,3 millones de toneladas en lugar de las 3,9 millones de toneladas estimadas en el reporte previo). Esta reducción asume una menor cuota para la captura de anchoveta en la zona norte – centro, aunque ello se corregiría hacia finales de 2013, por lo que la extracción de anchoveta para el año 2014 mostraría una recuperación hasta niveles de 3,6 millones de toneladas.





Por su parte, el crecimiento del **sector minero metálico** en el año 2012 (2,1 por ciento) fue explicado por la mayor producción de cobre (debido a la ampliación de Antamina), zinc y plata, que compensaron la menor extracción de oro de la minería artesanal de Madre de Dios.

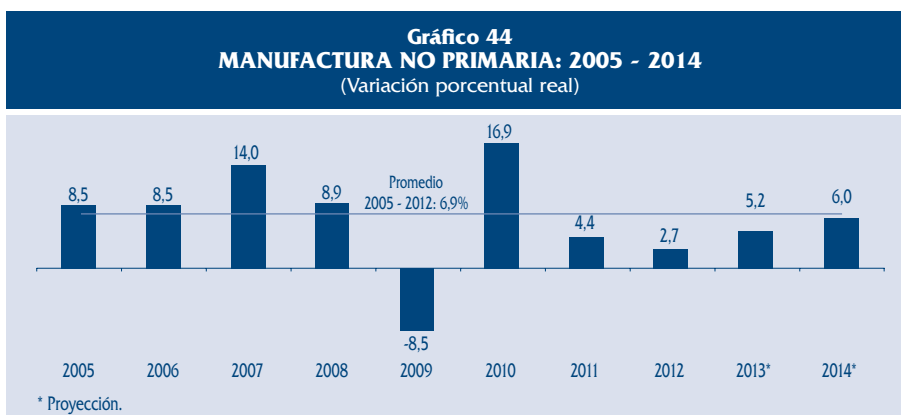
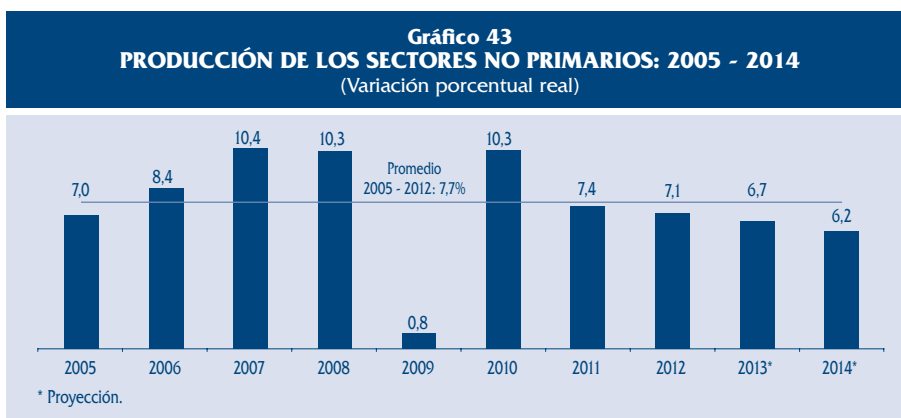
La revisión de la proyección de este sector para el año 2013 con respecto al Reporte de Inflación anterior obedece a la menor producción esperada de oro, la cual se revisa de 5,1 a 4,7 millones de onzas. Esto estaría asociado a la anunciada reducción de hasta 25 por ciento en la producción de Yanacocha, así como a la menor actividad en Madre de Dios. Este menor crecimiento sería compensado en parte por la mayor extracción de cobre (1,3 millones de toneladas métricas finas, TMF), explicado por la operación durante un año completo del proyecto Antapaccay (160 mil TMF); y en menor medida por la contribución de la ampliación de Antamina. La producción en el año 2014 aumentaría 12,3 por ciento asociado principalmente a la mayor producción de cobre (1,7 millones TMF) por la entrada en operación de los nuevos proyectos Toromocho, Las Bambas y Constancia.

Con relación a los **hidrocarburos**, se proyecta un crecimiento de 9,6 por ciento para 2013, ligeramente mayor al registrado en el reporte anterior (9,4 por ciento). Este aumento está asociado a la mayor producción de gas natural prevista en el Lote 57 de Repsol, ubicado en la cuenca del Ucayali y que cuenta con reservas entre 1 y 2 trillones de pies cúbicos, con un plan de producción estimado en 155 millones de pies cúbicos diarios, que sería atenuada por la menor producción de petróleo de Savia Perú en el Lote Z-2B en Piura, respecto a lo previsto en diciembre.



29. Los **sectores no primarios** crecieron 7,1 por ciento en año 2012, principalmente por la evolución de servicios, construcción y comercio. En el horizonte de proyección se prevé una desaceleración gradual en el ritmo de crecimiento de los sectores no primarios en línea con la moderación prevista en el crecimiento de la demanda interna. En el caso de la manufactura no primaria, su evolución estaría ligada tanto al crecimiento de la demanda interna, como a la evolución del crecimiento de las exportaciones no

tradicionales, vinculadas a su vez a la demanda mundial, la cual se recuperaría en 2014 con un efecto positivo sobre este sector. El menor dinamismo de las exportaciones textiles contribuiría a moderar el crecimiento de la manufactura no primaria. En esa línea el sector construcción continuaría su crecimiento, aunque a tasas más moderadas (luego de la recuperación en 2012), sustentado en el avance en la construcción de complejos de viviendas, centros comerciales, obras viales y de infraestructura pública, tanto en Lima como en el interior del país.





Recuadro 2 INFRAESTRUCTURA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En la literatura sobre el crecimiento económico existe el consenso de que la adecuada provisión de infraestructura es un factor determinante del crecimiento a largo plazo de una economía de mercado puesto que mejora la productividad de los factores empleados por el sector privado. La magnitud de este impacto, sin embargo, se encuentra sujeta a cierto grado de incertidumbre, se refleja en el amplio rango para las elasticidades estimadas en los principales estudios sobre el tema.

RESUMEN DE PRINCIPALES ESTUDIOS

Estudio	Países evaluados	Muestra	Variable de infraestructura	Metodología	Elasticidad
Aschauer (1989)	Estados Unidos de América	1949-1985	Gasto público en capital no militar	MCO	0,39
Munnell (1990)	Estados Unidos de América	1947-1988	Gasto público en infraestructura	MCO	0,34
Canning (1999)	57 países en desarrollo	1960-1990	Telecomunicaciones	Panel de efectos fijos	0,139
Easterly y Rebelo (1993)	28 países en desarrollo	1970-1988	Gasto en transporte y telecomunicaciones	MCO	0,16
Esfahani y Ramírez (2003)	75 países	1965-1995	Telecomunicaciones y energía	MCO 2 etapas	0,091 y 0,156
Vasquez y Bendezú (2008)	Perú	1940- 2003	Caminos	Cointegración	0,218
Rivera y Toledo (2004)	Chile	1975-2000	Inversión sectorial en infraestructura	Cointegración	0,16
Sanchez-Robles (1998)	57 países 19 países de América Latina	1970-1985	Índice de infraestructura	MCO	0,009 0,012
Davarajan, Swaroop y Zu (1996)	43 países en desarrollo	1970-1990	Gasto en transporte y telecomunicaciones	Panel de efectos fijos	-0,025
Calderón y Servén (2004b)	101 países	1960- 2000	Índice de infraestructura	Panel de efectos fijos MGM	0,0195 0,0207
Duggal, Saltzman y Klein (1999)	Estados Unidos de América	1960-1989	Gasto público en caminos y estructuras	MCO, especificación no lineal	0,27
García-Milà, McGuire y Porter (1996)	Estados Unidos de América 48 estados	1971-1983	Gasto público en agua y desagüe y autopistas	Panel de efectos fijos	-0,058 y -0,029

MCO: Mínimos cuadros ordinarios.

MGM: Método generalizado de momentos.

Fuente: Urrunaga, R. y Aparicio, L. (2012), "Infraestructura y crecimiento económico en el Perú", Santiago de Chile, Revista CEPAL N° 107.

Otra rama de la literatura examina el impacto distributivo de la provisión de infraestructura, que se genera principalmente por dos mecanismos: mediante el aumento del valor de los activos que poseen los más pobres (como la tierra o el capital humano), y mediante la reducción de los costos de transacción (por ejemplo, costos de transporte y logística) en que incurren para acceder a los mercados. Ambos factores aumentarían el ingreso de los sectores más pobres y mejorarían la distribución del ingreso, lo que puede tener efectos positivos adicionales sobre el crecimiento de largo plazo. Hay trabajos empíricos que han establecido que tanto la cantidad como la calidad de infraestructura están negativamente relacionadas con la desigualdad de ingresos, siendo más importante en los países en vías de desarrollo la cantidad que la calidad de la infraestructura. (Estache, Foster y Wodon 2002¹, Calderón y Chong 2004²).

1 Estache, Foster y Wodon 2002, "Cómo hacer que la reforma de la infraestructura en América Latina favorezca a los pobres", Santiago de Chile, Revista Cepal No. 78, Diciembre 2002.

2 Calderón, C. and Chong, A., 2004. "Volume and Quality of Infrastructure and the Distribution of Income: An Empirical Investigation." Review of Income and Wealth 50, 87-105.

El estudio de Calderón y Servén (2004)³, que analiza información de 100 países para el periodo 1960-2000, encuentra que la cantidad y la calidad de la infraestructura tienen un impacto positivo en el crecimiento económico y la distribución del ingreso.

Dicho estudio estima que el crecimiento del PBI potencial per cápita en el Perú aumentaría en 3,5 puntos porcentuales si se alcanzara la cantidad y calidad del stock de infraestructura presente en Costa Rica. De estos 3,5 puntos porcentuales, 3,0 se deberían a la cantidad de infraestructura. De alcanzarse los niveles de la República de Corea, el aumento en el crecimiento del PBI potencial per cápita sería de 5 puntos, de los cuales 4,0 se deberían a la cantidad de infraestructura.

AUMENTOS POTENCIALES DEL CRECIMIENTO DEL PBI PER CÁPITA DEBIDO A LAS MEJORAS EN LA CANTIDAD Y CALIDAD DE LA INFRAESTRUCTURA

(Puntos porcentuales)

	Mejora hasta alcanzar los niveles del primer país de América Latina y el Caribe (Costa Rica)			Mejora hasta alcanzar la mediana de los tigres de Asia Oriental (República de Corea)		
	Cantidad	Calidad	Total	Cantidad	Calidad	Total
Argentina	1,3	0,4	1,7	2,2	0,9	3,2
Bolivia	3,8	0,5	4,3	4,8	1,0	5,8
Brasil	1,5	1,4	2,9	2,4	1,9	4,4
Chile	1,3	0,0	1,3	2,3	0,6	2,8
Colombia	1,9	1,2	3,1	2,9	1,7	4,6
Costa Rica			0,0	1,0	0,5	1,5
Ecuador	2,0	1,0	3,0	3,0	1,5	4,5
El Salvador	1,6	0,4	2,1	2,6	1,0	3,6
Guatemala	3,3	0,4	3,7	4,2	0,9	5,2
Honduras	3,1	1,1	4,2	4,1	1,6	5,7
México	1,4	0,2	1,7	2,4	0,8	3,2
Nicaragua	3,4	1,4	4,8	4,4	1,9	6,3
Panamá	1,4	0,2	1,5	2,4	0,7	3,1
Perú	3,0	0,6	3,5	4,0	1,1	5,0
República Dominicana	1,3	0,1	1,4	2,3	0,7	2,9
Uruguay	0,7	0,4	1,1	1,7	0,9	2,6
Venezuela	1,1	0,4	1,4	2,0	0,9	2,9

Fuente: Calderón y Servén 2004b.

En un estudio específico para Perú, Vásquez y Bendezú (2008)⁴ encontraron que un aumento de 1 por ciento de la infraestructura vial tiene un impacto de 0,218 puntos porcentuales sobre el PBI nacional. Otro estudio de Urrunaga y Aparicio (2012)⁵ analiza el impacto regional de la infraestructura y encuentra que la infraestructura de servicios públicos (carreteras, electricidad y telecomunicaciones) resulta relevante para explicar las diferencias transitorias en el producto regional; sin embargo, esta evidencia no es contundente sobre la incidencia regional de largo plazo.

De otro lado, el libro de Richard Webb titulado "Conexión y despegue rural"⁶ muestra evidencia de los progresos obtenidos en los ingresos rurales y la reducción del grado de aislamiento de la población

3 Calderón, C. y L. Servén (2004b), "The effects of infrastructure development on growth and income distribution", Documentos de trabajo, N° 270, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, septiembre.

4 Vásquez, A. y L. Bendezú (2008), Ensayos sobre el rol de la infraestructura vial en el crecimiento económico del Perú, Lima, Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES) y Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

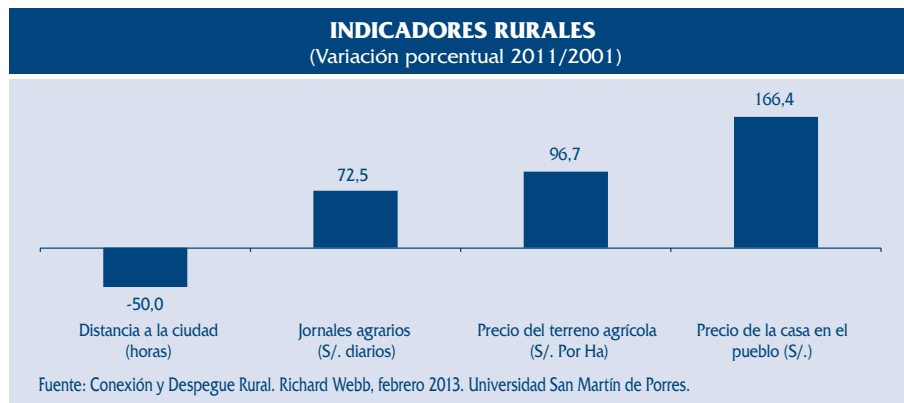
5 Urrunaga, R. y Aparicio, L (2012), "Infraestructura y crecimiento económico en el Perú", Santiago de Chile, Revista CEPAL N° 107.

6 Webb, Richard (2013), Conexión y Despegue Rural, Universidad San Martín de Porres.

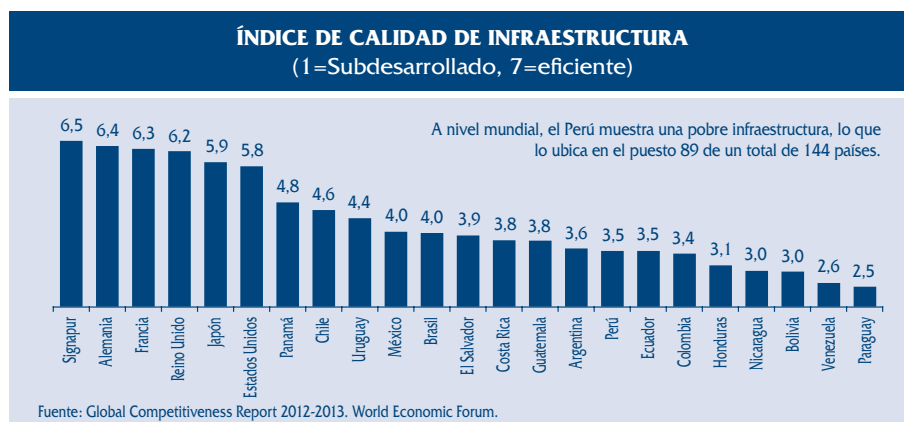




rural desde los años noventa, con una aceleración en la década pasada como consecuencia de la conexión directa generada por una nueva plataforma comunicativa, a través de mejoras en la red vial y la masificación del teléfono celular e internet. Al comparar indicadores para una muestra de 176 distritos en la zona rural entre 2001 y 2011 se observa una reducción a la mitad en el tiempo de recorrido a la ciudad más cercana, un aumento de 72,5 por ciento en los jornales agrarios, un aumento de 96,7 por ciento en el precio del terreno agrícola y un incremento del 166 por ciento en el precio de una casa en un pueblo. Estos hechos posibilitaron la articulación del territorio con mercados más dinámicos, así como una rápida electrificación, alfabetización y el acceso a tener un documento nacional de identidad. La conexión indirecta también explica la mejora de la calidad de los servicios públicos de educación y salud.

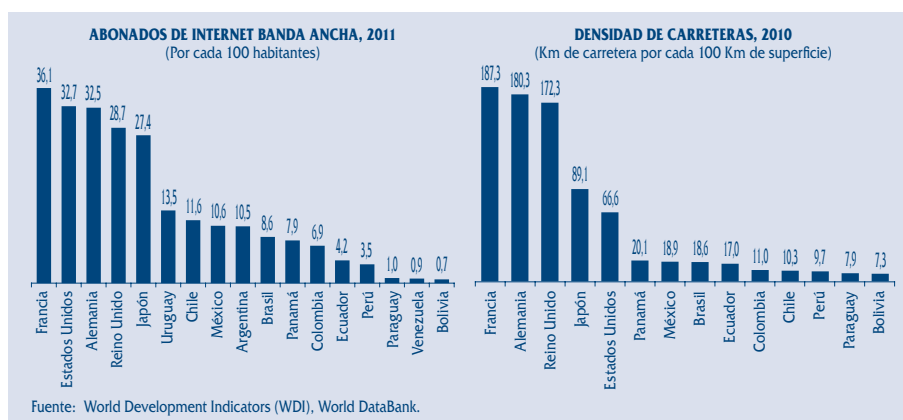


La provisión de infraestructura en el Perú ha aumentado en las últimas dos décadas. De acuerdo a PROINVERSIÓN, durante los años 1991-1999 los procesos de privatización y concesión comprometieron inversiones por US\$ 6 867 millones; mientras que en el periodo 2000 - 2012, estos compromisos de inversión para proyectos de infraestructura fueron por US\$ 14 015 millones (redes viales, IIRSA, puertos, aeropuertos, líneas de transmisión eléctrica, generadoras eléctricas hidráulicas y a gas natural, entre otros).



No obstante estos desarrollos favorables, la disponibilidad de infraestructura de calidad en el Perú resulta inferior a la existente en países de la región. Según el índice de calidad de infraestructura del World Economic Forum (2012- 2013), el Perú se ubica con un puntaje de 3,5 (de un máximo de 7 puntos), por debajo de varios países de la región como México, Brasil, Uruguay y Argentina pero por encima de Colombia.

Las limitaciones en la infraestructura nacional se evidencian en la escasa penetración del Internet de banda ancha (3,5 líneas por cada 100 habitantes frente a las 11,6 de Chile o 36,1 de Francia) y la baja densidad de carreteras (9,7 kilómetros por cada 100 kilómetros cuadrados de superficie). Esta situación limita la conectividad en el país reduciendo el alcance del mercado y la capacidad de la población para realizar intercambios beneficiosos.



Asimismo, el desarrollo de la infraestructura enfrenta dificultades específicas que no se encuentran en otros sectores, ya sea por el mayor monto que se debe invertir al inicio del proyecto o por el mayor tiempo requerido para el retorno de la inversión. Así, muchos proyectos tienen un largo período de gestación, riesgos de construcción y beneficios concentrados en el mediano y largo plazo; riesgos de desaprobación social en las regiones involucradas en los proyectos, riesgos medioambientales, así como la incertidumbre en torno a la demanda.

Por ello, es fundamental impulsar el desarrollo de la infraestructura y mejorar continuamente la institucionalidad y las prácticas en las concesiones realizadas en el país a través de asociaciones público-privadas (APP). Al respecto cabe indicar que, según The Economist Intelligence Unit⁷, el Perú, junto con Chile, Brasil y México, ofrece las mejores condiciones para el desarrollo de APP en la región⁸.

Asimismo el país debe aprovechar sus factores de atracción de capitales (fundamentos macroeconómicos, oportunidades de inversión) y el entorno externo favorable (bajas tasas de interés internacionales, abundante liquidez) a fin de conseguir recursos financieros en el mercado

7 Infrascopio 2012 América Latina y el Caribe, Publicado por encargo de FOMIN-BID, Febrero 2013.

8 Dicha evaluación comprendió el entorno normativo, institucional, madurez operativa, clima general de inversiones y facilidades financieras.





internacional en condiciones ventajosas y menor costo, para el desarrollo de la infraestructura que favorece al crecimiento económico.

Por el lado de los gobiernos sub nacionales, se tiene que dinamizar la participación privada en la provisión de la infraestructura. Los mayores recursos provenientes del canon y regalías, así como de la baja capacidad de ejecución de sus presupuestos, deben orientarse hacia el cofinanciamiento de proyectos de infraestructura a través de las APP. Asimismo, tienen que dinamizar la participación privada en la provisión de infraestructura en el ámbito regional y local, a través del mecanismo de obra por impuestos.

Recientemente se han tomado medidas para promover el desarrollo de las APP, como la publicación del reglamento de las iniciativas privadas cofinanciadas priorizadas; la posibilidad de flexibilización de los plazos de ley de las APP, los cuales pueden ser ahora modificados a fin de agilizar los procesos de concesión, y el fortalecimiento institucional de PROINVERSIÓN como ente promotor de la inversión privada. Se espera que estas medidas faciliten el desarrollo de la infraestructura y dinamicen el proceso de concesiones, a través de las APP.

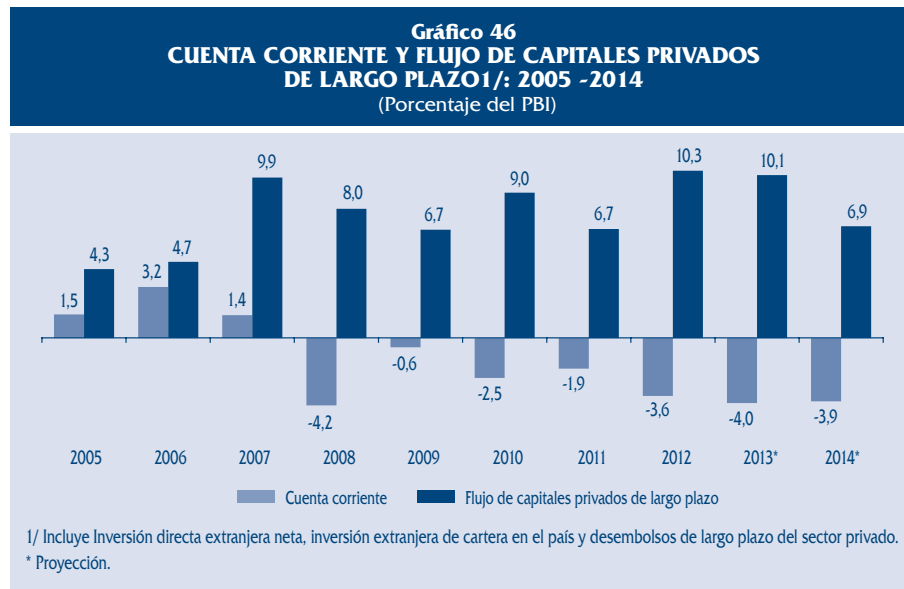
III. Balanza de Pagos

30. En el año 2012 la **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de 3,6 por ciento del PBI (US\$ 7,1 mil millones), cifra superior al déficit de 1,9 por ciento del PBI en 2011. Este resultado refleja la reducción en algo más de la mitad del superávit de la balanza comercial, el cual pasó de US\$ 9,3 mil millones en 2011 a US\$ 4,5 mil millones en 2012, como consecuencia de la disminución de los términos de intercambio, el menor crecimiento en el volumen de exportaciones y el alto dinamismo de las importaciones en un entorno de un mayor ritmo de expansión de la demanda interna.

