



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Abril 2014*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2014-2015**

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

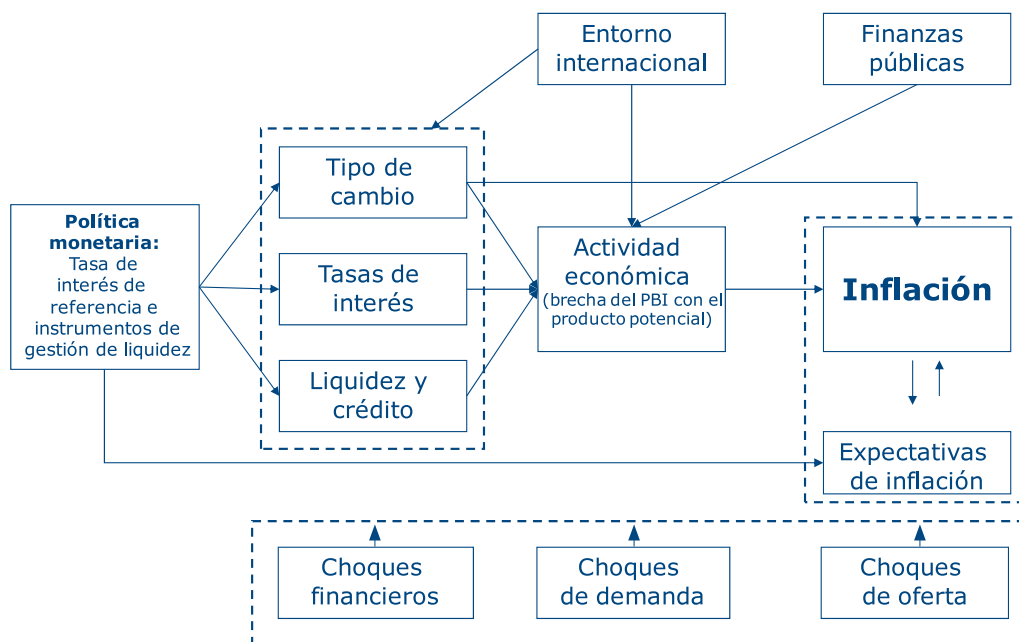


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2015

*Abril 2014*



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

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2015

*Abril 2014*

### CONTENIDO

|   | <i><b>Pág.</b></i> |
|---|--------------------|
| Prólogo .....   | 5                  |
| Resumen .....   | 6                  |
| I. Escenario internacional.....                         | 9                  |
| - Actividad productiva.....                             | 9                  |
| - Mercados financieros.....                             | 21                 |
| II. Actividad económica.....                            | 28                 |
| - PBI sectorial.....                                    | 28                 |
| - PBI gasto .....                                       | 33                 |
| III. Balanza de pagos .....                             | 55                 |
| - Términos de intercambio .....                         | 55                 |
| - Balanza comercial.....                                | 60                 |
| - Balanza en cuenta corriente y su financiamiento ..... | 63                 |
| IV. Finanzas públicas .....                             | 68                 |
| - Resultado económico .....                             | 68                 |
| - Impulso fiscal .....                                  | 74                 |
| - Deuda pública .....                                   | 75                 |
| V. Política monetaria .....                             | 77                 |
| - Tasas de interés y operaciones monetarias.....        | 77                 |
| - Encajes .....   | 83                 |
| - Tipo de cambio e intervención cambiaria .....         | 84                 |
| - Liquidez y crédito .....                              | 87                 |
| - Mercado de capitales.....                             | 91                 |
| VI. Inflación.....                                      | 108                |
| - Ejecución a marzo .....                               | 108                |
| - Proyección de inflación .....                         | 115                |
| VII. Balance de riesgos .....                           | 119                |

#### RECUADROS

|   |     |
|---|-----|
| 1. Proyecciones y cambio de año base de las Cuentas Nacionales .....                          | 50  |
| 2. Productividad laboral: el Perú en una perspectiva global y regional .....                  | 52  |
| 3. Operaciones de compra con compromiso de recompra de moneda extranjera ....                 | 99  |
| 4. Denominación de tipo de moneda en los contratos de concesiones de<br>infraestructura ..... | 102 |
| 5. Efectos de la brecha del producto sobre la inflación: la curva de Phillips .....           | 106 |

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información a 2013 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a marzo de 2014 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 un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento. De esta manera, 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 se anticipa 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 internos 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 es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa se determina con base en proyecciones y simulaciones macroeconómicas.
- Adicionalmente, el Banco Central ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un todavía elevado porcentaje de dolarización financiera. El Banco Central maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes de liquidez, como son los casos de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte de Inflación incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del Banco Central, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.