No obstante, el financiamiento externo excedió largamente los requerimientos del déficit de la cuenta corriente por la importante entrada de capitales de largo plazo del sector privado, alcanzando los US\$ 20,6 mil millones en el año, cifra sustancialmente superior a la observada en 2011 (US\$ 12,0 mil millones). Este mayor influjo estuvo asociado con la mayor inversión directa destinada a la ejecución de importantes proyectos de inversión, así como con un mayor financiamiento de las empresas locales en los mercados internacionales de deuda. De esta manera, el resultado de la balanza de pagos fue positivo en US\$ 14,8 mil millones, lo que contrasta con los US\$ 4,7 mil millones registrados en 2011.

Cuadro 19 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$)						
	2011	2012	2013*		2014*	
			Ri Dic.12	Ri Mar.13	Ri Dic.12	Ri Mar.13
I. CUENTA CORRIENTE	-3 341	-7 136	-7 990	-8 877	-7 983	-9 385
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,9	-3,6	-3,7	-4,0	-3,4	-3,9
1. Balanza comercial	9 302	4 527	3 965	2 771	5 439	3 002
a. Exportaciones	46 268	45 639	48 425	47 082	54 608	51 913
b. Importaciones	-36 967	-41 113	-44 460	-44 311	-49 169	-48 911
2. Servicios	-2 132	-2 258	-2 020	-2 063	-2 422	-2 502
3. Renta de factores	-13 710	-12 701	-13 415	-13 069	-14 611	-13 670
4. Transferencias corrientes	3 200	3 296	3 480	3 485	3 610	3 784
Del cual: Remesas del exterior	2 697	2 788	2 959	2 964	3 073	3 218
II. CUENTA FINANCIERA	8 065	21 963	12 990	21 377	11 483	13 385
Del cual:						
1. Sector privado	7 185	20 277	12 050	21 168	11 670	13 172
a. Largo plazo	9 620	16 349	10 545	16 999	10 115	11 072
b. Corto plazo 1/	-2 435	3 929	1 505	4 169	1 556	2 100
2. Sector público 2/	880	1 685	940	209	-187	213
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	4 724	14 827	5 000	12 500	3 500	4 000
Nota:						
PBI (Miles de millones de dólares)	177	200	218	221	237	240
1/ Incluye errores y omisiones netos.						
2/ Incluye financiamiento excepcional.						
Ri: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						



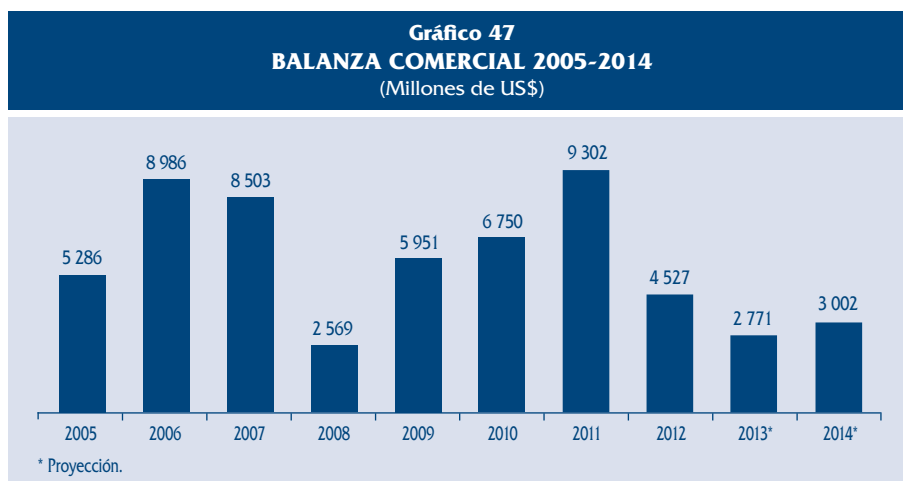


31. Para **2013** se revisa al alza el déficit en cuenta corriente de 3,7 por ciento del PBI en el reporte previo a 4,0 por ciento del PBI en la proyección actual, en línea con la revisión del crecimiento de la demanda interna. Este mayor déficit se asocia al menor superávit comercial previsto para el año; compensado parcialmente por menores egresos por renta de factores ante las menores utilidades esperadas en el sector minero. En tanto, para **2014** se proyecta un mayor déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de diciembre, de 3,4 a 3,9 por ciento del producto.

32. La **balanza comercial** para el año 2012 alcanzó los US\$ 4,5 mil millones, monto sustancialmente menor al resultado de 2011, afectada por el bajo dinamismo de los sectores primarios que se tradujo en un crecimiento casi nulo en el volumen de exportaciones tradicionales, así como la contracción en los precios de nuestros principales metales de exportación y el incremento en la cotización de los alimentos importados.

Para 2013 se revisa a la baja el superávit comercial de US\$ 4,0 mil millones en el Reporte de diciembre a US\$ 2,8 mil millones en el Reporte actual. Ello se explica por los menores volúmenes de exportaciones, tanto de productos tradicionales como de productos no tradicionales; mayores volúmenes de importaciones y deterioro en la cotización de cobre y oro.

En esa misma línea, para 2014 se revisa a la baja la balanza comercial de US\$ 5,4 mil millones a US\$ 3,0 mil millones, asociado al menor crecimiento en el volumen de exportaciones tradicionales; principalmente de productos mineros.



Cuadro 20
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
EXPORTACIONES	46 268	45 639	48 425	47 082	54 608	51 913
De las cuales:						
Productos tradicionales	35 837	34 247	36 081	35 179	40 915	38 564
Productos no tradicionales	10 130	11 047	12 126	11 504	13 475	12 920
IMPORTACIONES	36 967	41 113	44 460	44 311	49 169	48 911
De las cuales:						
Bienes de consumo	6 692	8 247	9 353	9 184	10 645	10 560
Insumos	18 255	19 256	19 945	20 485	21 659	21 953
Bienes de capital	11 665	13 356	14 950	14 377	16 730	15 986
BALANZA COMERCIAL	9 302	4 527	3 965	2 771	5 439	3 002

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

33. Las **exportaciones** en 2012 alcanzaron los US\$ 45,6 mil millones, cifra inferior en US\$ 629 millones con respecto al monto exportado en 2011; principalmente por la caída en las ventas de oro de las empresas comercializadoras ante las medidas del gobierno orientadas a erradicar la actividad informal en la extracción y comercialización de este mineral (el volumen de exportaciones de oro a través de Aduanas disminuyó de 6,4 a 5,7 millones de onzas entre 2011 y 2012, diferencia que representa un valor por exportaciones cercano a los US\$ 1 200 millones); así como las menores cotizaciones de algunos *commodities* mineros como cobre, zinc y plomo. Esto fue parcialmente compensado por los mayores volúmenes de productos no tradicionales, con excepción de los productos textiles y pesqueros, cuyos envíos a Estados Unidos y Europa sufrieron una contracción importante.





Cuadro 21 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)						
	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
1. Valor:						
a. Exportaciones	30,1	-1,4	5,7	3,2	12,8	10,3
Productos tradicionales	29,5	-4,4	4,6	2,7	13,4	9,6
Productos no tradicionales	32,6	9,1	10,5	4,1	11,1	12,3
b. Importaciones	28,3	11,2	7,5	7,8	10,6	10,4
2. Volumen:						
a. Exportaciones	8,5	2,2	7,8	4,2	10,7	9,5
Productos tradicionales	5,2	0,4	7,5	3,9	11,6	9,6
Productos no tradicionales	20,2	9,0	8,3	5,2	8,3	9,1
b. Importaciones	12,8	9,5	9,1	9,2	9,6	9,6
3. Precio:						
a. Exportaciones	20,0	-3,3	-1,9	-1,0	1,9	0,7
Productos tradicionales	22,9	-4,6	-2,7	-1,1	1,6	0,0
Productos no tradicionales	10,4	0,3	2,0	-1,0	2,6	3,0
b. Importaciones	13,8	1,7	-1,5	-1,3	0,9	0,7

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

34. Para **2013** las exportaciones alcanzarían los US\$ 47,1 mil millones, monto inferior al previsto en el Reporte de diciembre (US\$ 48,4 mil millones) debido a la revisión a la baja en el crecimiento del volumen de las exportaciones de 7,8 por ciento en el Reporte de diciembre a 4,2 por ciento en el Reporte actual. Esta revisión se sustenta en menores exportaciones de oro ante la contracción esperada en la producción de Yanacocha, de café, de harina de pescado, y menores embarques de productos textiles a Venezuela. Cabe señalar que en el crecimiento de las exportaciones este año impactaría positivamente las operaciones del proyecto Antapaccay, así como la puesta en marcha de los proyectos Santander de Trevali (zinc), Pucamarca de Minsur (oro) y Alpamarca de Volcan (plata).



35. Para **2014** las exportaciones ascenderían a US\$ 51,9 mil millones, menores a lo previsto en el Reporte de diciembre (US\$ 54,6 mil millones), como consecuencia de la trayectoria descendente esperada en la producción de oro ante las menores leyes de mineral en las operaciones actuales así como la revisión a la baja en la cotización de oro. Esta proyección

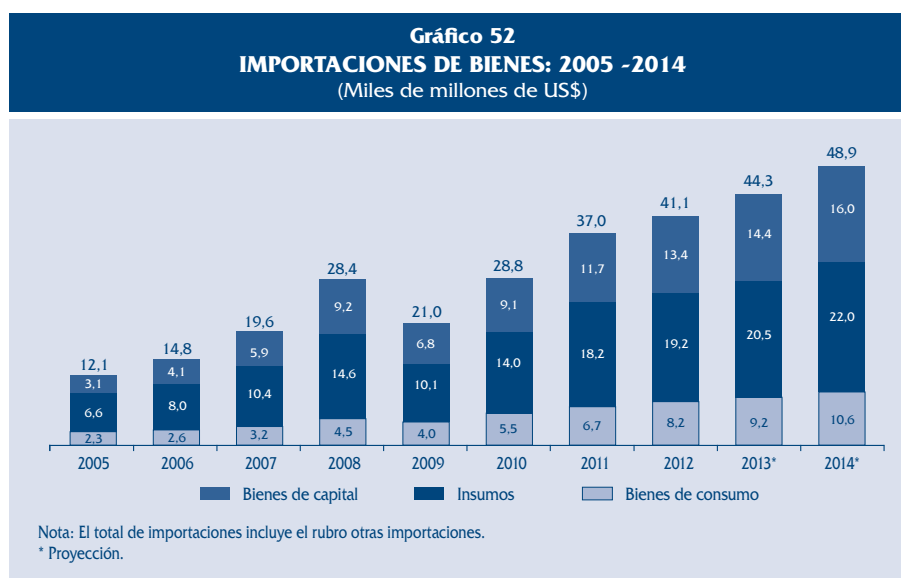
considera la entrada en operaciones de los proyectos Toromocho (Junín), Las Bambas (Apurímac) y Constanza (Cusco), que en conjunto representarían una producción de más de 700 mil toneladas métricas finas de cobre cuando operen a plena capacidad.





36. Las **importaciones** durante 2012 alcanzaron los US\$ 41,1 mil millones, monto superior en 11,2 por ciento respecto al valor importado durante 2011. Esto reflejó la expansión de la demanda interna, impulsando en forma particular el volumen de importaciones de bienes de consumo y de capital.

Para 2013 se prevén US\$ 44,3 mil millones de importaciones, lo que implicaría un crecimiento de volumen de 9,2 por ciento respecto a 2012, ligeramente superior al previsto en diciembre, como consecuencia de un mayor impulso en la actividad económica, lo que sería parcialmente atenuado por el menor ritmo de crecimiento en las importaciones de insumos ante la desaceleración prevista en la industria no primaria. Para 2014 se prevé importaciones por US\$ 48,9 mil millones, consistente con un crecimiento del volumen de 9,6 por ciento, similar al previsto en el Reporte de diciembre.



Términos de intercambio y precios de *commodities*

37. Durante 2012, los términos de intercambio bajaron alrededor de 5 por ciento debido a la caída de los precios de exportación y al aumento de los precios de productos de importación. La caída anual de los términos de intercambio reflejó la evolución del primer semestre, principalmente, cuando se registraron caídas en algunos precios internacionales de metales. En la segunda mitad del año, los términos se recuperaron parcialmente, en línea con la corrección a la baja de los precios de alimentos. Se estima que para el resto del año, los términos aumenten levemente, implicando un aumento de 0,3 por ciento en 2013.

Cuadro 22
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Datos promedios anuales)

	2011	2012	2013*		2014*		
			Ene-Feb	RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
Términos de intercambio	5,4	-4,9	0,6	-0,5	0,3	1,0	0,0
Precios de Exportaciones	20,0	-3,3	0,1	-1,9	-1,0	1,9	0,7
Cobre (ctv US\$ por libra)	400	361	366	365	359	366	360
Zinc (ctv US\$ por libra)	100	88	94	90	91	94	93
Plomo (ctv US\$ por libra)	109	94	107	98	103	99	103
Oro (US\$ por onza)	1 570	1 670	1 650	1 720	1 608	1 720	1 600
Precios de Importaciones	13,8	1,7	-0,5	-1,5	-1,3	0,9	0,7
Petróleo (US\$ por barril)	95	94	95	90	93	90	92
Trigo (US\$ por TM)	280	276	281	331	276	324	280
Maíz (US\$ por TM)	262	273	280	276	256	245	222
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 191	1 125	1 085	1 096	1 104	1 125	1 110

Gráfico 53
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN
Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2007 - FEBRERO 2013
(1994=100)

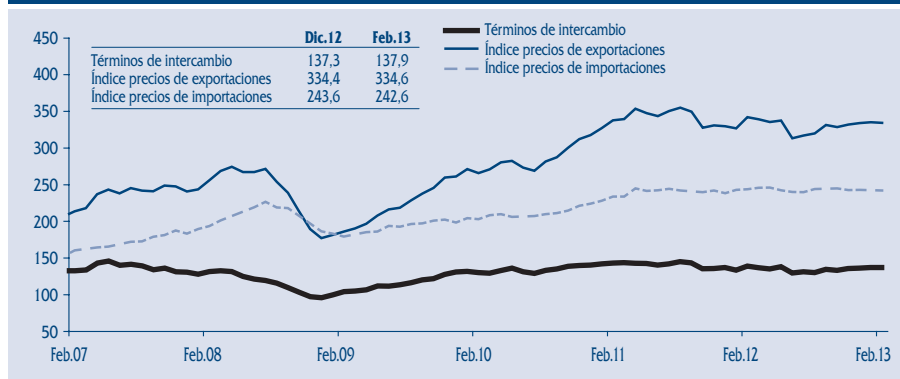


Gráfico 54
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variaciones porcentuales)





Durante las primeras seis semanas del año, las cotizaciones se vieron favorecidas por las expectativas de recuperación económica en las principales economías desarrolladas, sustentadas en indicadores positivos de actividad en Estados Unidos y en China, y en el desempeño favorable de las bolsas tras la publicación de resultados corporativos favorables en su mayoría.

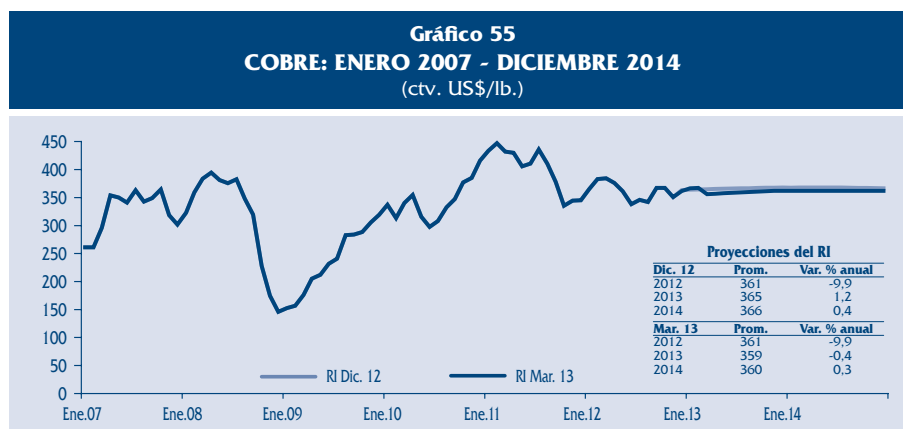
La tendencia se revirtió a partir de la segunda quincena de febrero debido a la incertidumbre en torno a la eurozona tras las elecciones en Italia, a la falta de acuerdo en materia fiscal en Estados Unidos y a las medidas adoptadas por China para reducir las presiones en el mercado inmobiliario, así como el anuncio de sus metas para 2013.

Cobre

38. En 2012, el precio del **cobre** se redujo 9,9 por ciento, alcanzando una cotización promedio anual de US\$/lb. 3,60. En los dos primeros meses de 2013, el precio del metal aumentó 1,6 por ciento, cerrando febrero con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 3,66. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de ese mes, el precio del cobre se redujo rápidamente cerrando el mes en US\$/lb. 3,55.

La corrección del precio del cobre a partir de la segunda quincena de febrero estuvo asociada principalmente a la decisión del gobierno de China de adoptar medidas para frenar la especulación en su mercado inmobiliario. Este factor se da en un contexto de mejores perspectivas de producción de refinados y de incremento en la producción de mina que se inició a mediados de 2012, en especial en Chile e Indonesia. Ello se reflejó en un incremento de los inventarios mundiales de cobre; en especial, los almacenes de Shanghai han continuado registrando niveles elevados de inventarios.

En este sentido, para el horizonte de proyección, se espera un superávit del mercado de cobre mayor al esperado a inicios de año y altos niveles de inventarios. Ello compensaría el ligero incremento esperado en la demanda proveniente de China. En línea con estos factores, se estima que los precios se ubiquen ligeramente por debajo de lo proyectado en el Reporte de Inflación pasado.

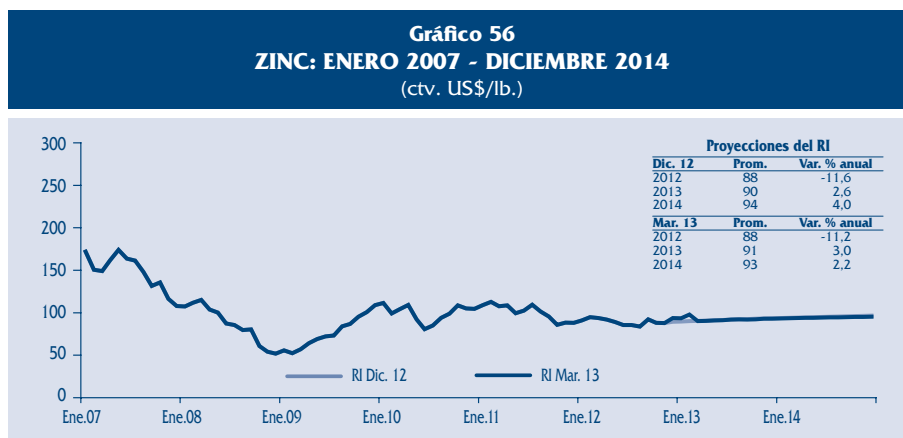


Zinc

39. El precio promedio del **zinc** fue US\$ 0,88 por libra en 2012, reflejando una caída anual de 11,2 por ciento. En los dos primeros meses de 2013, la cotización del zinc se ha recuperado 4,4 por ciento, cerrando febrero con un nivel promedio mensual de US\$ 0,97 por libra.

La reducción de 2012 reflejó las condiciones holgadas en el mercado mundial, que mostró un superávit global por sexto año consecutivo e inventarios mundiales al alza. Estos resultados son consistentes con el incremento de la producción minera y con la caída de la demanda, afectada por la contracción económica en Europa y el menor uso en China. En los primeros meses del año la tendencia se revirtió ante la expectativa de una reducción de la producción de zinc refinado (en respuesta a los bajos precios). Sin embargo, hacia mediados de febrero se vieron afectados por los eventos de la Eurozona, Estados Unidos y China señalados anteriormente.

Los fundamentos del mercado del zinc continúan señalando un mercado holgado, aunque en el mediano plazo se estima que la producción de zinc refinado no se recupere al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza. Se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se mantenga relativamente estable y en niveles similares a los estimados en el anterior Reporte de Inflación.



Oro

40. La cotización del oro se incrementó 6,4 por ciento en 2012, cerrando el año con una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 670. Sin embargo, en los dos primeros meses de 2013, el precio del oro disminuyó 3,4 por ciento, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 627 en febrero.

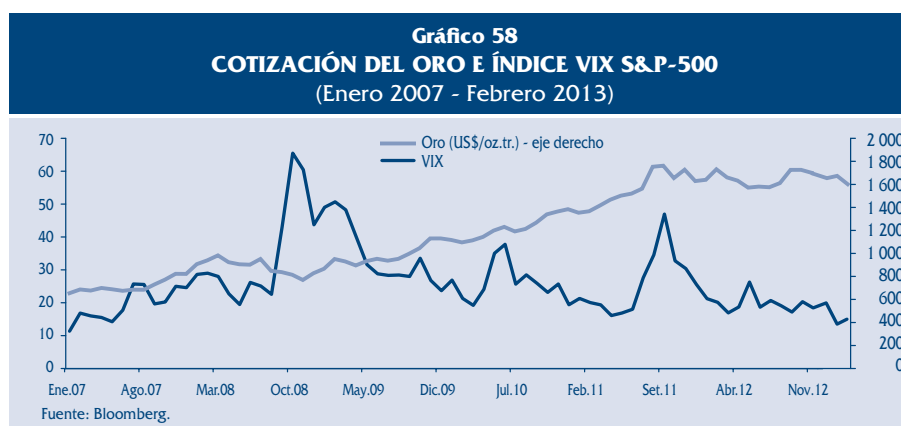
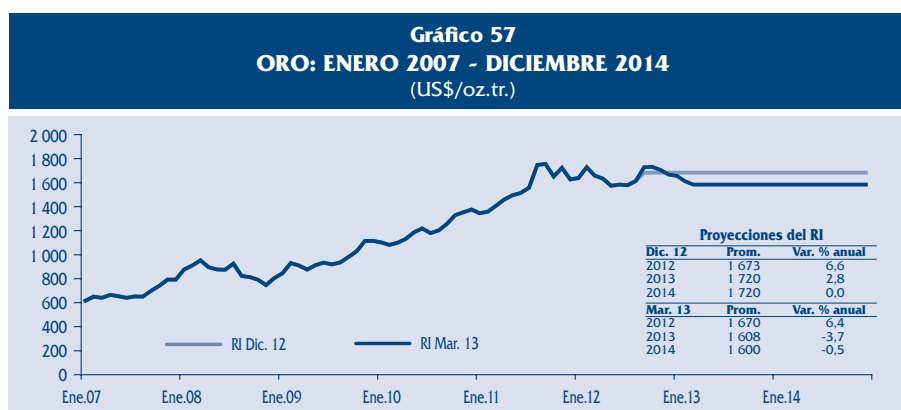
El comportamiento descendente del oro se sustentó en la venta récord de fondos de inversión por parte de inversionistas que recompusieron su portafolio hacia títulos





de renta variable. Esta demanda de inversión se contrajo tras haber crecido 51 por ciento en 2012. También afectó la menor demanda de India, en especial de joyería y el estancamiento de la demanda de China. En India, la demanda se habría contraído tras el aumento de los impuestos a las importaciones de oro.

Se estima que el precio del oro se mantenga alrededor de los niveles actuales, y por debajo de lo estimado en el Reporte de Inflación anterior. Esta proyección, en línea con los datos ejecutados, se sustenta en las expectativas de baja inflación global. Sin embargo, la concreción de algunos factores de riesgo reseñados en este reporte, podría generar un incremento en la aversión al riesgo y una mayor demanda de oro como activo de refugio.



Cuenta financiera

41. Durante 2012 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** ascendió a US\$ 16,3 mil millones, representando un flujo de 8,2 por ciento del PBI. Este monto fue mayor al observado en 2011 principalmente por la mayor inversión directa extranjera en el país y el mayor financiamiento del sector no financiero local a través de emisiones

de bonos en los mercados internacionales; lo que fue parcialmente atenuado por el mayor flujo observado de capitales al exterior por parte de inversionistas institucionales locales.

Cuadro 23
CUENTA FINANCIERA DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

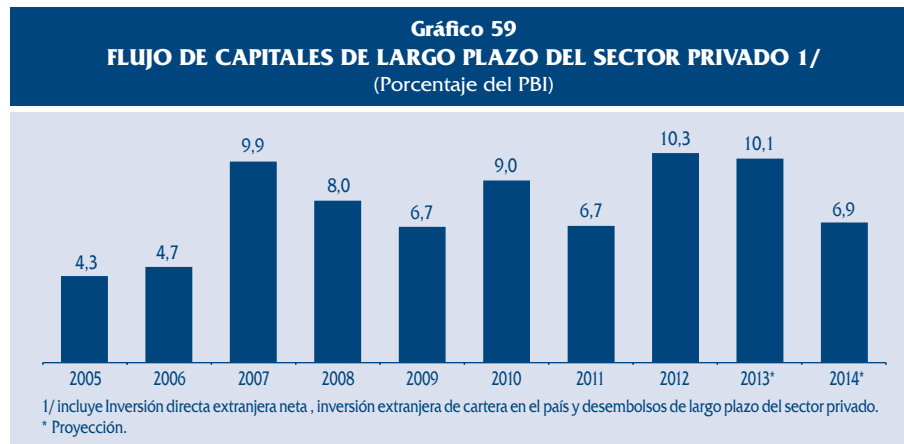
	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
I. ACTIVOS	-1 298	-2 477	-4 123	-4 209	-4 141	-4 396
Inversión directa en el extranjero	-113	57	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-1 185	-2 534	-4 123	-4 209	-4 141	-4 396
II. PASIVOS	10 918	18 826	14 668	21 209	14 256	15 468
Inversión directa extranjera en el país	8 233	12 240	8 171	10 841	9 336	9 404
Préstamos de largo plazo	2 787	5 011	4 182	6 072	2 554	3 694
Sector financiero	1 696	2 988	3 365	3 365	1 666	1 666
Sector no financiero	1 091	2 023	817	2 706	888	2 028
Inversión extranjera de cartera en el país	-102	1 575	2 316	4 295	2 366	2 369
III. FLUJO NETO	9 620	16 349	10 545	16 999	10 115	11 072
<i>Porcentaje del PBI</i>	5,4	8,2	4,8	7,7	4,3	4,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Durante 2013 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendería a US\$ 17,0 mil millones, monto similar al de 2012 pero superior al previsto para este año en el Reporte de diciembre (US\$ 10,5 mil millones). Esta revisión al alza se explica por el mayor flujo de financiamiento externo esperado para algunos proyectos de inversión de gran envergadura como Toromocho, cuya inversión total pasaría de US\$ 2 200 millones a US\$ 3 500 millones. Asimismo se espera una mayor inversión extranjera de cartera, tanto por emisiones de bonos en el exterior como por mayores participaciones de capital de fondos de inversión extranjeros en el mercado local. Este mayor influjo sería parcialmente atenuado por mayores salidas de las AFP respecto al año 2012 ante el incremento en el límite de inversiones en el exterior de 30 por ciento a 34 por ciento en febrero de este año.

Para 2014 se proyecta un flujo positivo de US\$ 11,1 mil millones, equivalente a 4,6 por ciento del PBI y ligeramente superior a lo previsto en diciembre, lo que se sustenta en el aumento del requerimiento de financiamiento externo para la ejecución de proyectos de inversión privada, y sustitución de financiamiento interno por externo por parte del sector no financiero en un contexto de condiciones favorables y alta liquidez en los mercados financieros internacionales. La moderación observada en 2014, con respecto al año 2013, se explica parcialmente por el término del periodo de construcción de algunos grandes proyectos de inversión cuyo inicio de operaciones está programado para dicho año.

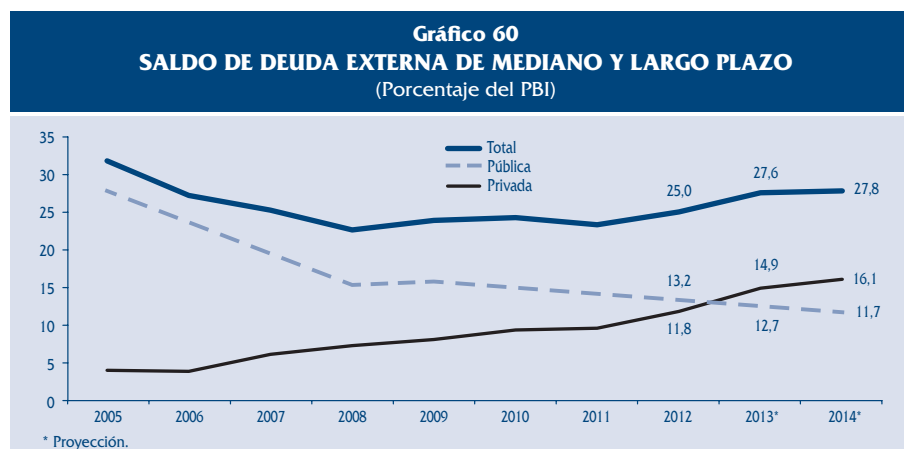




42. Por su parte, la **cuenta financiera del sector público** tuvo un flujo positivo de US\$ 1,7 mil millones en 2012, en gran medida explicado por la adquisición de bonos soberanos por parte de no residentes, pasando su participación de 45 por ciento en 2011 a 55 por ciento en 2012.

Para 2013 se prevé un flujo positivo de US\$ 209 millones, lo que contrasta con los US\$ 940 millones previstos en el Reporte de diciembre. Esto se explica por mayores salidas ante el prepago de deuda externa por US\$ 1 679 millones previsto para el primer semestre; compensado por las compras de bonos soberanos por no residentes y la colocación de deuda del Fondo Mi Vivienda por un monto total de US\$ 500 millones.

43. Con ello, el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo pasaría de 25,0 por ciento del PBI en 2012 a 27,8 por ciento en 2014. La tendencia creciente observada en el endeudamiento externo del sector privado, que pasaría de 11,8 por ciento del PBI en 2012 a 16,1 por ciento del PBI en 2014 resultaría en que por primera vez éste sea superior al del sector público. En la proyección, la deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 13,2 por ciento del PBI en 2012 a 11,7 por ciento del PBI en 2014.



44. Durante 2012 el **flujo de capitales externos de corto plazo** mostró una reversión, desde una salida de US\$ 1,3 mil millones en 2011 a un flujo positivo de US\$ 2,2 mil millones. Para el horizonte de proyección se prevé una trayectoria decreciente en este agregado. Para 2013 y 2014 se proyecta un influjo de adeudados bancarios por US\$ 1,3 mil millones y US\$ 700 millones respectivamente, cifras menores a lo observado en 2012 (US\$ 2 016 millones) como consecuencia de la moderación esperada del fondeo externo ante el panorama internacional y las medidas de encaje adoptadas por el Banco Central para atenuar el impacto del influjo de capitales sobre la expansión del crédito.
45. La acumulación de reservas internacionales ha permitido continuar reduciendo la vulnerabilidad ante eventos de reducción abrupta del financiamiento externo. De esta manera, las reservas representan el 34 por ciento del PBI, cubren más de 5 veces el adeudado externo de corto plazo y el 95 por ciento del total de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado (liquidez total).

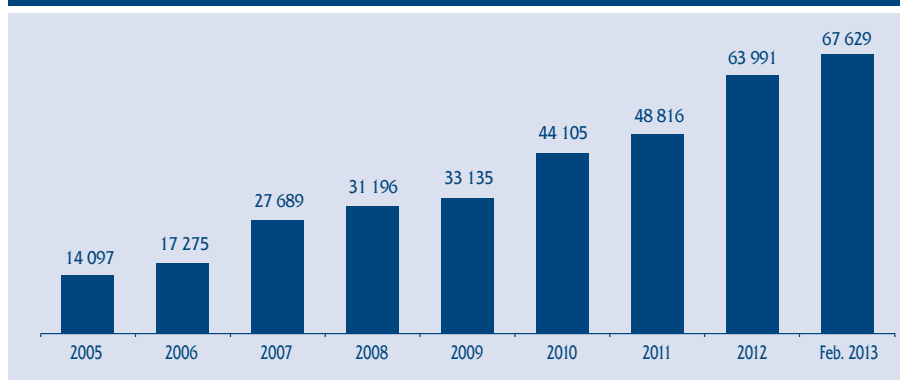
Cuadro 24
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	Feb.03	Feb.08	Feb.13
Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$)	10 277	32 306	67 629
Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$)	3 468	25 140	47 877
RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) 1/	18,1	30,1	33,9
RIN / Deuda externa de corto plazo (número de veces) 2/	2,3	3,4	5,5
RIN / Liquidez total (porcentaje)	82,8	109,1	94,9

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

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

Gráfico 61
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2005 - FEB.2013
(Millones de US\$)

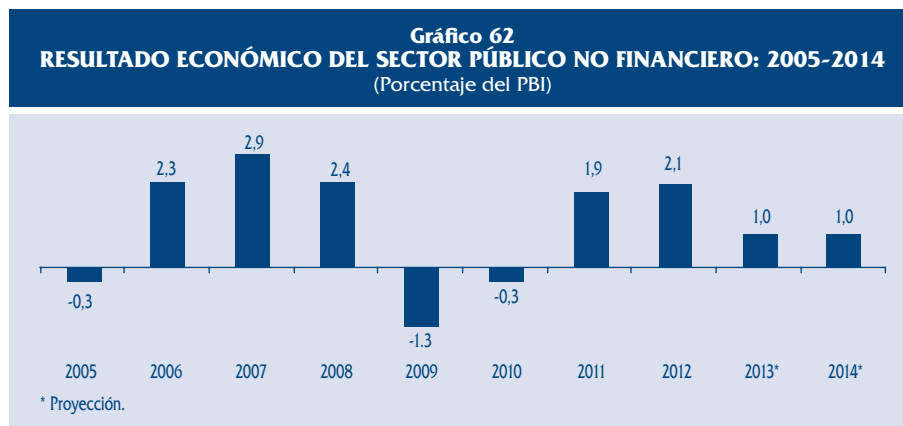




IV. Finanzas públicas

46. El **sector público no financiero** alcanzó en el año 2012 un superávit económico de S/. 11,1 mil millones, lo que representó un 2,1 por ciento del PBI, ligeramente superior al 1,9 por ciento obtenido en 2011. Este incremento obedece, de un lado, al aumento de los ingresos corrientes del gobierno general, que registraron un crecimiento real de 7,3 por ciento, y al mayor resultado primario de las empresas públicas no financieras; lo que fue parcialmente atenuado por el crecimiento real del gasto no financiero del gobierno general en 8,0 por ciento. Cabe destacar que este incremento del gasto se asoció fundamentalmente a una mayor ejecución en la formación bruta de capital (16,0 por ciento), en tanto que los gastos corrientes mostraron una expansión de 5,2 por ciento en términos reales, principalmente por mayores gastos en bienes y servicios de los gobiernos sub nacionales.
47. Para **2013 y 2014** se ha revisado a la baja el resultado económico de 1,1 por ciento del PBI en el Reporte de diciembre a 1,0 por ciento del PBI en la actual proyección. Este menor resultado obedece a la menor recaudación prevista ante los menores precios internacionales de nuestros principales productos de exportación, así como mayores gastos corrientes del gobierno general. Esta proyección toma en cuenta mayores incrementos en remuneraciones, así como mayores contrataciones de personal, ambos aprobados en el Presupuesto 2013.

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



Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	21,0	21,6	21,7	21,6	21,7	21,6
<i>Variación % real</i>	13,6	7,3	6,5	5,8	6,6	6,8
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	18,1	18,7	19,5	19,6	19,6	19,7
<i>Variación % real</i>	1,7	8,0	10,6	11,2	7,0	7,1
Del cual:						
Gasto corriente	13,0	13,1	13,5	13,6	13,3	13,5
<i>Variación % real</i>	7,1	5,2	9,4	9,8	5,6	5,9
Formación bruta de capital	4,7	5,2	5,7	5,7	5,9	5,8
<i>Variación % real</i>	-8,1	16,0	11,7	14,8	10,7	10,0
3. Otros	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	3,0	3,2	2,2	2,0	2,1	1,9
5. Intereses	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
6. Resultado económico	1,9	2,1	1,1	1,0	1,1	1,0
Nota (miles de millones de S/.):						
1. Ingresos corrientes del gobierno general	102	114	123	123	133	134
2. Gastos no financieros del gobierno general	88	98	111	112	120	122
3. PBI nominal	487	526	568	569	616	620
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.						
2/ Incluye el gasto devengado por las compensaciones netas al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).						
RI: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						

Evolución de los ingresos fiscales

48. Los ingresos corrientes del gobierno general durante el año 2012 ascendieron a 21,6 por ciento del PBI, mayores en 0,6 puntos porcentuales a lo obtenido en 2011, lo que se explicó principalmente por aumentos en el Impuesto a la Renta, tanto de personas naturales como jurídicas; e Impuesto General a las Ventas (IGV). También contribuyeron los mayores montos que se percibieron por traslado de deducciones de las cuentas del Banco de la Nación al Tesoro Público, así como otros ingresos asociados a la actividad minera. Durante el año 2012 se recaudó por concepto de regalías mineras, Impuesto Especial a la Minería (IEM) y Gravamen Especial a la Minería (GEM) la suma de S/. 1 968 millones, representando un crecimiento de 90 por ciento respecto a lo percibido por esos mismos conceptos en 2011 (S/. 1 035 millones), año en que se dictó las normas.

Cabe indicar que la SUNAT implementó diversas campañas de formalización a sectores donde se detectaron altos grados de evasión tributaria y realizó operaciones de control al traslado de mercancías y verificación de entrega de comprobantes de pago en establecimientos de venta al público. También se extendió el ámbito de aplicación del sistema de deducciones a otros sectores como el de minerales metálicos no auríferos y minerales no metálicos.





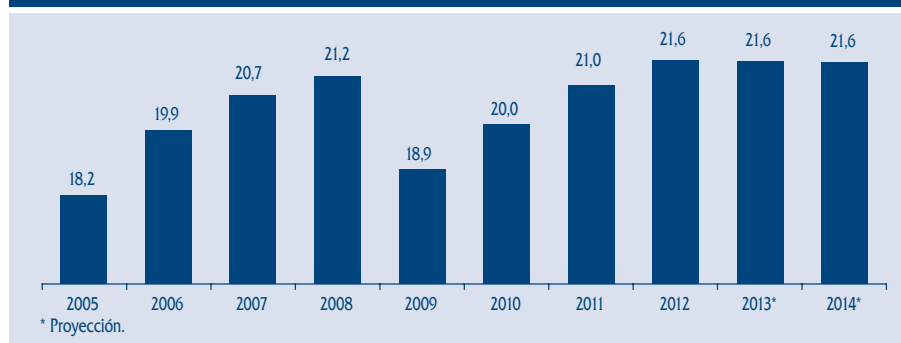
Cuadro 26
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,9	16,4	16,5	16,2	16,5	16,3
Impuesto a la Renta	6,9	7,1	7,3	6,9	7,3	7,0
Impuesto General a las Ventas	8,3	8,4	8,5	8,5	8,5	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Devoluciones de impuestos	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,1	5,2	5,1	5,3	5,1	5,3
TOTAL	21,0	21,6	21,7	21,6	21,7	21,6

RI: Reporte de Inflación.

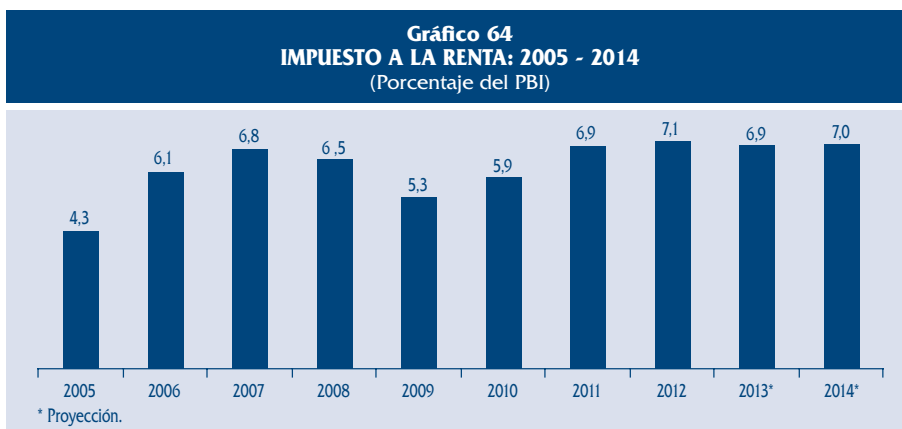
* Proyección.

Gráfico 63
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2005 - 2014
(Porcentaje del PBI)



49. Para el año **2013** se ha revisado a la baja el crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 6,5 por ciento en el Reporte previo a 5,8 por ciento en el Reporte actual, explicada principalmente por los menores ingresos esperados por concepto de regularización de impuesto a la renta, en línea con la revisión a la baja en los ingresos y utilidades del sector minero. Con ello, el ratio de los ingresos corrientes con respecto al PBI pasaría de 21,7 previsto en diciembre a 21,6 por ciento del PBI; en tanto que para el año 2014 también se ha revisado a la baja este agregado en 0,1 puntos porcentuales.

La recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendería a 6,9 por ciento del PBI en 2013, menor en 0,4 puntos porcentuales respecto a lo previsto en diciembre, por menor regularización (0,6 por ciento del PBI); lo que sería parcialmente compensado por las mayores rentas del trabajo, en un contexto de crecimiento del empleo formal. Para 2014 se prevé un ligero aumento a 7 por ciento del PBI, aunque menor al 7,3 por ciento previsto en diciembre.

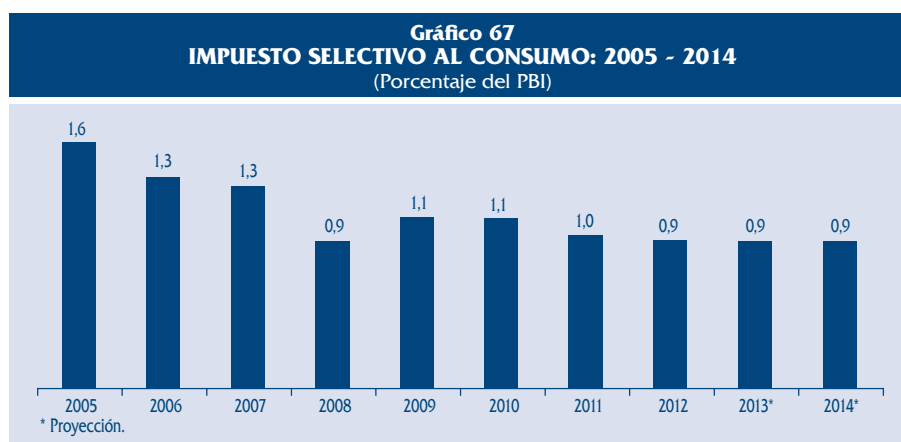


La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)** se mantendría en 8,5 por ciento del PBI para 2013 y 2014, alcanzando un crecimiento real de 7,8 por ciento y 6,1 por ciento, respectivamente. Cabe mencionar que en el caso del IGV interno se registrarían crecimientos de 11,7 por ciento y 7,8 por ciento, respectivamente, en línea con el mayor dinamismo de la demanda interna y las mejoras por medidas administrativas que buscarían ampliar la base tributaria.





La rebaja decretada a mediados de 2011 en la tasa del **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)** de combustibles hizo que la recaudación por este impuesto se reduzca en 0,1 punto porcentual en el año 2012, ubicándose en 0,9 por ciento del PBI. Para los años 2013 y 2014 se proyecta que la recaudación por este concepto se mantendría en 0,9 por ciento del producto, por cuanto no se asumen cambios en la tasa de este impuesto.



Evolución del gasto público

50. En el año 2012, los gastos no financieros del gobierno general crecieron 8,0 por ciento, lo que marca una recuperación respecto al crecimiento real de 1,7 por ciento observado en 2011. Este impulso se vincula al mayor gasto de capital de los gobiernos subnacionales, que mostraron tasas de crecimiento real cercanas al 40 por ciento, contrastando con las contracciones registradas en 2011 ante los problemas de gestión por el cambio de autoridades. Con este resultado, el ratio respecto al PBI alcanzó un nivel de 18,7 por ciento, superior en 0,6 puntos porcentuales al observado en 2011.

Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variación porcentual real)

	2011	2012				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
GASTO CORRIENTE	7,1	-3,2	1,2	2,7	17,0	5,2
Gobierno Nacional	7,6	-11,9	-4,4	-2,2	20,9	1,6
Gobiernos Regionales	6,7	10,8	11,7	9,9	10,8	10,8
Gobiernos Locales	5,0	34,6	15,7	19,0	7,6	17,1
GASTO DE CAPITAL	-10,1	34,0	1,0	26,3	11,9	15,2
Gobierno Nacional	-3,9	-32,0	-39,6	2,2	7,5	-13,3
Gobiernos Regionales	-9,4	44,1	42,0	43,5	30,5	37,1
Gobiernos Locales	-17,0	213,1	74,3	44,0	6,7	39,1
GASTO TOTAL	1,7	3,0	1,1	8,6	15,1	8,0
Gobierno Nacional	5,0	-14,7	-12,8	-1,5	17,7	-1,4
Gobiernos Regionales	1,6	17,0	19,1	18,7	18,3	18,3
Gobiernos Locales	-7,8	87,1	39,2	31,6	7,0	28,6

Cuadro 28
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Contribución a la variación porcentual real)

	2011	2012				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
GASTO CORRIENTE	4,9	-2,7	0,8	2,0	10,7	3,8
Gobierno Nacional	3,5	-7,1	-2,2	-1,2	8,7	0,8
Gobiernos Regionales	0,9	1,6	1,5	1,4	1,4	1,5
Gobiernos Locales	0,4	2,8	1,5	1,8	0,7	1,6
GASTO DE CAPITAL	-3,2	5,7	0,3	6,6	4,4	4,2
Gobierno Nacional	-0,5	-3,1	-6,3	0,2	1,0	-1,7
Gobiernos Regionales	-0,6	1,5	1,8	2,1	2,3	2,0
Gobiernos Locales	-2,1	7,3	4,8	4,2	1,1	3,9
GASTO TOTAL	1,7	3,0	1,1	8,6	15,1	8,0
Gobierno Nacional	3,0	-10,3	-8,5	-0,9	9,6	-0,9
Gobiernos Regionales	0,3	3,2	3,3	3,5	3,7	3,5
Gobiernos Locales	-1,6	10,1	6,3	6,0	1,8	5,4

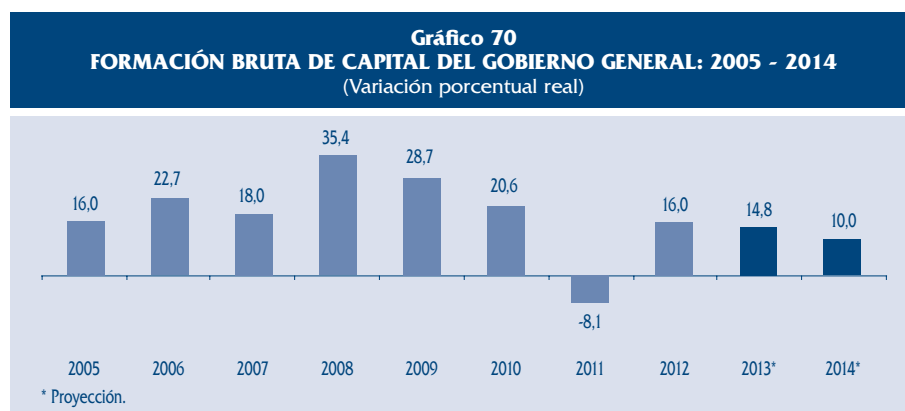
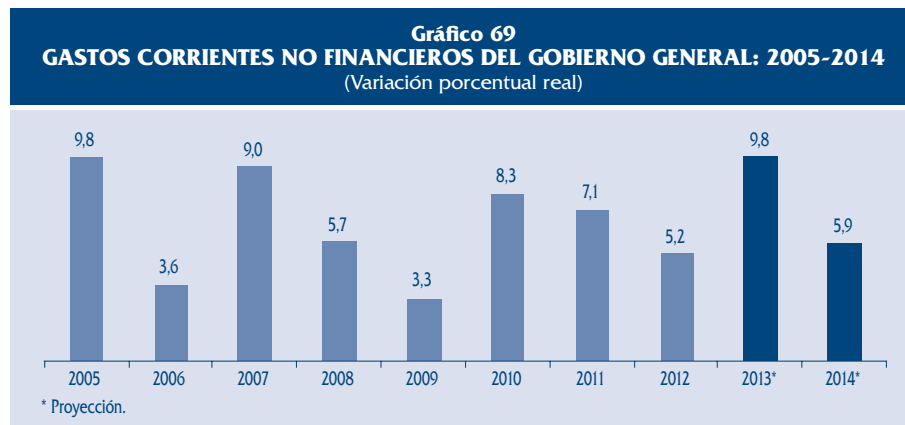
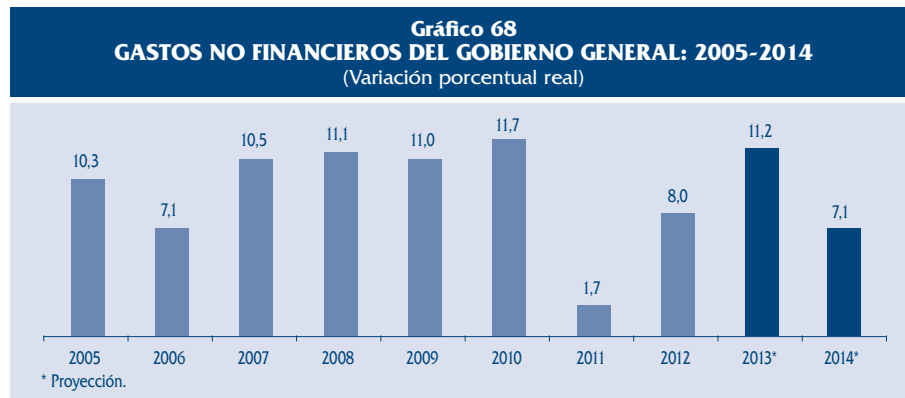
51. Para el año **2013** se estima un crecimiento real de 11,5 por ciento del gasto no financiero del gobierno general como consecuencia de los incrementos salariales aprobados en el Presupuesto 2013 y que se destinarían principalmente a los sectores educación, interior y defensa. De esta forma, esta variable se ubicaría en el año 2013 en un nivel equivalente a 19,6 por ciento del PBI, coeficiente mayor al registrado en 2012 (18,7 por ciento). Para el año 2014 se prevé que el gasto no financiero del gobierno general alcance un nivel equivalente a 19,7 por ciento del PBI, moderándose el crecimiento del gasto con respecto a lo previsto para 2013.

Cuadro 29
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
GASTO CORRIENTE	13,0	13,1	13,5	13,6	13,3	13,5
Gobierno Nacional	8,9	8,7	9,0	8,9	8,9	8,8
Gobiernos Regionales	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
Gobiernos Locales	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	2,0
GASTO DE CAPITAL	5,0	5,5	6,1	6,0	6,2	6,2
Gobierno Nacional	2,3	1,9	2,3	2,1	2,3	2,1
Gobiernos Regionales	1,0	1,3	1,1	1,4	1,4	1,4
Gobiernos Locales	1,8	2,4	2,6	2,5	2,5	2,7
GASTO TOTAL	18,1	18,7	19,5	19,6	19,6	19,7
Gobierno Nacional	11,2	10,6	11,3	11,0	11,3	10,8
Gobiernos Regionales	3,4	3,9	3,8	4,1	4,0	4,2
Gobiernos Locales	3,4	4,2	4,5	4,5	4,3	4,7

* Proyección.





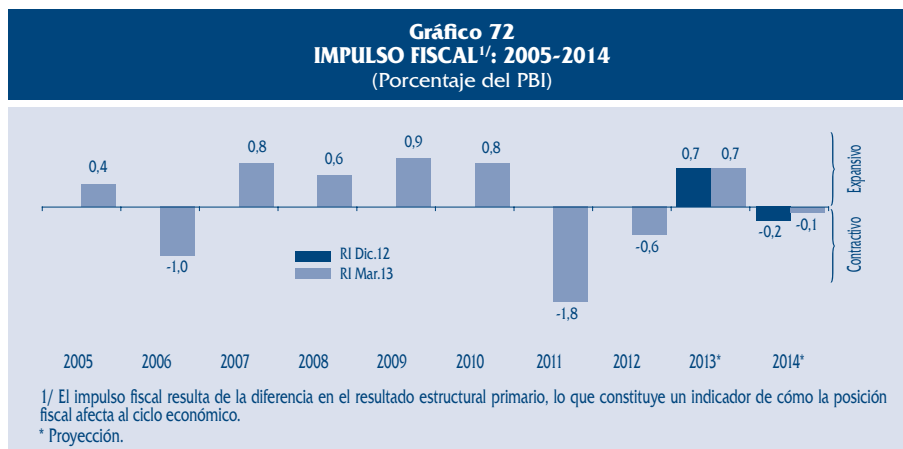
Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

52. El **resultado económico estructural**, indicador de la posición fiscal de largo plazo que deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de los principales minerales de exportación, fue de 0,2 por ciento del PBI

en 2012. Para el año 2013 se proyecta un resultado estructural negativo de 0,4 por ciento del PBI, asociado al mayor gasto del gobierno general, en tanto que para 2014 se proyecta una reducción del déficit estructural a 0,2 por ciento del PBI.



53. La variación en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico. En el año 2012 el impulso fiscal fue negativo en 0,6 puntos del PBI (posición contractiva) como consecuencia de la lenta recuperación del crecimiento del gasto público. Para el año 2013 el impulso fiscal sería de 0,7 (posición expansiva) en línea con los incrementos salariales que se registrarían en el año; en tanto que para 2014 este indicador sería de -0,1 por ciento del PBI, ligeramente menor al previsto en el Reporte de diciembre.



Requerimiento financiero y deuda pública

54. En el año 2012, el superávit fiscal excedió el pago de amortizaciones, con lo cual el **requerimiento de financiamiento del sector público** fue negativo y representó un





ahorro por un valor de S/. 6,8 mil millones. Los menores superávit fiscales previstos para 2013 y 2014 se traducirían en menores ahorros del fisco para estos años.

Cabe señalar que este requerimiento excluye las operaciones de administración de deuda previstas para 2013, que comprende el prepago de deuda externa por US\$ 1 679 millones y la emisión de bonos soberanos por S/. 4 433 millones. En línea con ello, en febrero el gobierno emitió bonos por S/. 1 905 millones (a valor nominal), siendo el 85 por ciento adquirido por inversionistas locales.

Cuadro 30
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones S/.)

	2011	2012	2013*		2014*	
			RI Dic.12	RI Mar.13	RI Dic.12	RI Mar.13
I. USOS	-5 444	-6 761	-2 276	-1 866	-2 565	-2 483
1. Amortización	3 634	4 342	4 206	3 719	4 513	3 659
a. Externa	2 291	3 105	2 451	2 478	3 188	2 734
Millones US\$	831	1 175	943	960	1 226	1 060
b. Interna	1 343	1 237	1 755	1 241	1 325	924
Del cual: bonos de reconocimiento	530	509	451	223	448	240
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-9 077	-11 104	-6 481	-5 585	-7 078	-6 142
II. FUENTES	-5 444	-6 761	-2 276	-1 866	-2 565	-2 483
1. Externas	2 807	1 224	2 552	2 491	2 104	2 633
Millones US\$	1 023	467	981	966	809	1 021
2. Bonos 2/	0	1 345	1 422	1 448	1 484	1 745
3. Internas 3/	-8 251	-9 330	-6 250	-5 804	-6 153	-6 861
Nota:						
Saldo de deuda pública bruta						
Miles de millones S/.	103,3	104,4	105,8	103,4	106,2	106,4
Porcentaje del PBI	21,2	19,8	18,6	18,2	17,2	17,2
Saldo de deuda pública neta 4/						
Miles de millones S/.	39,3	26,0	24,5	19,6	17,7	14,9
Porcentaje del PBI	8,1	4,9	4,3	3,4	2,9	2,4
1/ En la amortización, así como en los desembolsos, se ha aislado el efecto del canje de bonos del Tesoro Público por mayores plazos y aquellas operaciones de administración de deuda, tanto internas como externas.						
2/ Incluye bonos internos y externos.						
3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.						
4/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.						
RI: Reporte de Inflación.						
* Proyección.						

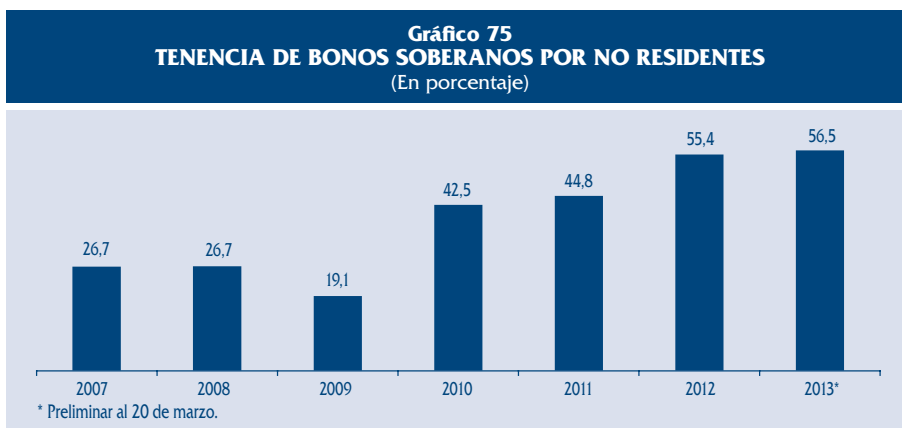
55. Las operaciones de manejo de deuda llevadas a cabo durante los últimos años han conseguido que al cierre del año 2012 el saldo de la deuda pública denominada en moneda nacional sea similar al saldo de la deuda denominada en moneda extranjera, lo que permite reducir la vulnerabilidad ante choques sobre el tipo de cambio. Cabe destacar que en la última década el porcentaje de deuda en nuevos soles ha pasado de ser el 15 por ciento en 2003 a 50 por ciento en 2012.



En relación a otros indicadores de deuda, a diciembre de 2012, la vida promedio de la deuda pública alcanzó los 12,6 años, mientras que la deuda a tasa fija el 87 por ciento. Se espera que estos indicadores mejoren con la ejecución del prepagó a los organismos internacionales anunciado para este año.



Por su parte, al 20 de marzo de 2013, la tenencia de bonos soberanos por no residentes representó 56,5 por ciento del total, incrementándose en 11,7 puntos porcentuales con respecto al cierre de 2011.





56. Asimismo, el rendimiento de los bonos soberanos PERU 2037 aumentó en 9 puntos básicos entre diciembre de 2012 y febrero de 2013 mientras que el rendimiento de los bonos globales PERU 2037 se redujo en 4 puntos básicos en el mismo periodo. Este sería también un indicador de una reversión de las expectativas apreciatorias que se venían observando en el mercado internacional.

Cuadro 31
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS Y GLOBALES DE PERÚ Y BONOS DEL TESORO AMERICANO SEGÚN FECHA DE MADURACIÓN
 (Datos fin de periodo, en puntos porcentuales)

	Dic.11 (4)	Dic.12 (3)	Ene.13 (2)	Feb.13 (1)	Variación (En puntos básicos)	
					Feb.13 / Dic.12 (1)-(2)	Feb.13 / Dic.11 (1)-(2)
Bonos Soberanos (S/.)						
PERU 2013	4,03	2,70	1,57	1,40	-17	-263
PERU 2015	4,47	2,71	1,75	1,40	-35	-307
PERU 2017	4,81	3,05	2,60	2,39	-21	-242
PERU 2020	5,72	3,80	3,76	3,73	-3	-199
PERU 2023	n.d	4,09	4,09	4,16	8	n.d
PERU 2026	6,16	4,24	4,21	4,20	-1	-196
PERU 2031	6,45	4,79	4,79	4,85	6	-160
PERU 2037	6,55	4,90	4,87	4,96	9	-159
PERU 2042	6,65	5,10	5,05	5,14	9	-151
Bonos Globales (US\$)						
PERU 2015	1,84	0,82	1,09	0,68	-41	-116
PERU 2016	2,38	1,10	1,20	1,33	12	-106
PERU 2019	3,05	1,84	2,04	2,04	0	-101
PERU 2025	4,12	3,00	3,21	3,24	3	-88
PERU 2033	4,81	3,64	3,91	4,04	13	-77
PERU 2037	4,68	3,70	4,17	4,13	-4	-55
Bonos del Tesoro Americano						
Bono a 2 años	0,24	0,25	0,26	0,24	-3	-1
Bono a 3 años	0,36	0,35	0,40	0,34	-6	-1
Bono a 5 años	0,83	0,71	0,88	0,76	-12	-7
Bono a 10 años	1,88	1,70	1,99	1,88	-11	0
Bono a 30 años	2,90	2,87	3,17	3,09	-9	19

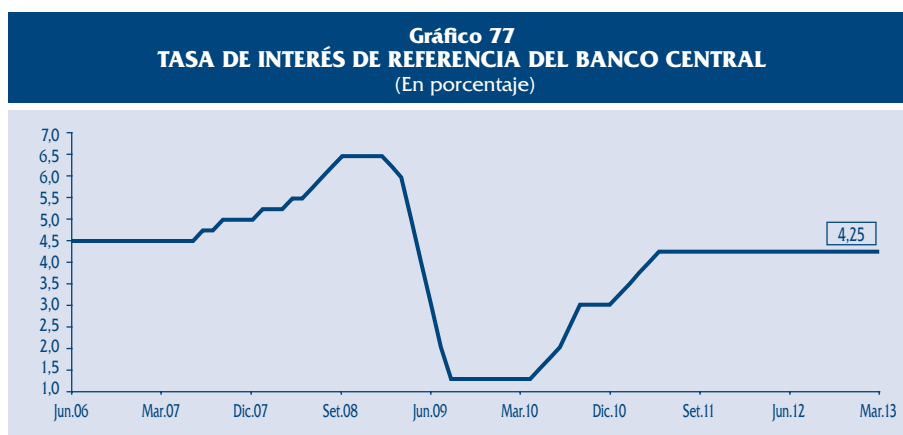
* Diferencia en puntos básicos.
 Fuente: Bloomberg.

La deuda bruta y deuda neta alcanzaron a diciembre de 2012 el 19,8 por ciento y el 4,9 por ciento del PBI, respectivamente. El incremento esperado en la actividad económica y el aumento en los depósitos del sector público, dado los resultados positivos en las finanzas públicas, determinarán que la deuda bruta continúe su descenso pasando a constituir el 17,2 por ciento del PBI en 2014 y la deuda neta llegue al 2,4 por ciento en la misma fecha.



V. Política Monetaria

57. El Directorio del Banco Central decidió mantener en 4,25 por ciento la tasa interés de referencia de la política monetaria, nivel observado desde mayo de 2011. En este período, los comunicados de política monetaria destacaron la reducción de la inflación y su retorno al rango meta de 1 a 3 por ciento, debido a la reversión de los factores de oferta, en un entorno caracterizado por un crecimiento cercano al potencial con expectativas inflacionarias ancladas.



RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

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

Esta decisión obedece a que la inflación continúa reduciéndose, habiendo retornado al rango meta al revertirse parcialmente los choques del lado de la oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano a su potencial y un escenario externo aún altamente incierto. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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 obedece a que la inflación continúa reduciéndose por la reversión de los choques del lado de la oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano a su potencial y un escenario externo aún complicado. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.





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 obedece a que la inflación continúa evidenciando tanto la reversión de los choques del lado de la oferta cuanto un crecimiento económico cercano a su potencial. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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 obedece a que la inflación continúa evidenciando tanto la reversión de los choques del lado de la oferta cuanto un crecimiento económico cercano a su potencial. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

Tasas de interés en moneda nacional

58. En moneda nacional, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días disminuyó 26 puntos básicos desde el cierre de diciembre, hasta un nivel de 4,80 por ciento en la cual se ha mantenido estable. Esta tasa de interés, por tener una menor prima por riesgo crediticio y por ser de corto plazo, es la tasa de interés que mantiene una mayor relación con la tasa de referencia de la política monetaria. Esta evolución es consistente con una situación holgada de liquidez en moneda nacional y con una tasa de interés de referencia que se mantiene en 4,25 por ciento desde mayo 2011 y una curva de rendimientos invertida de certificados del Banco Central.



59. En cuanto a las tasas de interés de créditos en moneda nacional para empresas se continúa observando un encarecimiento del costo de crédito de entre 18 y 36 puntos

básicos para este segmento, lo que reflejaría el efecto de las medidas recientes de encaje. El mayor incremento se observa en el caso de las tasas de interés para créditos hipotecarios (36 puntos básicos). De otro lado, las tasas para los créditos de consumo, microempresas y pequeñas empresas, disminuyeron entre 158, 67 y 3 puntos básicos, respectivamente, por mayor competencia en este segmento.

Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

Moneda nacional							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	33,0	38,5	9,4
Mar.12	6,1	7,0	11,2	23,4	32,9	35,6	9,4
Jun.12	6,0	7,3	11,2	23,1	33,0	34,9	9,3
Set.12	5,7	7,5	11,1	22,9	33,2	38,0	8,9
Oct.12	6,0	7,5	11,0	23,0	33,0	38,8	8,9
Nov.12	6,2	7,6	10,9	23,0	32,7	38,6	8,8
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	33,2	41,2	8,8
Ene.13	6,0	7,4	11,0	22,2	33,4	40,9	8,9
Feb.13	6,0	7,5	11,0	22,4	32,5	39,6	9,1
Variación Acumulada (pbs)							
Feb.13-Dic.12	25	18	0	-3	-67	-158	36
Feb.13-Dic.11	1	18	-19	-73	-54	113	-27

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

60. En cuanto a las tasas pasivas en moneda nacional, se observa una reducción a todos los plazos entre 11 y 44 puntos básicos.

Cuadro 33
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
(En porcentajes)

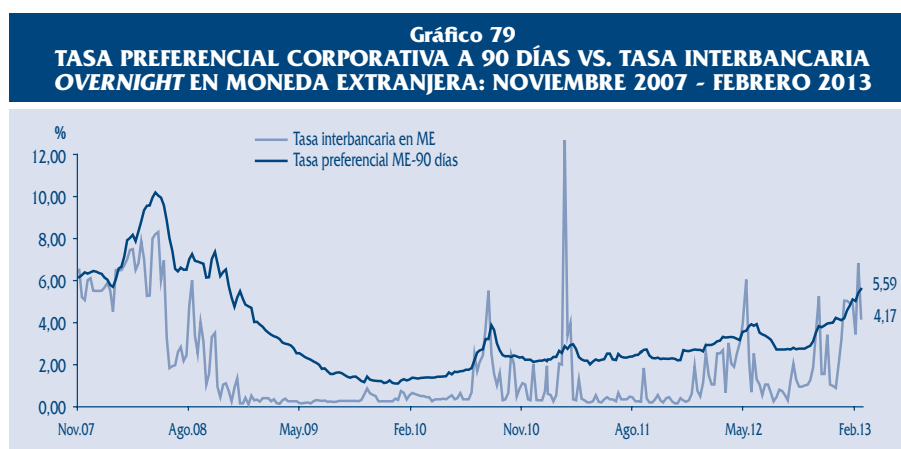
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Ene.12	3,8	4,0	4,7
Feb.12	3,7	4,0	4,7
Mar.12	3,7	3,9	4,5
Abr.12	3,7	3,9	4,4
May.12	3,7	3,9	4,3
Jun.12	3,7	3,9	4,3
Jul.12	3,8	3,9	4,3
Ago.12	3,8	3,9	4,2
Set.12	3,7	3,8	4,3
Oct.12	3,7	3,9	4,2
Nov.12	3,6	3,8	4,1
Dic.12	3,6	3,6	4,1
Ene.13	3,4	3,6	4,0
Feb.13	3,1	3,4	3,9
Variación Acumulada (pbs)			
Feb.13-Dic.12	-44	-24	-11
Feb.13-Dic.11	-74	-9	-53





Tasa de interés en moneda extranjera

61. En moneda extranjera, se observa una menor disponibilidad de liquidez en dólares asociada a los mayores requerimientos de encaje y a las ventas de moneda extranjera de los bancos al BCRP, lo que se reflejó en un incremento en 139 puntos básicos de la tasa preferencial corporativa en dólares desde diciembre hasta 5,59 por ciento. Asimismo la tasa del mercado interbancario alcanzó un nivel promedio de 3,50 por ciento en el trimestre, mayor en 333 puntos básicos al nivel promedio observado en diciembre.



62. Las tasas de interés activas en moneda extranjera presentaron incrementos, aunque menores que los que experimentaron las tasas de interés de corto plazo en dólares. Así, las tasas de interés a los créditos de consumo, grandes empresas, medianas empresas, hipotecario y corporativos aumentaron entre 27 y 160 puntos básicos. La tasa a las pequeñas empresas destacó con una reducción de 174 puntos básicos.

Cuadro 34
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

	Moneda extranjera						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	19,2	22,0	8,2
Mar.12	3,8	5,7	8,9	16,4	19,3	23,0	8,2
Jun.12	4,0	6,1	8,7	15,2	20,0	22,9	8,0
Set.12	3,8	5,8	9,2	15,6	19,6	23,6	8,0
Oct.12	3,7	5,9	9,2	15,5	20,1	24,0	8,1
Nov.12	4,0	5,9	9,2	15,9	20,3	24,2	8,0
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	19,3	22,4	8,0
Ene.13	4,1	6,7	8,7	14,4	20,8	23,1	8,0
Feb.13 2/	4,3	6,8	9,4	13,8	15,1	24,0	8,3
	Variación Acumulada (pbs)						
Feb.13-Dic.12	27	45	42	-174	-421	160	33
Feb.13-Dic.11	131	140	54	-126	-405	201	7

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

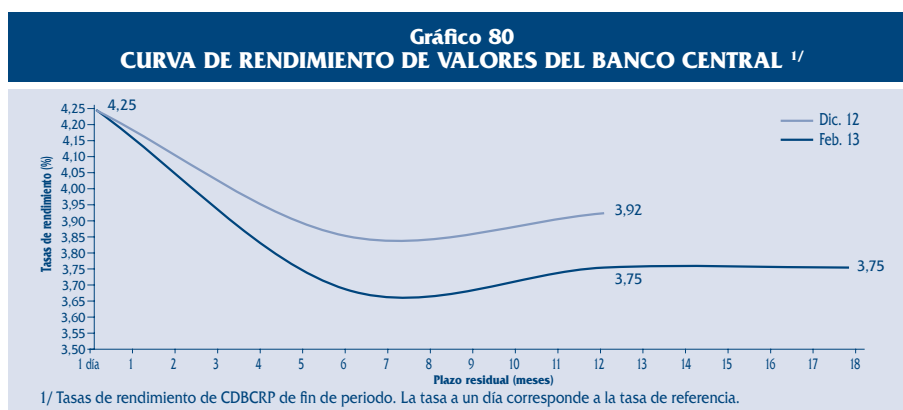
2/ La reducción que se observa en la tasa de interés para los créditos a microempresas obedece a problemas de clasificación en la elaboración de la estadística y se revertirá en los próximos meses.

63. En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa un mayor incremento que el observado en las tasas activas, en particular para las tasas de interés de los depósitos a plazo hasta 30 días (129 puntos básicos) y en las tasas de interés de depósito con plazo entre 31 y 180 días (42 puntos básicos). De otro lado, la tasa de interés entre 181 y 360 días disminuyó 29 puntos básicos, lo que indica la estrechez de liquidez en el corto plazo.

Cuadro 35 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
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Ene.12	0,9	1,1	1,6
Feb.12	1,0	1,1	1,6
Mar.12	1,3	1,2	1,6
Abr.12	1,4	1,2	1,6
May.12	2,1	1,1	1,6
Jun.12	1,7	1,2	1,6
Jul.12	1,1	1,2	1,6
Ago.12	0,8	1,2	1,6
Set.12	0,9	1,1	1,6
Oct.12	0,9	1,0	1,8
Nov.12	1,7	1,7	1,6
Dic.12	1,7	1,6	1,6
Ene.13	2,3	1,5	1,5
Feb.13	3,0	2,0	1,3
	Variación Acumulada (pbs)		
Feb.13-Dic.12	129	42	-29
Feb.13-Dic.11	232	98	-26

Operaciones monetarias

64. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un escenario de liquidez holgada de la banca que se reflejó en la mayor preferencia por CDBCRP hasta el plazo de 18 meses, lo que se reflejó en menores tasas de interés para los CDBCRP. La curva de rendimiento se desplazó hacia abajo en 17 puntos básicos en promedio.





Entre noviembre de 2012 y febrero de 2013, el Banco Central realizó colocaciones netas de sus instrumentos por S/. 7 866 millones, principalmente de Depósitos a Plazo por S/. 5 701 millones. En el mismo periodo, el sector público redujo sus depósitos en el Banco Central en S/. 4 556 millones, en particular por el mayor gasto público de diciembre y las compras de US\$ 1 350 millones en los primeros meses del año.

65. Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, se incrementó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales. Así, los instrumentos monetarios del BCRP pasaron de representar el 17,7 por ciento de las Reservas Internacionales en diciembre, a 19,8 por ciento en febrero de 2013. Por su parte, la participación de los depósitos totales por encaje también aumentó de 27,8 a 30,2 por ciento, principalmente por los mayores depósitos por encaje en moneda nacional, que pasaron de 12,1 al 14,0 por ciento. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización de las intervenciones cambiarias con una participación de 34 por ciento de los pasivos totales del BCRP.

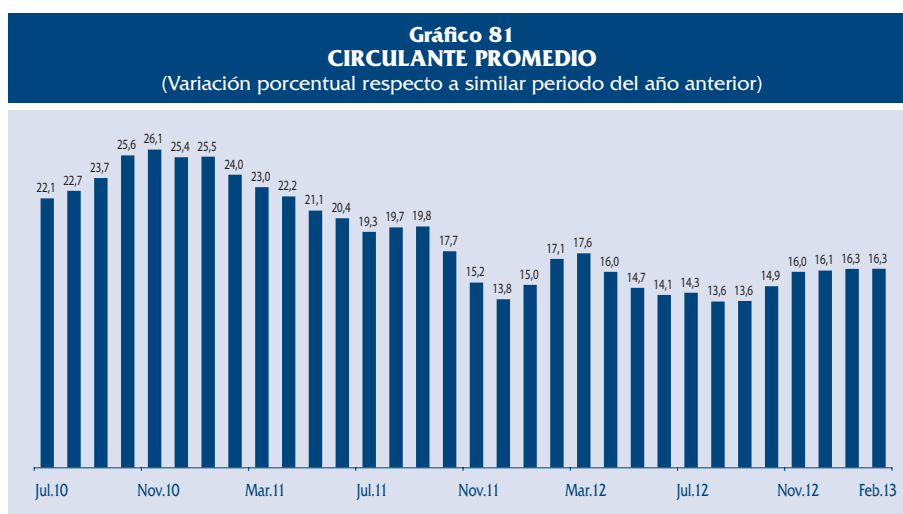
Cuadro 36
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Dic.12	Feb.13
I. Reservas Internacionales Netas	100%	100%
	(US\$ 63 991 mills.)	(US\$ 67 629 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	36,4%	34,2%
En moneda nacional	23,6%	20,0%
En moneda extranjera	12,8%	14,2%
III. Depósitos totales por encaje	27,8%	30,2%
En moneda nacional	12,1%	14,0%
En moneda extranjera 1/	15,7%	16,2%
IV. Instrumentos del BCRP	17,7%	19,8%
CD BCRP	12,3%	13,1%
Depósito a Plazo	5,5%	6,8%
V. Circulante	19,0%	17,0%
VI. Otros	-0,9%	-1,2%

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

Circulante y crédito

66. El circulante promedio entre enero y febrero 2013, creció a un ritmo de 16,3 por ciento anual, en línea con la evolución de la actividad económica, que en los últimos meses se encuentra en un nivel próximo al potencial. Para el primer trimestre, se espera que el circulante crezca a un ritmo ligeramente mayor, en un contexto en el que los agentes económicos aumentan su demanda por circulante debido a Semana Santa, que este año será a fines de marzo.



Encajes

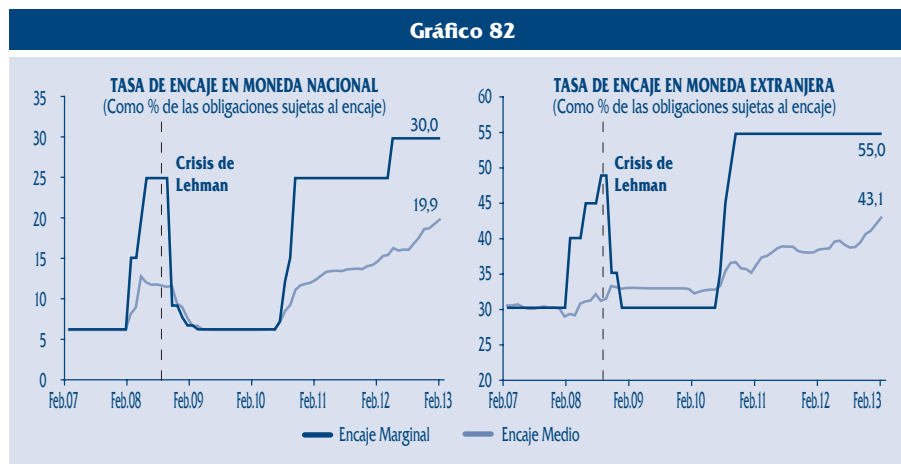
67. Asimismo, con la finalidad de mantener el crecimiento del crédito en un ritmo sostenible, el Banco Central ha incrementado los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera. Así, el Banco Central incrementó la tasa del encaje medio a las obligaciones en moneda nacional en 0,25 puntos porcentuales en enero, y en 0,75, 1,00 y 0,50 puntos porcentuales a las obligaciones en moneda extranjera en enero, febrero y marzo, respectivamente.

Para controlar la dispersión del encaje medio entre las entidades del sistema financiero y homogeneizar el impacto de las medidas, en enero la tasa de encaje medio en moneda nacional se incrementó en 0,25 puntos porcentuales hasta un máximo de 20 por ciento y la tasa de encaje medio en moneda extranjera se incrementó en 0,75 puntos porcentuales hasta un máximo de 45 por ciento. Para febrero y marzo, la tasa base en moneda extranjera se incrementó en 1,00 y 0,50 puntos porcentuales hasta un máximo de 50 por ciento.

Adicionalmente, en febrero el Banco Central estableció una deducción del requerimiento de encaje por un equivalente al 25 por ciento del incremento de las inversiones y colocaciones en el exterior de las entidades financieras locales respecto a su saldo del 31 de diciembre de 2012, con el fin de incentivar una sustitución en los activos en dólares hacia el exterior y así moderar la expansión del crédito local en dólares y las presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio.

Con estas medidas el encaje medio en moneda nacional se elevó de 18,8 por ciento, en diciembre, a 19,9 por ciento en febrero y en dólares, de 41,2 por ciento en diciembre a 43,1 por ciento en febrero.





Adicionalmente en marzo, se tomaron medidas para elevar los requerimientos de encaje en moneda extranjera para aquellas entidades financieras con una mayor expansión de los créditos hipotecarios y vehiculares en dicha moneda. En estos segmentos se observa una alta dolarización, 45 por ciento en el primer caso y 77 por ciento en el segundo. A enero de 2013, la tasa de crecimiento últimos doce meses del crédito vehicular en moneda extranjera fue de 39,1 por ciento mientras que los créditos hipotecarios crecieron 16,5 por ciento.

Así, la tasa de encaje media se elevará en 0,75 puntos porcentuales para las entidades financieras cuyo saldo promedio diario de crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera supere en 10 por ciento el saldo de febrero de 2013. Si la expansión de estos conceptos de crédito supera el 20 por ciento, la tasa media de encaje aumentará en 1,5 puntos porcentuales.

Asimismo, se incrementó el encaje adicional de 20 a 25 por ciento para los créditos del exterior y bonos con plazo mayor a 3 años cuando el monto de financiamiento de estas fuentes exceda 2,2 veces el patrimonio de setiembre de 2012.

68. El encaje contribuye a que las entidades financieras mantengan niveles adecuados de liquidez, lo que reduce su vulnerabilidad frente a posibles escenarios de salidas de capitales del exterior. Asimismo, en la medida que eleva el costo de la intermediación financiera también contribuye a elevar las tasas de interés de los créditos. Las medidas de encajes adoptadas en marzo tienen adicionalmente el objetivo de inducir a las entidades financieras a internalizar los riesgos de un uso desmedido del fondeo externo para otorgar créditos en dólares a las familias, en un contexto de bajas tasas de interés internacionales.

Cuadro 37
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

	Tasa de encaje mínimo legal	Moneda nacional		Moneda extranjera		Adeudados externos Corto plazo
		Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Régimen General		
				Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	
Feb.10	6%			30%		35%
Jul.10	7%			35%		40%
Ago.10	8%	12%		45%	0,10%	50%
Set.10	8,5%	15%		50%	0,20%	65%
Oct.10	9%	25%		55%	0,20%	75%
Nov.10	9%	25%		55%		75%
Dic.10	9%	25%		55%		75%
Ene.11 1/	9%	25%		55%		60%
Feb.11	9%	25%	0,25%	55%	0,25%	60%
Mar.11	9%	25%	0,25%	55%	0,25%	60%
Abr.11	9%	25%	0,50%	55%	0,50%	60%
May.12 2/	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Jul.12 3/	9%	30%		55%		60%
Set.12	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Oct.12	9%	30%	0,50%	55%	0,50%	60%
Nov.12	9%	30%	0,75%	55%	0,75%	60%
Ene.13	9%	30%	0,25%	55%	0,75%	60%
Feb.13	9%	30%	--	55%	1,00%	60%
Mar.13 4/	9%	30%	--	55%	0,50%	60%

1/ A partir de enero 2011, se amplió la cobertura del encaje a las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado financiero nacional. Se actualizó el periodo de referencia a diciembre 2010.

2/ A partir de mayo 2012, se extendió el encaje de 60 por ciento a los nuevos adeudados de corto plazo del exterior con plazos menores o iguales a 3 años. Las obligaciones con el exterior mayor a tres años que exceda 2,5 veces el patrimonio efectivo o S/. 400 millones, el mayor, se aplicará un encaje de 20%.

3/ A partir de julio 2012, se redujo de 60% a 25% las tasas de encaje en moneda extranjera para financiamiento destinado al comercio exterior.

4/ A partir de marzo 2013, se elevaron los requerimientos de encaje en moneda extranjera para las entidades con mayor expansión de los créditos hipotecarios y vehiculares en dicha moneda.

Recuadro 3
MEDIDAS DE ENCAJE RECIENTES

El uso que le ha dado el Banco Central de Reserva del Perú a los requerimientos de encaje ha evolucionado rápidamente en los últimos 5 años. En febrero, el Banco Central modificó el régimen de encaje en moneda extranjera con la finalidad de atenuar el impacto del influjo de capitales del exterior sobre la expansión del crédito y la apreciación de la moneda nacional.

En aquella oportunidad, el BCRP elevó la tasa de encaje de 20 a 25 por ciento para los adeudados y bonos de largo plazo que excedan un límite prudencial de 2,2 veces el patrimonio efectivo (desde mayo de 2012, este límite era de 2,5 veces).

Esta medida tiene como objetivo moderar la rápida expansión del fondeo externo de largo plazo y con ello reducir el ritmo de expansión del crédito en moneda extranjera, garantizando una evolución ordenada de la liquidez en el contexto actual de un proceso de rápida desdolarización de depósitos y de entradas de capitales de corto y mediano plazo a raíz de las bajas tasas de interés internacionales. En marzo, se tomaron medidas para elevar los requerimientos de encaje en moneda extranjera para aquellas entidades financieras con una mayor expansión de los créditos hipotecarios y vehiculares en dicha moneda. En estos segmentos se observa una alta dolarización, 44,3 por ciento en el primer caso y 77,3 por ciento en el segundo a febrero de 2013.





COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/

	Porcentajes					
	Dic.09	Dic.10	Feb.12	Dic.12	Ene.13	Feb.13
Crédito a empresas	55,8	56,0	54,6	53,6	54,0	54,0
Comercio exterior	94,0	95,5	95,5	96,3	96,8	97,3
Crédito a personas	29,1	26,4	25,0	23,9	24,1	24,0
Crédito de consumo	12,2	10,7	9,8	9,7	9,9	10,0
Vehiculares	68,9	64,0	70,6	76,5	77,1	77,3
Tarjetas de crédito	8,0	7,2	6,4	6,4	6,6	6,7
Hipotecario	58,0	52,2	48,8	44,8	44,6	44,3
Total	46,8	46,1	44,2	42,9	43,1	43,1
Dolarización a T.C. fijo	43,7	43,7	43,0	42,9	42,8	42,7

Así, se aumentó la tasa de encaje media en función al crecimiento del crédito en moneda extranjera en los segmentos en mención, contemplándose dos casos: Un aumento de la tasa de encaje media en 0,75 puntos porcentuales para las entidades financieras cuyo saldo promedio diario de crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera superase en 10 por ciento el saldo de febrero de 2013. La tasa media aumentaría en 1,5 puntos porcentuales si el aumento de ambos créditos superase el 20 por ciento.

Esta medida busca inducir a una sustitución ordenada del financiamiento de las entidades financieras y de las familias, reduciendo su exposición al riesgo cambiario y crediticio. Las medidas de encaje anteriores han influido en una gradual elevación de la tasa de interés; sin embargo, el ritmo de crecimiento de los créditos todavía se mantiene alto, en particular, el crédito vehicular, de tarjetas de crédito e hipotecario en dólares. A febrero de 2013, la tasa de crecimiento últimos doce meses del crédito vehicular en moneda extranjera fue de 38,4 por ciento mientras que los créditos hipotecarios crecieron 15,4 por ciento.

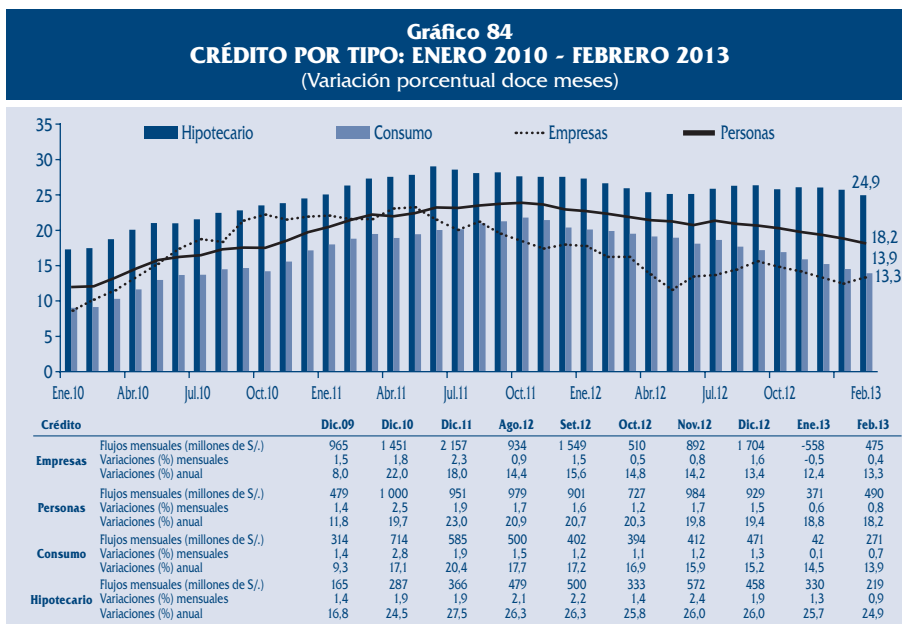
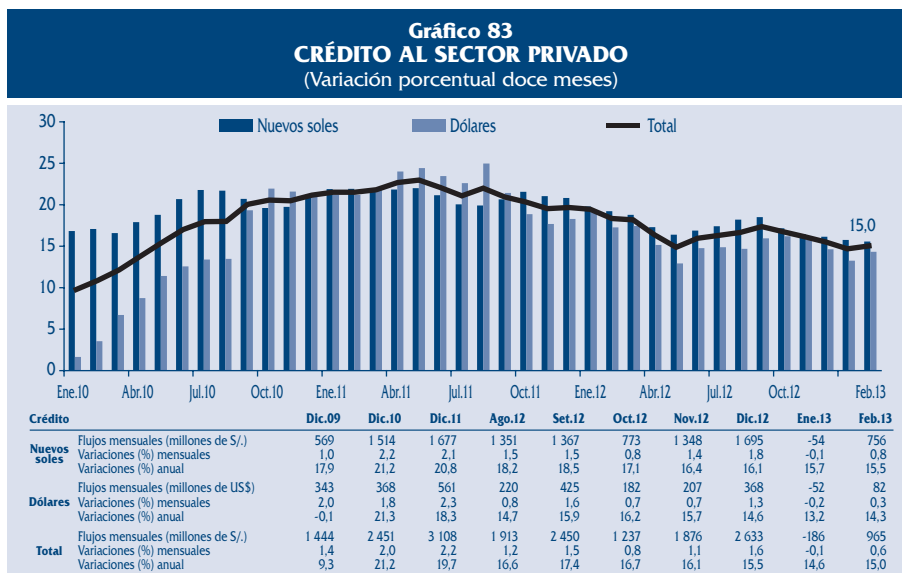
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA EXTRANJERA, POR TIPO DE COLOCACIÓN

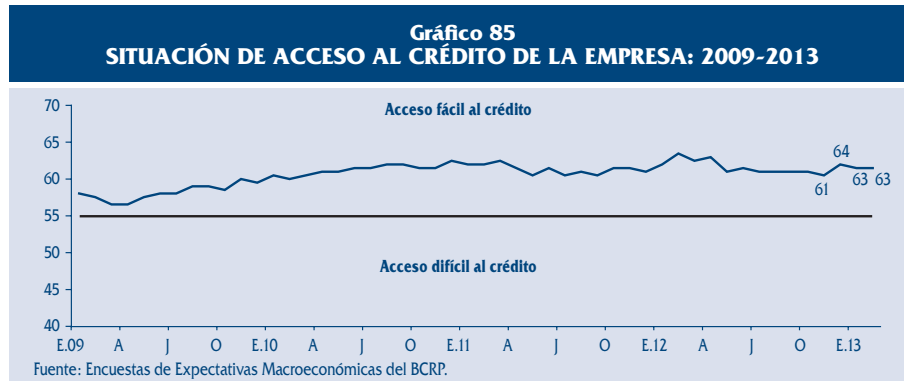
	Saldos en millones de US Dólares			Tasas de crecimiento (%)		
	Feb.12	Ene.13	Feb.13	Ene.13/Ene.12	Feb.13/Feb.12	Feb.13/Ene.13
Crédito a empresas	19 979	22 664	22 723	12,2	13,7	0,3
Comercio exterior	2 893	3 550	3 624	18,6	25,3	2,1
Resto	17 086	19 114	19 099	11,1	11,8	-0,1
Crédito a personas	4 956	5 755	5 778	17,5	16,6	0,4
Consumo	1 179	1 398	1 418	20,3	20,3	1,5
Vehiculares	405	551	560	39,0	38,4	1,8
Tarjetas de crédito	260	308	315	21,7	21,2	2,3
Resto	514	539	543	5,1	5,6	0,7
Hipotecario	3 777	4 357	4 360	16,7	15,4	0,1
Total	24 935	28 419	28 501	13,2	14,3	0,3

Estas medidas complementarias de política monetaria deben contribuir a un crecimiento ordenado del crédito bancario, en particular en moneda extranjera, y con ello a reducir el riesgo del surgimiento de vulnerabilidades que debiliten la capacidad de nuestro sistema financiero de hacer frente a futuros escenarios de salidas de capitales externos.

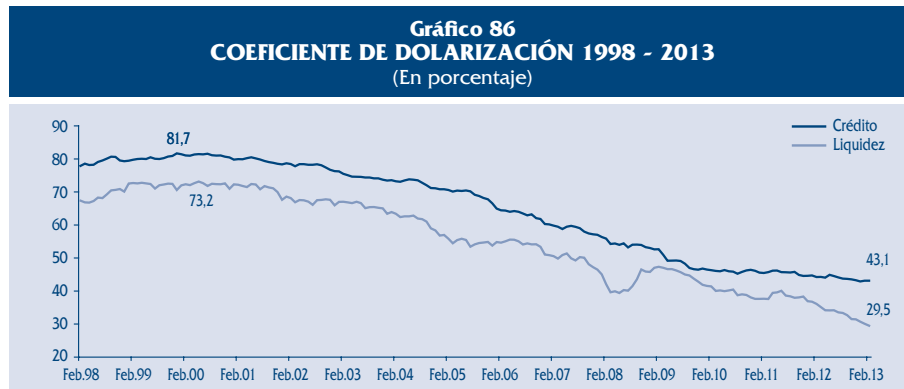
Crédito al sector privado

69. El crédito al sector privado ha moderado su ritmo de expansión con una variación anual en febrero de 15,0 por ciento frente a un crecimiento de 19,7 por ciento al fin del 2011 y 16,1 por ciento en noviembre de 2012. El crecimiento del crédito a empresas también muestra tasas más sostenibles pasando de 18,0 por ciento en diciembre de 2011 a 14,2 por ciento en noviembre de 2012 y a 13,3 por ciento en febrero de 2013. En el caso del crédito personal, el crecimiento de este indicador ha alcanzado una tasa de 18,2 por ciento en febrero, el de consumo 13,9 por ciento y el hipotecario 24,9 por ciento.





70. La dolarización del crédito continuó reduciéndose en enero aunque en menor medida que la dolarización de la liquidez. El coeficiente de dolarización del crédito descendió de 43,3 por ciento en noviembre a 43,1 por ciento en febrero. Por su parte, la dolarización de la liquidez se redujo a 29,5 por ciento en febrero desde 31,4 en noviembre.



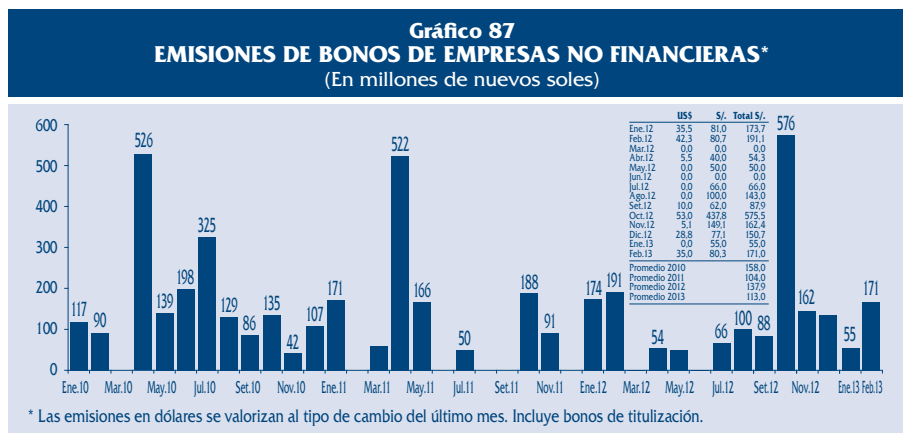
Cuadro 38
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/

	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Feb.13
Créditos a empresas	62,0	55,8	55,9	54,9	53,6	54,0
Créditos a personas	34,3	29,1	26,5	25,1	23,9	24,0
Créditos de consumo	15,1	12,2	10,8	9,8	9,7	10,0
Vehicular	80,5	68,9	64,0	69,7	76,5	77,3
Tarjetas de crédito	8,8	7,7	7,2	6,3	6,4	6,7
Créditos hipotecarios	67,9	58,0	52,2	49,2	44,8	44,3
Por tipo de institución						
Empresas bancarias 1/	57,8	53,1	52,7	51,2	49,5	49,7
Banca estatal	1,7	4,7	1,8	1,1	0,1	0,1
Instit. Financ. No bancarias	20,4	14,0	14,4	13,4	12,3	12,1
TOTAL	53,0	46,8	46,1	44,6	42,9	43,1
Memo:						
Dolarización del crédito a T.C. constante	47,8	43,7	43,7	43,2	42,9	42,7

1/ Incluye sucursales en el exterior.

Mercado de Capitales

71. Las emisiones de las empresas no financieras disminuyeron su ritmo de crecimiento en el último trimestre. En febrero se registraron colocaciones de bonos por parte de las empresas no financieras por S/. 171 millones, en tanto que la banca privada colocó S/. 110 millones.



La emisión de bonos en el mercado internacional por parte de empresas no financieras se ha incrementado significativamente desde US\$ 320 millones en 2011 a US\$ 1 810 millones en 2012. En lo que va del año se han emitido US\$ 1 694 millones. El contexto internacional de reducidas tasas de interés continúa incentivando a las empresas locales a obtener financiamiento en el mercado internacional.

Cuadro 39
EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
EN EL MERCADO INTERNACIONAL

	US\$ Millones	Plazo (años)	Tasa
2011 Total	320		
Corporación Lindley	320	10	6,75%
2012 Total	1 810		
Volcan	600	10	5,38%
Camposol	125	5	9,88%
Terminales Portuarios Euroandinos	110	25	8,13%
Ajecorp	450	10	6,50%
Coazúcar (Grupo Gloria)	325	10	6,38%
Maestro	200	7	6,75%
2013 Total	1 694		
Copeinca	75	5	9,00%
Pesquera Exalmar	199	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	300	10	4,63%
Alicorp	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	350	10	4,63%



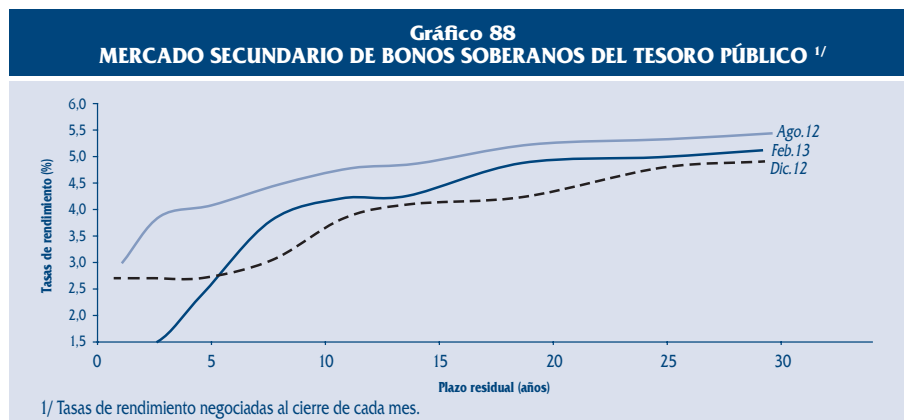


Para el año 2013 se han anunciado emisiones por parte de empresas no financieras por US\$ 3,4 mil millones, destacando las emisiones de bonos de Transportadora de Gas del Perú y Nexus Capital Partner II.

Cuadro 40	
EMISIONES EN EL EXTERIOR: 2013	
(Millones de US\$)	
Total	4 174
Sistema Financiero	800
BBVA	300
BCP*	500
Empresas privadas No Financieras	3 374
Copeinca	75
Pesquera Exalmar	199
Cementos Pacasmayo	300
Alicorp	450
Gas Natural Lima y Callao	320
Milpo	350
H2OImos S.A. *	50
Chinalco *	130
Andino Investment Holding *	150
Nexus Capital Partner II *	500
Transportadora de Gas del Perú*	850

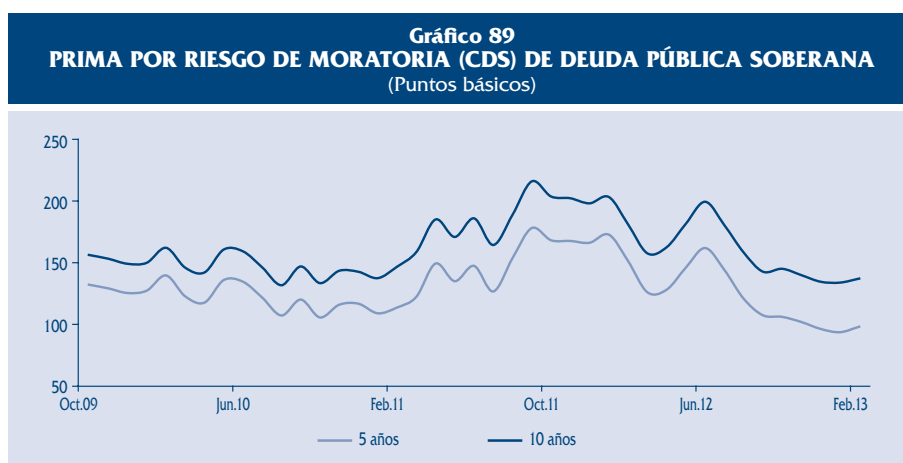
* Anunciado.

72. Las tasas de interés del mercado de los bonos soberanos continuaron su tendencia a la baja entre los meses de diciembre y febrero, debido a la mayor demanda de inversionistas no residentes. Las tasas de rendimiento del tramo corto de la curva (menor a 5 años) continúan ubicándose por debajo de la tasa de referencia del Banco Central de 4,25 por ciento. Los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de bonos soberanos entre diciembre y febrero en alrededor de S/. 340 millones, desde S/. 16 408 millones hasta S/. 16 916 millones, lo que representa el 56 por ciento del saldo emitido de bonos soberanos.



73. En el último trimestre, los *spreads* de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años, medido por la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés), continuaron disminuyendo (9 puntos básicos). La tendencia descendente observada se asocia a la reducción de la percepción de riesgo país y a las mejores perspectivas de la economía.

La caída en los *spreads* ha explicado en parte la reducción del rendimiento de los bonos soberanos.



74. Otro factor importante está asociado a la demanda de activos locales proveniente de los Fondos de Pensiones (AFPs), que en tanto estén más cerca a su límite de inversión en el exterior pueden elevar su demanda por bonos y acciones en el mercado doméstico, presionando al alza sus precios. Actualmente, los fondos de pensiones tienen el 31,1 por ciento de su portafolio invertido en el exterior.

En febrero, las inversiones de las AFPs en el exterior aumentaron en S/. 2 382 millones respecto a diciembre, en contraste con la inversión en bonos del gobierno, que se redujo en S/. 995 millones en el mismo periodo.

Ello se dio como consecuencia del aumento del límite de inversiones en el exterior de 30 a 34 por ciento realizado por el BCRP. En principio, en enero se incrementó de 30 a 32 por ciento, y recientemente en febrero se elevó hasta 34 por ciento del total de la cartera administrada.





Cuadro 41
CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS
POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP
(Millones de nuevos soles)

	Dic.11		Dic.12		Feb.13	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES DOMÉSTICAS	58 185	71,1	68 055	70,3	68 178	68,6
1. Gobierno	13 915	17,0	16 939	17,5	15 950	16,0
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP (1)	886	1,1	2 830	2,9	2 836	2,9
Bonos del Gobierno Central	13 029	15,9	14 109	14,6	13 113	13,2
2. Sistema Financiero	14 333	17,5	16 268	16,8	17 624	17,7
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	5 294	6,5	5 572	5,8	5 742	5,8
3. Empresas no Financieras	23 175	28,3	26 058	26,9	25 879	26,0
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	16 881	20,6	19 272	19,9	18 909	19,0
4. Administradoras de Fondos	3 000	3,7	3 680	3,8	3 711	3,7
5. Sociedades Titulizadoras	3 763	4,6	5 111	5,3	5 014	5,0
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	23 437	28,6	28 512	29,4	30 894	31,1
1. Gobierno	949	1,2	1 705	1,8	2 871	2,9
2. Sistema Financiero	2 738	3,3	2 640	2,7	2 877	2,9
3. Empresas no Financieras	8 220	10,0	6 249	6,5	6 512	6,6
4. Administradoras de Fondos	11 529	14,1	17 918	18,5	18 635	18,7
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	-	-	-	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	260	0,3	286	0,3	327	0,3
TOTAL	81 881	100,0	96 853	100,0	99 399	100,0
Inv. en el Exterior / Cartera Administrada	28,6%		29,4%		31,1%	

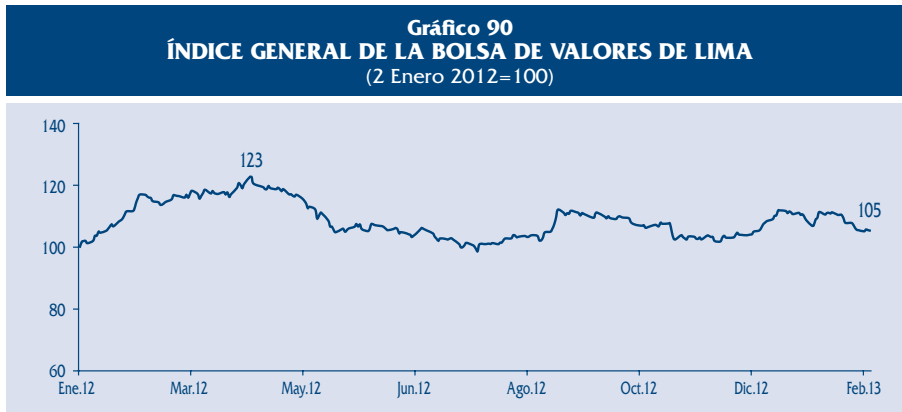
1/ Incluye Depósitos *Overnight* y Certificados de Depósito con Negociación Restringida del BCRP.
Fuente: SBS.

75. Las administradoras de fondos de pensiones incrementaron su oferta neta en el mercado *forward* en US\$ 917 millones en febrero, monto menor al incremento en sus inversiones en dólares en el mismo periodo (US\$ 3 303 millones) lo que reflejaría una reversión de sus expectativas apreciatorias.

Cuadro 42
INVERSIONES DE LAS AFP
(Millones de US\$)

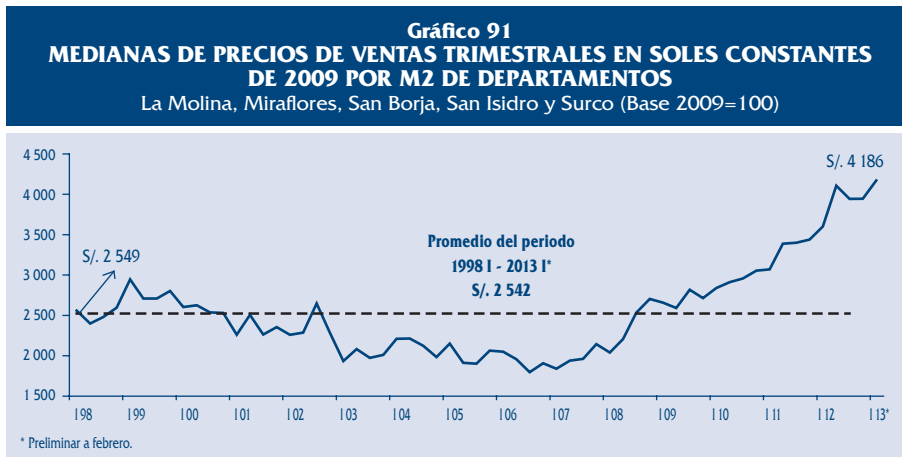
Fecha	Total	
	En el exterior	En dólares
Dic.12	11 184	16 656
Ene.13	11 794	16 696
Feb.13	11 947	19 999

76. En el mercado de renta variable, el IGBVL de febrero se contrajo ligeramente en 0,09 por ciento respecto a diciembre asociado a la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y la evolución de los precios de los minerales.



Mercado Inmobiliario

77. Al cuarto trimestre de 2012, los precios por metro cuadrado de los cinco distritos de la muestra, en soles constantes, aumentaron 15 por ciento respecto al cuarto trimestre de 2011 en línea con el crecimiento de la demanda de viviendas financiadas con créditos hipotecarios. El gráfico muestra la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales en soles constantes de 2009 por metro cuadrado de departamentos.



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

El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés) muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de la adquisición. Al cuarto trimestre de 2012, el precio de adquisición de un departamento equivale en promedio al ingreso proveniente de 16 años de alquiler.





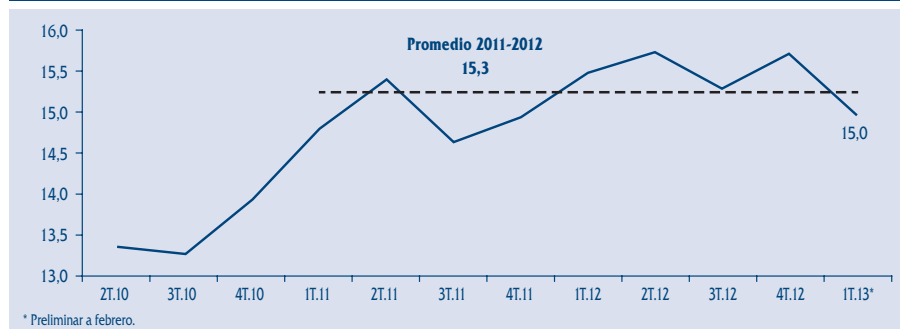
Cuadro 43
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M²

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

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

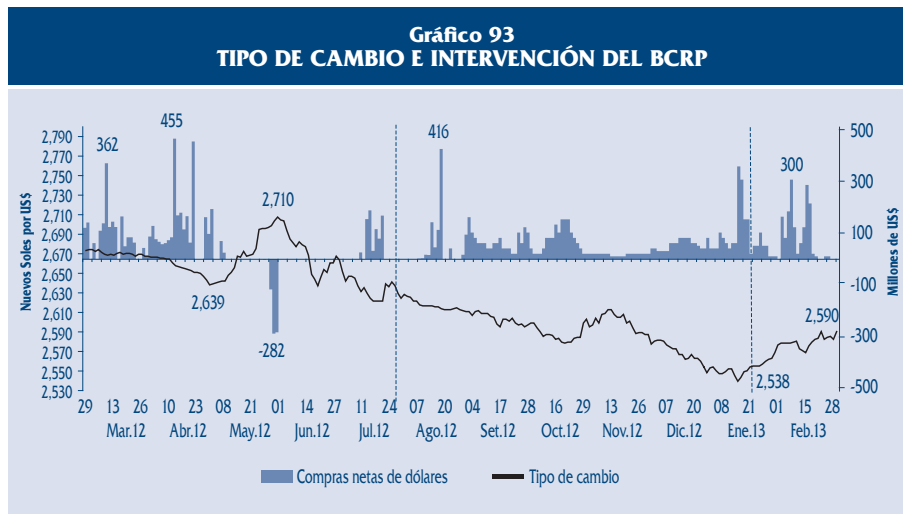
Este ratio ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años. No obstante, se mantiene en los rangos considerados como normales, los cuales de acuerdo a Global Property Guide comprenden valores entre 12,5 y 25.

Gráfico 92
PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL



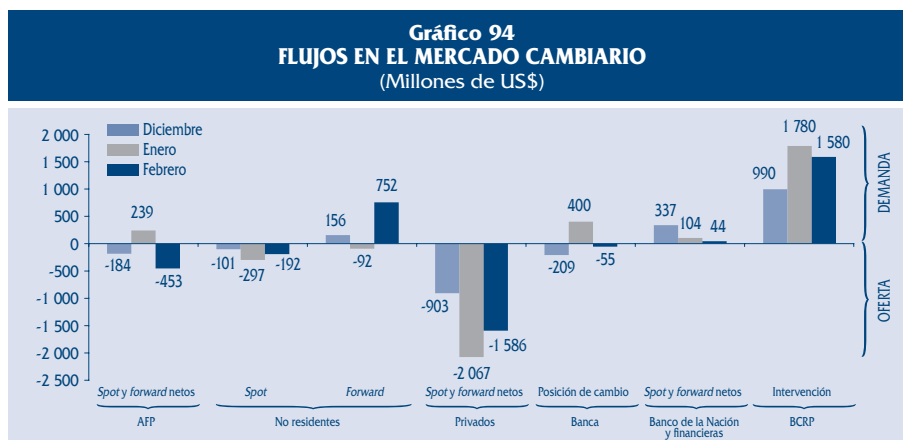
Tipo de cambio

78. El mercado comenzó el año con expectativas de apreciación producto del ruido en los mercados internacionales lo que llevó a que algunos agentes adelanten sus ventas de moneda extranjera. Sin embargo, entre fines de diciembre de 2012 y febrero de 2013, el tipo de cambio registró una depreciación nominal de 1,49 por ciento, pasando de S/. 2,552 a S/. 2,59 por dólar, tendencia diferente a lo observado en el trimestre anterior (octubre-diciembre de 2012), cuando la apreciación fue de 1,73 por ciento. Asimismo, el BCRP mantuvo su estrategia de intervención cambiaria, interviniendo en el mercado cambiario aún en los periodos de depreciación del sol. Entre diciembre y febrero, el BCRP compró US\$ 3 360 millones en el mercado cambiario.



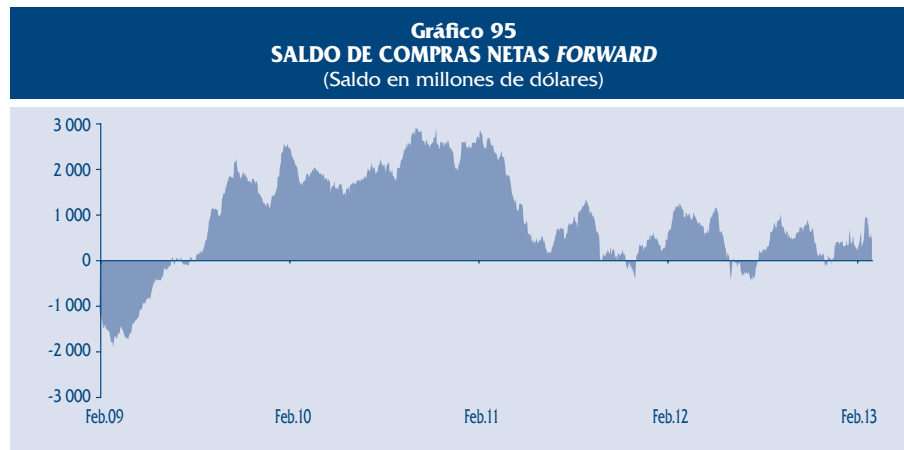
La intervención cambiaria del BCRP fue acompañada de un conjunto de medidas que permitieron revertir la tendencia apreciatoria del tipo de cambio y cambiar las expectativas de los agentes. En primer lugar, la intervención fue acompañada con aumentos consecutivos del encaje medio en moneda extranjera que restringió la liquidez en dólares. En segundo lugar se incrementó el límite de inversiones en el exterior de las AFPs de 30 a 34 por ciento lo que permite compensar la entrada de capitales. En tercer lugar, el Tesoro Público anunció compras de US\$ 4 000 millones para prepagar deuda externa por US\$ 1 679 millones, para depositar en el Fondo de Estabilización Fiscal y para atender el servicio corriente de deuda. Para ello, emitió en el mercado local bonos soberanos por S/. 1 905 millones, los que fueron mayoritariamente adquiridos por inversionistas locales.

En el periodo la oferta de dólares provino principalmente de agentes privados, como empresas mineras y clientes minoristas, lo que fue compensado por la demanda de agentes no residentes en el mercado forward, y la intervención del BCRP.





En el mercado *forward*, las compras netas de dólares por parte de la banca aumentaron desde fines de diciembre, pasando de US\$ 393 millones en diciembre de 2012 a US\$ 464 millones, en el mes de febrero de 2013.



79. En particular, el incremento neto en la demanda *forward* correspondiente a no residentes en febrero fue de US\$ 658 millones, reflejando una expectativa depreciatoria para el tipo de cambio. Cabe resaltar que estos flujos exceden lo que estos agentes requerirían para cubrir sus posiciones en bonos del Tesoro Público en moneda nacional que se incrementaron en US\$ 124 millones en febrero.

Cuadro 44
SALDO NETO FORWARD DE AFP Y NO RESIDENTES 1/
(Millones de US\$)

Fecha	No residentes		AFP	
	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo
Dic.12	3 792	1 842	-4 390	-1 872
Ene.13	3 619	-173	-4 114	276
Feb.13	4 277	658	-5 031	-917

1/ Saldo positivo significa que el agente económico tiene una posición cambiaria de compra de dólares a futuro, y negativo que tiene una posición de venta de dólares a futuro.

80. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que los agentes del sistema financiero y analistas económicos revirtieron sus expectativas apreciatorias ante la respuesta coordinada de las autoridades fiscal y monetaria y la depreciación efectiva observada hasta febrero.

Cuadro 45
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
 (Nuevos Soles por US Dólar)

	Expectativas del:		
	RI Set.12	RI Dic.12	RI Mar.13
Sistema Financiero			
2013	2,59	2,55	2,50
2014	2,58	2,50	2,45
Analistas Económicos			
2013	2,60	2,53	2,50
2014	2,60	2,50	2,45
Empresas No Financieras			
2013	2,65	2,60	2,55
2014	2,67	2,60	2,55
Promedio			
2013	2,61	2,56	2,52
2014	2,62	2,53	2,48

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP. Encuesta realizada durante la segunda quincena de febrero de 2013.

81. El índice de tipo de cambio real multilateral entre diciembre de 2012 y febrero de 2013 pasó de 88,8 a 89,0, lo que representó una depreciación real de 0,21 por ciento en el periodo, acentuada durante febrero cuando se depreció 0,80 por ciento. Esta depreciación real corresponde a una caída del tipo de cambio nominal respecto a una canasta de monedas de -0.5 por ciento entre diciembre y febrero y a un mayor diferencial de inflación.

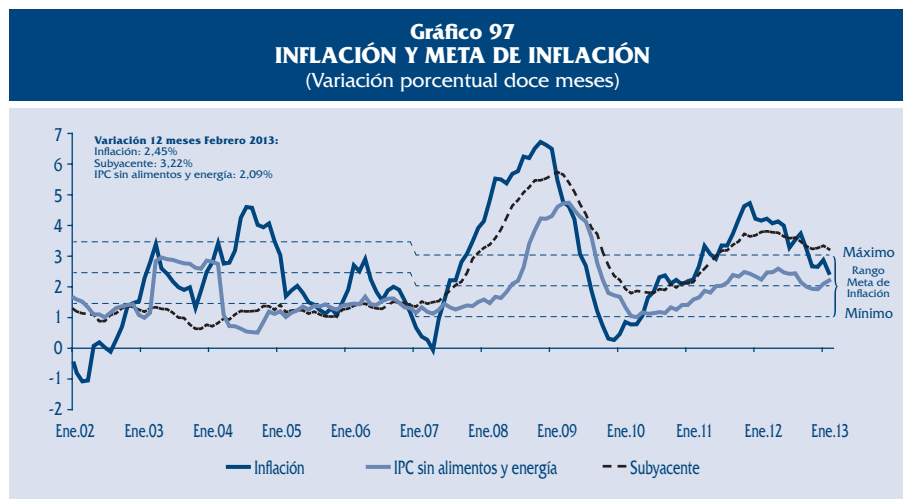
Gráfico 96
ÍNDICE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
 (Índice 2009=100)





VI. Inflación

82. La inflación de los últimos doce meses continuó disminuyendo, pasando de 2,65 por ciento en diciembre 2012 a 2,45 por ciento en febrero de 2013, manteniéndose dentro del rango de la meta. Contribuyó a este resultado la caída de los precios de los alimentos no subyacentes, tanto por una mayor oferta como por la menor cotización internacional de los insumos alimenticios importados.



83. La tasa anual de inflación subyacente, que excluye del cálculo del IPC los rubros de más alta volatilidad, fue 3,2 por ciento al mes de febrero, tasa similar a la de diciembre (3,3 por ciento). El componente no subyacente de la inflación, que estuvo afectado en el 2011 por el alza de los commodities, disminuyó de una tasa anual de 6,8 por ciento en diciembre de 2011 a 1,5 por ciento en diciembre 2012 y 1,0 por ciento en febrero de 2013. Ello reflejó principalmente la dinámica de los precios de los alimentos, los que disminuyeron de una tasa de 11,5 por ciento en diciembre 2011 a 2,4 por ciento en diciembre 2012 y 0,2 por ciento en febrero de 2013.

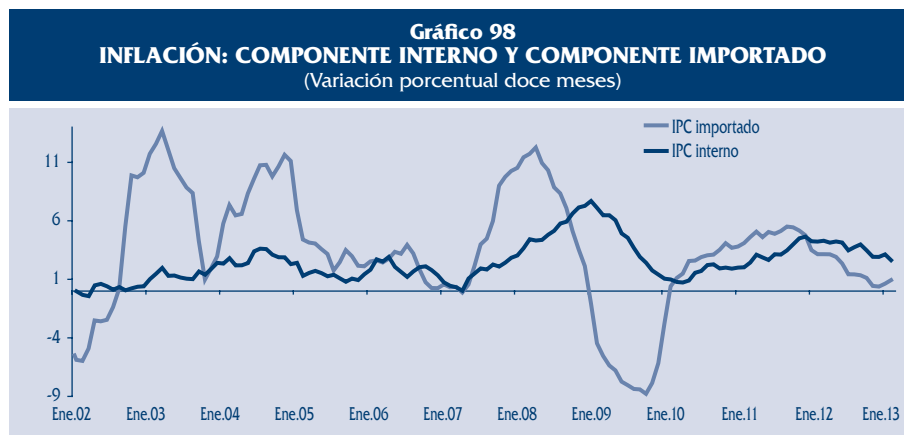
La inflación sin alimentos y energía, aumentó de 1,9 por ciento en diciembre a 2,2 por ciento en febrero, reflejando las alzas en los precios de los servicios, principalmente en comidas fuera del hogar, educación y salud.

Cuadro 46										
INFLACIÓN										
(Variación porcentual)										
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Febrero 2013	
									Ene-Feb	12 meses
I. Inflación	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	0,03	2,45
II. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	2,42	1,91	0,22	2,20
III. Inflación subyacente	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	3,65	3,27	0,50	3,22
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,17	2,56	0,31	2,41
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	4,13	3,97	0,68	4,04
IV. Inflación no subyacente	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	6,79	1,52	-0,84	1,02
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,50	2,36	-2,72	0,23
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	1,53	0,72
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	3,61	1,99	0,11	3,08
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,50	0,54	0,92	0,41
Alimentos	37,8	1,8	6,0	9,7	0,6	2,4	8,0	4,1	-0,5	3,1

Cuadro 47										
INFLACIÓN										
(Contribución ponderada)										
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Febrero 2013	
									Ene-Feb	12 meses
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	0,03	2,45
II. IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	1,36	1,05	0,12	1,20
III. Inflación subyacente	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	2,38	2,11	0,32	2,09
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	1,04	0,82	0,10	0,78
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	1,34	1,29	0,22	1,31
IV. Inflación no subyacente	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	2,36	0,54	-0,29	0,36
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,68	0,37	-0,42	0,04
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,05	0,05	0,02
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	0,32	0,18	0,01	0,27
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,12	0,04	0,07	0,03
Alimentos	37,8	0,63	2,17	3,56	0,21	0,91	3,03	1,59	-0,21	1,22

84. Al mes de febrero la inflación importada registró una variación de 1,0 por ciento en los últimos doce meses, tasa mayor a la de diciembre 2012 (0,4 por ciento). Destacó el incremento en los precios de los combustibles, cuya variación anual pasó de -1,5 por ciento en diciembre de 2012 a 0,7 por ciento en febrero de 2013.



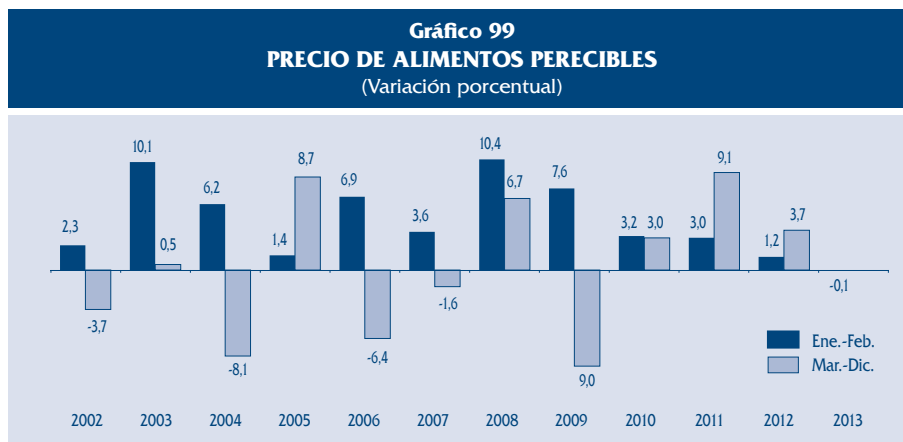


Cuadro 48
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2013
(Variación porcentual acumulada)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 Ene-Feb 12 meses	
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	4,87	0,41	0,44	0,97
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	9,59	1,99	0,11	1,73
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	1,53	0,72
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-1,13	-2,44	-0,17	-2,41
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	0,83	1,73	-0,04	1,67
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	4,72	2,92	-0,02	2,63
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	0,03	2,45
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-4,24	-4,80	0,43	-3,94

85. En el período enero-febrero la inflación acumulada fue 0,03 por ciento y la variación últimos doce meses, 2,45 por ciento. La menor variación del índice general de precios reflejó las menores tasas registradas en el componente no subyacente de la inflación, principalmente en los alimentos.

Las alteraciones climáticas que suelen afectar el abastecimiento de los alimentos en el primer trimestre del año fueron contrarrestados por la mayor oferta de algunos productos alimenticios favorecidos por diversos factores: mejora del clima en meses previos, menores costos de producción por rebaja de las cotizaciones internacionales de los insumos, entre otros.



Entre enero y febrero los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron la carne de pollo, el azúcar, los huevos, el choclo y la papa. Los rubros con mayor contribución positiva al alza de la inflación fueron las comidas fuera del hogar y las tarifas de electricidad. También destacaron las alzas en los precios de cítricos y otras hortalizas.

Cuadro 49
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - FEBRERO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	1,3	0,16	Carne de pollo	3,0	-9,2	-0,29
Electricidad	2,9	2,5	0,07	Azúcar	0,5	-7,5	-0,05
Cítricos	0,5	8,0	0,05	Huevos	0,6	-9,3	-0,05
Otras hortalizas	0,4	8,4	0,04	Choclo	0,1	-20,9	-0,04
Gasolina y lubricantes	1,3	2,2	0,03	Papa	0,9	-2,9	-0,03
Zanahoria	0,1	25,7	0,03	Pescado fresco y congelado	0,7	-3,8	-0,03
Papaya	0,2	13,5	0,03	Uva	0,1	-17,3	-0,02
Pasaje urbano	8,5	0,3	0,03	Cebolla	0,4	-6,4	-0,02
Legumbres frescas	0,2	7,7	0,02	Plátano	0,3	-5,6	-0,02
Carne de res	1,2	1,5	0,02	Transporte nacional	0,3	-4,7	-0,02
Total			0,48	Total			-0,57

Cuadro 50
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
MARZO 2012 - FEBRERO 2013

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,9	0,73	Azúcar	0,5	-17,9	-0,14
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,8	0,43	Papaya	0,2	-23,5	-0,07
Pasaje urbano	8,5	3,2	0,26	Huevos	0,6	-12,8	-0,07
Papa	0,9	15,1	0,13	Teléfonos	2,9	-2,2	-0,05
Consumo de agua	1,6	5,2	0,09	Pescado fresco y congelado	0,7	-5,4	-0,04
Leche en conserva	1,6	5,4	0,09	Zanahoria	0,1	-18,4	-0,04
Artículos del cuidado personal	4,9	1,5	0,07	Gasolina y lubricantes	1,3	-2,1	-0,03
Bebidas gaseosas	1,3	4,2	0,06	Arroz	1,9	-1,6	-0,03
Carne de res	1,2	4,6	0,06	Pasaje de avión	0,4	-6,3	-0,02
Gas	1,4	3,7	0,05	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-3,0	-0,02
Total			1,97	Total			-0,51





Componentes de la inflación al mes de febrero 2013

86. El precio de la **carne de pollo** registró tasas negativas en los dos primeros meses del año luego de cerrar 2012 con un incremento de 9,3 por ciento. Influyó en este resultado el menor precio de los productos sustitutos como pescado, principalmente jurel y bonito. También contribuyó el aumento de las colocaciones de pollos bebé (aproximadamente 3 por ciento con respecto al mismo período del año anterior). Asimismo, la cotización internacional del maíz, principal insumo del alimento de los pollos, que disminuyó de US\$ 319 en agosto 2012 a US\$ 282 en diciembre y US\$ 280 en febrero.

El precio de los **huevos** cayó 9,3 por ciento, lo que estuvo en relación al aumento de la producción (8,8 por ciento al mes de enero). En ello influyó la disminución de los costos de producción ante la menor cotización internacional del maíz, así como las mejoras técnicas aplicadas por la industria.

El precio del **azúcar** disminuyó 7,5 por ciento debido principalmente al aumento de la producción nacional de caña de azúcar (7,9 por ciento en enero). También influyó la menor cotización internacional del azúcar: que pasó de US\$ 515,7 en diciembre 2012 a US\$ 500,8 en enero 2013 y a US\$ 498,16 en febrero (contrato 5).

Los precios de productos agrícolas como **papa** y **choclo** también disminuyeron. En ambos productos se observó un buen nivel de abastecimiento. En el caso de la papa la mejora de la oferta se dio a pesar de las menores siembras en el segundo semestre de 2012 por efecto de las menores lluvias que facilitaron las cosechas.

El rubro de **comidas fuera del hogar** continuó con la tendencia creciente de los últimos cinco años. En el período enero-febrero presentó una variación acumulada de 1,3 por ciento, mayor que el índice general (0,03 por ciento) y que el total de alimentos y bebidas dentro del hogar (-1,4 por ciento).

El alza de las **gasolinas** y **lubricantes** relacionados a los mayores precios del petróleo. La cotización internacional WTI pasó de US\$ 89,2 en diciembre 2012 a US\$ 94,5 en enero y a US\$ 95,6 en febrero

También incidió en la inflación el aumento de las **tarifas de electricidad** decretado por Osinergmin que recoge la incorporación de nuevos contratos de suministro a partir de enero, así como la fijación trimestral de la tarifa de generación en febrero. En esto último se contempló el mayor precio del gas natural. También se actualizó el peaje del sistema de transmisión principal, así como la puesta en operación de una nueva línea de transmisión (Zapallal-Trujillo).

Proyección de Inflación

87. En línea con lo considerado en el Reporte de Diciembre, en el mes de febrero, la inflación de los últimos 12 meses se ubicó dentro del rango meta, y ascendió a 2,44

por ciento. La proyección para los próximos dos años considera la evolución del ciclo económico, los factores de oferta que afectan a los precios de la energía y los alimentos, y las expectativas de inflación.

La **brecha del producto** mide las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica que devienen en presiones inflacionarias por el lado de la demanda. En la proyección se considera que el impulso externo negativo, caracterizado por un entorno internacional de crecimiento mundial aún débil, sería compensado por un impulso fiscal y un impulso privado positivos en un contexto de expectativas optimistas de consumidores y empresarios, con lo que se proyecta un ciclo económico neutral con una brecha producto cercana a cero para los próximos años. Esto implica que no se esperan presiones de demanda interna que afecten a la tasa de inflación.

En cuanto a los factores de oferta que pueden afectar a la tasa de inflación, estos pueden ser de origen externo o de origen interno. En el primer caso, la proyección contempla niveles más bajos que los previstos en el Reporte de Inflación de diciembre en los precios internacionales de **commodities alimenticios** como maíz y trigo, efecto que sería parcialmente compensado por una proyección del precio del petróleo en torno a su nivel actual, lo cual significa una revisión al alza respecto al Reporte de Inflación previo. En el segundo caso, no se prevén incrementos importantes en los precios de **productos agrícolas perecibles**, asumiendo condiciones climáticas normales.

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

En suma, en el escenario central de proyección se considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* y que las expectativas de inflación se mantendrían dentro del rango meta. Se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja en los siguientes meses al punto medio de 2,0 por ciento. La proyección de inflación para los años 2013 y 2014 se ubica en un rango entre 1,5 y 2,5 por ciento.

Cuadro 51 INFLACIÓN: 2009 - 2013 (Variación porcentual anual)								
	Peso	2009	2010	2011	2012	2013		
						Año*		
						Feb.	RI Dic. 12	RI Mar.13
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,6	2,4	2,0	2,0
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	2,8	2,5	2,4
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	3,1	2,4	2,2
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	0,4	3,2	3,7
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	2,2	1,5	1,7

* Proyección.





88. Se estima que la inflación no subyacente será menor a 2 por ciento como consecuencia de mejores condiciones climáticas así como de una evolución favorable de los precios internacionales de los alimentos. Los principales factores que afectan la trayectoria de la **inflación subyacente** son la brecha del producto, la inflación importada y las expectativas de inflación.

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

Por su parte, se prevé que en el horizonte de proyección central la evolución del componente de inflación importada presentaría una normalización relativamente rápida que incidiría hacia la reducción de la inflación.

Finalmente, se proyecta que las expectativas de inflación se mantengan ancladas dentro del rango meta, paulatinamente convergiendo a 2 por ciento. Hacia mediados del año 2012, las expectativas de inflación se ubicaron cerca del límite superior del rango (3 por ciento) como consecuencia de los choques de oferta en los precios de alimentos y de energía que afectaron la tasa de inflación.

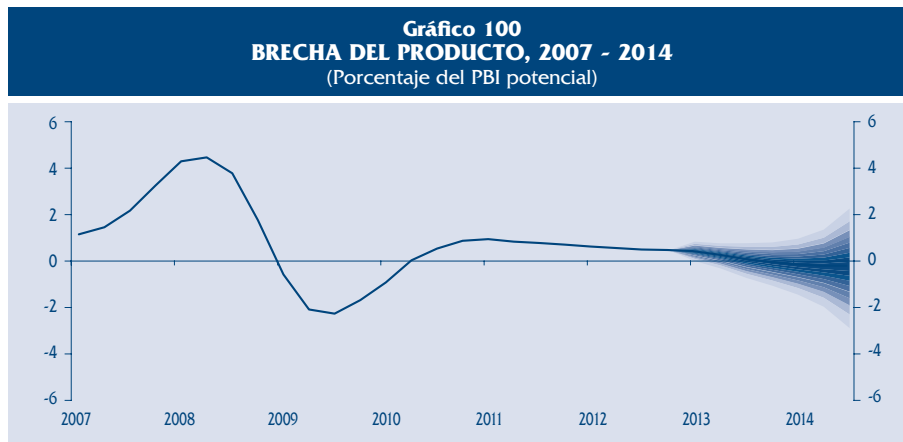
Brecha producto

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

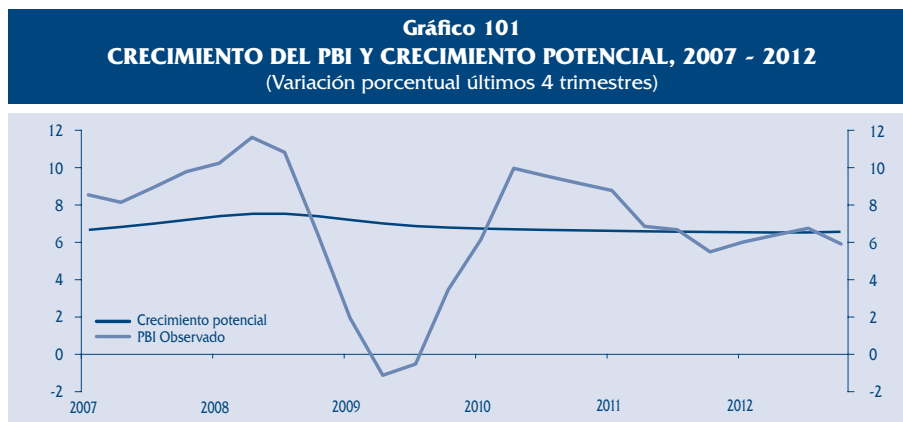
En el frente externo se prevé un impulso similar en línea con el crecimiento previsto de nuestros socios comerciales y el comportamiento relativamente estable de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo en 2013 de 0,7 por ciento, acorde con el mayor dinamismo del gasto público. Así, en el año 2013 la contribución negativa sobre la brecha del producto del impulso externo se vería aliviada por el comportamiento del impulso fiscal. Para el año 2014, se proyecta un impulso fiscal ligeramente contractivo.

Asimismo, se asume que tanto el consumo privado como la inversión privada mantendrían el dinamismo observado recientemente, lo que se traduciría en un impulso privado positivo en el horizonte de proyección.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla una posición de la política monetaria que no sería 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 Índice de Precios al Consumidor (IPC).



El crecimiento potencial fue alrededor de 6,3 por ciento en el año 2012 y se proyecta que en los próximos dos años el crecimiento del PBI potencial se mantendría en niveles similares. Esta proyección es consistente con una mayor acumulación de capital físico, derivada de las altas tasas de crecimiento de la inversión bruta fija del año 2012 y las previstas para el periodo de 2013 a 2014.



Cabe precisar que las proyecciones del PBI presentadas en este reporte asumen suministro eléctrico sin racionamiento entre 2013 y 2015, proyección consistente con los balances proyectados de oferta y demanda eléctrica para el horizonte analizado en ausencia de fallas significativas y persistentes de generación y transmisión.

No obstante, la evidencia reciente muestra que el sistema eléctrico peruano presenta cierta fragilidad lo que alerta sobre la necesidad de concretar las inversiones para incrementar la reserva del sistema⁹. La vulnerabilidad del sistema eléctrico ante eventuales fallas de generación

9 Entre enero y febrero de 2013 se registró a nivel nacional 25 interrupciones del servicio eléctrico -eventos de naturaleza parcial y transitoria-, causados principalmente por fallas de generación y de transmisión (15, en el mismo periodo de 2012); de las cuales 3 superaron los 250 MW (aproximadamente 5 por ciento de la demanda máxima; 1 en el mismo periodo de 2012).

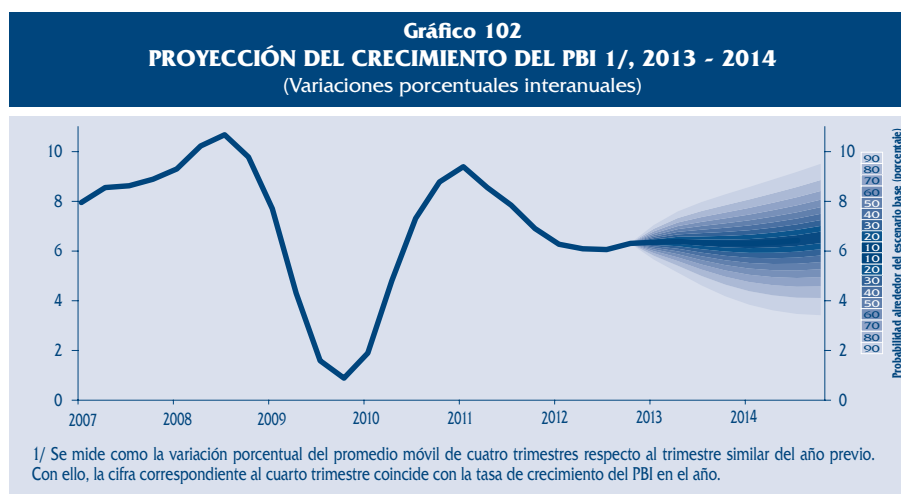




y transmisión se explica principalmente por un reducido exceso de oferta eléctrica (margen de reserva) que sería menor al 10 por ciento de la máxima demanda durante la temporada de escasez de lluvias en el periodo 2013 - 2015.

90. Toda proyección de crecimiento está sujeta a posibles eventos que la desvíen de su escenario central. Bajo este contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente.

En un escenario de riesgo de origen interno se podrían presentar choques adversos de demanda vinculados al impacto de los conflictos sociales sobre la inversión privada. En tanto, por el lado de la oferta se podrían observar restricciones en el abastecimiento de electricidad considerando el bajo margen de reserva eléctrica. Por su parte, aunque se han apreciado mejoras recientes, se mantiene alta la incertidumbre de cómo la evolución de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas; esta situación contrastaría con una eventual entrada masiva de capitales motivada por la búsqueda de alternativas rentables de inversión a favor de las economías emergentes en un contexto de abundante liquidez en mercados internacionales. La descripción de los escenarios de riesgo contemplados en el presente Reporte se encuentra en el capítulo Balance de Riesgos.



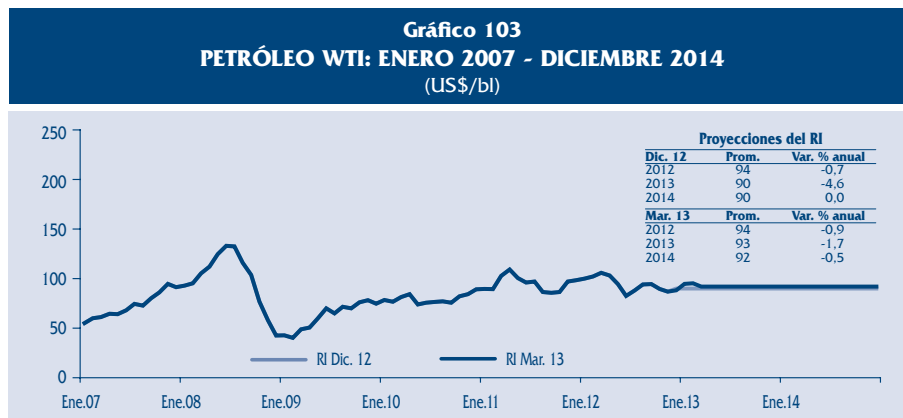
Precios de Energía y Alimentos

a. Energía

91. El precio del petróleo WTI se redujo 0,9 por ciento en 2012, promediando una cotización anual de US\$/bl. 94. El comportamiento descendente registrado durante la mayor parte del año se asoció a un incremento en la producción de EUA que alcanzó niveles no vistos en al menos 15 años (debido al auge en la explotación de crudo no convencional) y a la producción de la OPEP en niveles superiores a los anunciados.

Sin embargo, en los dos primeros meses del año, la cotización del WTI aumentó 8,0 por ciento, al pasar de US\$/bl. 88 en diciembre a un promedio mensual de US\$/bl. 95 en febrero. Este incremento se registró principalmente en enero, y se asoció a la reducción de los elevados niveles de producción efectiva de la OPEP en los meses de noviembre y diciembre de 2012 (Arabia Saudita redujo su producción) y la disminución de inventarios de crudo en Oklahoma por entrada de operaciones del oleoducto Cushing (transporta petróleo de ese lugar hacia las refinerías del Golfo de México). El comportamiento al alza se viene revirtiendo desde la quincena de febrero, luego de que se continuara revisando al alza la producción de crudo de EUA y se redujera la proyección de demanda mundial de petróleo, de acuerdo a la Agencia Internacional de Energía.

En el presente escenario, el mercado mundial se encuentra bien abastecido, pero aún se mantienen los factores de riesgos al alza en el Medio Oriente; asimismo, se considera que los inventarios en Oklahoma continuarán cerca de los niveles actuales (menores a los considerados previamente). Se estima que en el horizonte de proyección, los precios del petróleo WTI se estabilicen alrededor de su nivel actual (ligeramente mayor al considerado en el Reporte de Inflación anterior).



b. Alimentos de origen importado

92. En 2012, el índice de precios reales de los alimentos de la FAO registró una reducción promedio anual de 8,1 por ciento. Los precios disminuyeron durante gran parte el año, salvo a inicios del tercer trimestre cuando las cotizaciones de los cereales aumentaron debido una severa sequía registrada en las principales zonas agrícolas de EUA.

Durante los dos primeros meses de 2013, los precios de los alimentos se redujeron; el índice FAO mostró una caída de 0,9 por ciento. Los incrementos en los aceites vegetales fueron contrarrestados por la caída en los precios de los cereales, los que reflejaron, principalmente, la reducción en la cotización del trigo, y en menor medida la del maíz.





Según el Balance de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) de marzo de 2013, en la actual temporada 2012/13 se vienen registrando condiciones de mercado más ajustadas, con caídas en los inventarios finales globales de los principales productos. Sin embargo, las primeras proyecciones de producción para la siguiente temporada 2013/14 revelan una mejora futura en el abastecimiento de maíz y soya, al proyectar niveles de producción récord. De no mediar problemas climáticos, los estimados indican que los precios de los granos caerían con la nueva cosecha.

Cuadro 52
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
(Millones de toneladas)

	2010/11	2011/12	2012/13	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios Iniciales	145,9	128,1	131,2	-12,2	2,4
Producción	832,5	882,7	854,1	6,0	-3,2
Oferta Global	978,4	1 010,8	985,2	3,3	-2,5
Consumo Total	850,3	879,6	867,8	3,4	-1,3
Inventarios Finales	128,1	131,2	117,5	2,4	-10,4
TRIGO					
Inventarios Iniciales	201,0	197,9	196,5	-1,5	-0,7
Producción	652,2	697,0	655,5	6,9	-6,0
Oferta Global	853,2	894,9	852,0	4,9	-4,8
Consumo Total	655,3	698,5	673,7	6,6	-3,5
Inventarios Finales	197,9	196,5	178,2	-0,7	-9,3
ACEITE DE SOYA					
Inventarios Iniciales	3,3	3,5	3,8	7,6	8,2
Producción	41,3	42,4	43,2	2,7	1,8
Oferta Global	44,6	45,9	47,0	3,1	2,3
Consumo Total	40,8	41,8	43,4	2,5	3,8
Inventarios Finales	3,5	3,8	3,3	8,2	-12,3

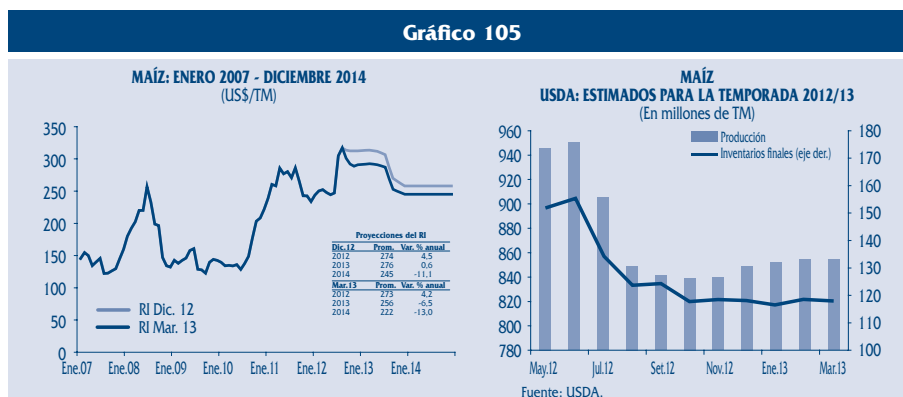
Fuente: Departamento de Agricultura de EUA (USDA). Estimados de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos (WASDE), marzo 2013.

Maíz

93. En 2012, la cotización del **maíz** registró un incremento de 4,2 por ciento, desacelerando su ritmo de crecimiento (en 2011, aumentó 66,9 por ciento). En diciembre, el precio promedio fue US\$/TM 282, y en febrero 2013, US\$/TM 280, registrando una caída de 0,7 por ciento en lo que va del año. Con ello, el precio del maíz acumula seis meses consecutivos de caída, revirtiendo la fuerte alza de mediados de 2012 asociada a la severa sequía de EUA.

La caída de los dos primeros meses se explica por expectativas de recuperación de la oferta global. El USDA anunció que EUA registrará una producción récord en la temporada 2013/14, debido a la recuperación de los rendimientos.

En línea con estos desarrollos, para el horizonte de proyección, se estima que los precios de los alimentos se ubiquen en niveles inferiores a los del Reporte de Inflación de diciembre 2012. Sin embargo, existen riesgos al alza, considerando que la proyección del USDA de la temporada 2013/14 es preliminar y que la sequía continúa en algunas zonas productoras de EUA.



Trigo

94. El precio internacional del **trigo** disminuyó 1,5 por ciento en 2012, revirtiendo parcialmente, el alza de 43,7 por ciento registrada en 2011. En los dos primeros meses del presente año, el precio continuó disminuyendo, registrando una caída acumulada de 9,7 por ciento, al pasar de una cotización promedio mensual de US\$/TM 302 en diciembre 2012 a US\$/TM 273 en febrero.

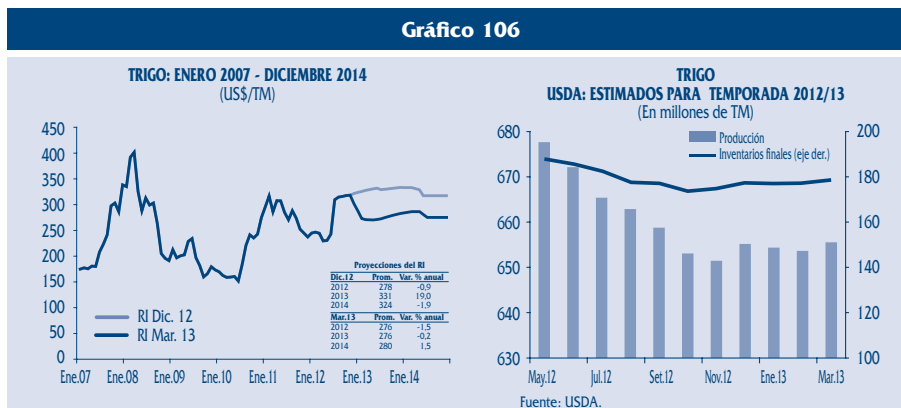
La disminución acumulada al segundo mes del año se sustenta en las revisiones al alza de los inventarios finales globales por parte del USDA, la menor demanda por trigo de EUA en los mercados internacionales, así como por las mejores condiciones climáticas registradas en EUA. La cosecha de trigo de invierno en EUA viene siendo más favorable que la esperada, lo que ha llevado a los precios a niveles estacionalmente bajos.

Debido a una mayor producción global esperada, proveniente de India y de países europeos, principalmente, y a las mejoras en las condiciones climáticas en zonas





productoras de EUA, se espera que el trigo se cotice en niveles más bajos que los estimados en el Reporte de Inflación pasado.

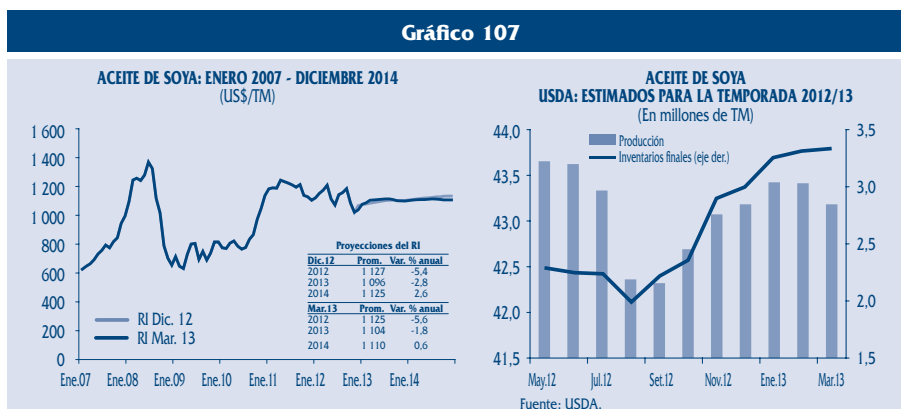


Aceite de Soya

95. La cotización del **aceite de soya** registró una caída promedio de 5,6 por ciento en 2012, cerrando con una cotización promedio anual de US\$/TM 1 125, revirtiendo parte del incremento de 38,6 por ciento registrado en 2011. Durante los primeros dos meses de 2013, el precio del aceite de soya aumentó 4,8 por ciento, cerrando febrero con un nivel promedio de US\$/TM 1 088.

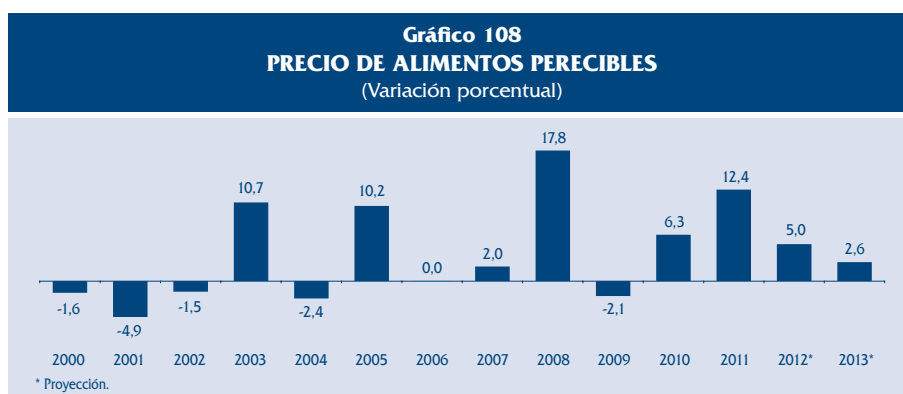
Este incremento está asociado tanto al comportamiento del precio internacional del petróleo, como a los determinantes de la oferta de soya. Dentro de estos destacó la mayor demanda de aceite de soya, en especial de China. Asimismo, el USDA recortó la proyección de producción de soya de Argentina para el periodo 2012/13. Por otra parte, se registraron problemas de logística de embarque en los puertos de Brasil que dificultaron la distribución de la oferta de ese país.

Considerando estos factores, se estima que el aceite de soya se cotice a niveles mayores a los considerados en el Reporte de Inflación anterior debido, además, a los mayores precios de petróleo considerados.



c. Alimentos agrícolas perecibles

Durante el año 2012 se observaron anomalías climatológicas que afectaron la oferta de alimentos perecibles hasta el tercer trimestre. Para el año 2013 se esperan condiciones climatológicas normales, con el consecuente menor aumento de precios en este grupo.



Generalmente en el primer trimestre del año se registra un aumento en los precios de los perecibles debido al menor abastecimiento estacional por las menores cosechas y aumento de las lluvias. Sin embargo, en enero y febrero de este año, no se ha dado este efecto en la misma magnitud. Ello debido a que algunos cultivos se han visto favorecidos por las mejores condiciones climáticas de los últimos meses de 2012.

Para marzo se esperan lluvias por encima de lo normal principalmente en Cuzco, Huancavelica, y parte de Arequipa, Ayacucho y Huánuco. La región Junín no sería muy afectada, aunque las fuertes lluvias podrían ocasionar, al igual que en otros años, huaycos e interrupción del tránsito de los productos a Lima.

En la costa, a diferencia de años anteriores, se observa un buen manejo fitosanitario (control de plagas y enfermedades). Se proyecta que los reservorios de la costa norte, tendrían el nivel requerido de agua para asegurar la campaña grande. A partir de abril se esperan menos lluvias y temperaturas dentro del rango normal.

Limón

La producción del **limón** en los dos últimos años ha enfrentado alteraciones climáticas. En 2011, la floración y la formación de frutos fueron afectadas durante la mayor parte del año por la ocurrencia de bajas temperaturas ambientales al registrarse un evento de La Niña. En el año 2012, la producción se vio afectada en el tercer trimestre, ya que la variabilidad climática en los meses previos determinó la caída de la floración. A partir de octubre la producción se fue normalizando lo que se reflejó en un buen nivel de abastecimiento y una reversión de precios en los primeros meses de 2013. Esta tendencia se revertiría ya que las lluvias de los primeros días





en marzo han originado la caída de flores, lo que afectaría el abastecimiento en el segundo semestre.

Papa

Para el periodo marzo – junio se espera un aumento de la oferta de papa procedente de la sierra central por las mayores cosechas de la campaña grande. Las menores siembras por las recientes lluvias podrían ser amortiguadas por los mayores rendimientos. En el segundo semestre, se contempla que las siembras en la costa se recuperarían con relación a la campaña anterior dados los mayores precios registrados en ese período.

Papaya

Luego de la fuerte caída en la producción en el año 2011, debido al desborde de los ríos y a la presencia de plagas en Ucayali, la producción se recuperó en el año 2012 por el inicio de la producción de nuevas plantaciones y la mejora del clima en Ucayali, registrándose en 2012 una caída del precio. En lo que va del presente año, el abastecimiento a Lima no habría sido mayormente afectado por las lluvias, dada la mayor producción procedente de San Martín. Se espera un buen nivel de oferta para el resto del año.

Expectativas de inflación

96. Con respecto al Reporte de Inflación de diciembre, los agentes económicos han mantenido sus expectativas de inflación dentro del rango meta de inflación del Banco Central para los años 2013 a 2014. Las expectativas de inflación se ubican entre 2,5 y 3,0 por ciento para 2013, reduciéndose a medida que se amplía el horizonte de proyección a valores entre 2,4 y 3,0 por ciento para 2014, dentro del rango meta.

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



Se proyecta que las expectativas de inflación continúen reduciéndose hacia una tasa cercana al 2 por ciento en los siguientes dos años. El incremento transitorio observado de las expectativas de inflación reflejó que la tasa de inflación fue afectada por choques de oferta en los precios de alimentos y de energía. Hacia finales de 2012, estos choques se han revertido y, consecuentemente, se han observado correcciones en las expectativas de inflación.

Cuadro 53
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN FIN DE PERIODO
(Puntos porcentuales)

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

RI: Reporte de Inflación.
Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP. Encuesta realizada durante la segunda quincena de febrero de 2013.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla una posición de la política monetaria que no será sustancialmente distinta a la actual en el corto plazo. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC. El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial e interna para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de mantener la inflación dentro del rango meta.

Proyección

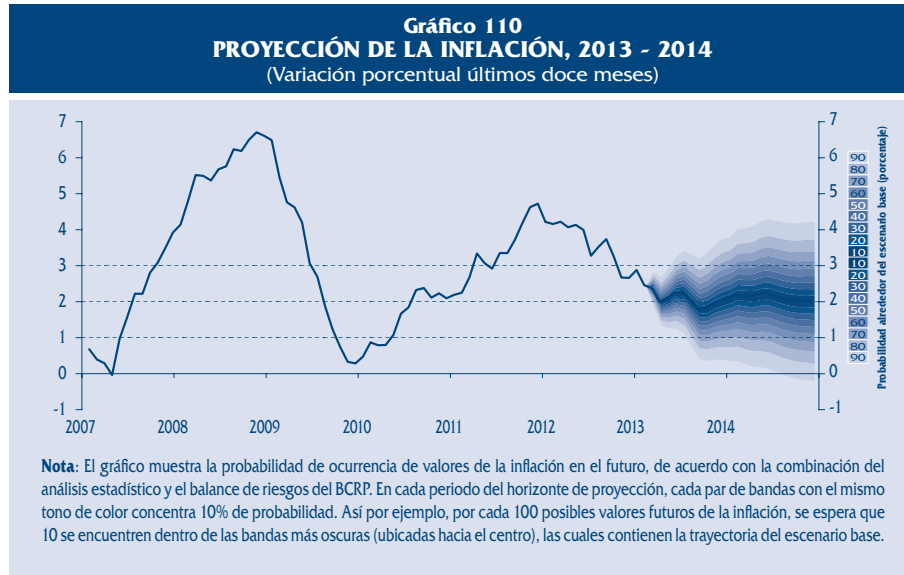
97. La evolución de las variables descritas anteriormente inciden sobre la trayectoria de la inflación del escenario base. Sin embargo, debido a la incertidumbre sobre los desarrollos futuros de la economía doméstica y global, se evalúan otros escenarios que incorporan supuestos alternativos de proyección y que desvían la trayectoria de inflación de su referente en el escenario base.

En el siguiente gráfico, las bandas más oscuras contienen la trayectoria del escenario base, el mismo que tendría una probabilidad de ocurrencia de alrededor de 70 por ciento. Los escenarios alternativos de proyección, que se describen en la sección de Balances de Riesgos, tendrían en total una probabilidad de 30 por ciento de ocurrencia.





Con información disponible a febrero de 2013, la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en los años 2013 y 2014 es aproximadamente 65 por ciento y de que se ubique por debajo de 3 por ciento es de 70 por ciento.



VII. Balance de Riesgos

98. El escenario base para la proyección de inflación incorpora información relevante de variables macroeconómicas y financieras, tanto del entorno doméstico como internacional, la cual se complementa con información cualitativa que no se encuentra necesariamente plasmada en las estadísticas.

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

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

99. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección están asociados con la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y el flujo de capitales internacional, la evolución de la demanda interna y el impacto de los precios de *commodities* en los mercados internacionales y condiciones climáticas adversas. El balance de estos riesgos se mantiene neutral, aunque existe un cambio en la percepción sobre los impactos esperados de cada uno de éstos. El gráfico de esta sección muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación en un horizonte de 2 años.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo, y están vinculados con el posible desencadenamiento de una crisis financiera internacional.

a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

Si bien el escenario base considera una tasa de crecimiento de la actividad económica mundial similar a la contemplada en el Reporte de Inflación de Diciembre, este escenario podría ser conservador dada la creciente incertidumbre en los mercados internacionales por la falta de acuerdo sobre la política fiscal en Estados Unidos, un agravamiento del problema de deuda en la Zona Euro, así como por la desaceleración registrada en algunas economías emergentes. Una profundización de estas condiciones de riesgo traería como secuela un menor





dinamismo global y un debilitamiento de la demanda externa, que repercutirían en la economía nacional a través de canales financieros y comerciales.

En este escenario internacional adverso se daría 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 entre inversionistas y desencadenar una reversión repentina de capitales (*sudden stop*) con una depreciación real y un incremento del riesgo país. En este contexto, se espera que las tasas de interés internacionales permanezcan bajas por más tiempo que el contemplado en el escenario base.

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

Cabe mencionar que este escenario hipotético de deterioro económico internacional tiene un impacto esperado igual al considerado en el Reporte de Inflación de Diciembre. Esta revisión considera la reciente información de un crecimiento más moderado en los Estados Unidos y de señales de recuperación del dinamismo de China. Sin embargo, el impacto negativo de este escenario continúa latente, mientras la persistencia de los problemas en la Eurozona continúe afectando la incertidumbre y la volatilidad de los mercados.

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

b. Mayores entradas de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en 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, podrían promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes como la peruana. Por un lado, un mayor inlujio 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, las cuales se traducirían en una menor inflación doméstica.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y sus instrumentos de política macro prudencial, como las tasas de encajes. Este escenario de mayores inlujos de capitales tiene un impacto esperado similar al considerado en el Reporte de Inflación de Diciembre.

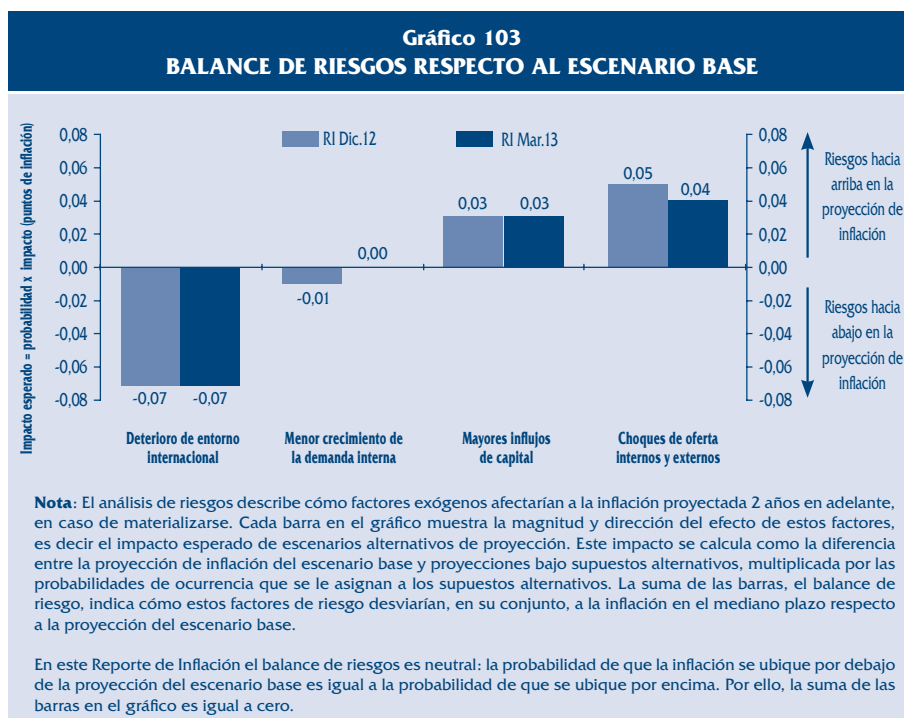
c. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

De modo similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de diciembre, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el temor en los mercados por una agudización de las tensiones geopolíticas internacionales. De materializarse este riesgo, las presiones inflacionarias globales serían más persistentes de lo que actualmente se contempla.

En el ámbito nacional, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si estos choques de oferta contaminaran las expectativas de inflación de los agentes económicos. Sin embargo, este escenario de choques internos y externos tiene un impacto menor que el considerado en el Reporte de Inflación de diciembre, lo que refleja la reciente reversión observada de los choques de oferta.

Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan a la baja se atenúan por los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, el balance de estos riesgos es neutral para la proyección de la inflación de fines de 2014. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.





Conclusión

100. La tasa anual de inflación viene reduciéndose en un entorno de reversión de los choques de oferta, las expectativas de inflación decrecientes y dentro del rango meta, una menor inflación importada y un ciclo económico neutral. Con ello, la trayectoria de inflación se mantendría dentro del rango meta durante el periodo 2013 y 2014. El balance de riesgos es neutral.

Se estima que el PBI continuará creciendo a tasas cercanas a su nivel potencial, con una evolución dinámica de la demanda interna.

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