## Resumen

- i. Las proyecciones de **crecimiento mundial** se han revisado ligeramente a la baja, en línea con los desarrollos observados en economías emergentes como China, Brasil y Rusia, las que representan el 20,5 por ciento de la economía mundial. Se estima un crecimiento de la economía mundial de 3,4 por ciento en 2014, tasa menor que la proyección de 3,6 por ciento del Reporte de Inflación de diciembre. Para 2015, se proyecta un crecimiento mundial de 3,8 por ciento, reflejo de la recuperación de las economías desarrolladas.
- ii. La proyección de **crecimiento del PBI** para 2014 ha sido revisada a la baja, de 6,0 por ciento en el Reporte de Inflación de diciembre de 2013 a 5,5 por ciento, debido principalmente a una revisión de la proyección de crecimiento de la actividad primaria de 5,2 a 3,1 por ciento. La revisión más importante se da en el subsector de minería metálica de 9,1 a 1,9 por ciento por menores leyes en la extracción de cobre. Para el año 2015 se ha revisado al alza el crecimiento del PBI por el mayor crecimiento previsto en minería metálica por la entrada en operación de importantes proyectos.
- iii. La proyección de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** para el presente año muestra una mejora desde un déficit proyectado en US\$ 10,1 mil millones en el Reporte de Inflación de diciembre a uno en US\$ 9,0 mil millones en el presente Reporte por el efecto tributario de ventas de empresas entre agentes no domiciliados. De esta manera, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como porcentaje del PBI, se reduciría a 4,3 por ciento en 2014, y a 3,9 por ciento en 2015 por el impulso de las exportaciones en dicho año, asociado a la puesta en marcha de proyectos mineros.
- iv. Para 2014 se ha elevado la proyección del **resultado económico del sector público no financiero** de 0,1 a 0,3 por ciento del PBI, como consecuencia del efecto de ingresos fiscales extraordinarios que aumentarían el monto de ingresos corrientes del gobierno general de un equivalente a 21,6 por ciento del PBI en la proyección de diciembre a 22,5 por ciento. Esta mejora incluye principalmente recaudación por impuesto a la renta asociada a la venta de participaciones de empresas de no domiciliados. Se ha ajustado también la proyección del gasto no financiero de 20,5 a 21,0 por ciento del PBI en línea con las previsiones presupuestales.
- v. El Directorio del Banco Central acordó mantener la **tasa interés de referencia** de la política monetaria en 4,0 por ciento. Esta decisión se sustenta en la previsión de que la inflación (3,38 por ciento en marzo) converge al rango meta en 2014 y a 2,0 por ciento en 2015. Esta proyección toma en cuenta: (i) la reversión de los choques de oferta (principalmente de algunos alimentos perecibles), (ii) que el ritmo

de crecimiento de la actividad económica se encuentra ligeramente por debajo de su potencial y (iii) que las expectativas de inflación se mantienen en el rango meta. El BCRP continuó además reduciendo los **encajes** en soles con la finalidad de proveer de mayores fuentes de financiamiento para el crédito en moneda nacional, el que siguió incrementando su ritmo de crecimiento anual hasta 25,0 por ciento en marzo, a diferencia del crédito en moneda extranjera que solo aumentó 1,4 por ciento. La última reducción del encaje en soles de 12,5 a 12,0 por ciento entró en vigencia desde el mes de abril.

- vi. La **tasa de inflación** en el primer trimestre de 2014 se ubicó transitoriamente por encima del rango meta, influenciada por la evolución de factores de oferta, que incidieron en el alza de los precios principalmente de algunos alimentos. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar el 2 por ciento en el horizonte de proyección 2014 - 2015. Este escenario considera que no habría presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección y que las expectativas de inflación se mantendrían ancladas dentro del rango meta.
- vii. Los principales riesgos que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base de proyección son similares a los contemplados en el Reporte de Inflación de diciembre, y están asociados con un menor crecimiento mundial, una posible desaceleración de la demanda interna mayor a la considerada en el escenario base, y con la ocurrencia de choques de oferta, tanto internos como externos. El **balance de estos riesgos** es neutral, por lo que la probabilidad de desviaciones de las proyecciones al alza equivale a la probabilidad de desviaciones a la baja.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

|  | 2012 | 2013 | 2014 <sup>1/</sup> |             | 2015 <sup>1/</sup> |             |
|--|------|------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
|  |      |      | RI Dic.13          | RI Abr.14   | RI Dic.13          | RI Abr.14   |
| <b>Var. % real</b>   |      |      |                    |             |                    |             |
| 1. Producto bruto interno                                      | 6,0  | 5,6  | 6,0                | 5,5         | 6,5                | 6,7         |
| 2. Demanda interna   | 8,0  | 6,8  | 6,0                | 5,4         | 6,1                | 6,1         |
| a. Consumo privado   | 6,1  | 5,3  | 5,2                | 5,1         | 5,4                | 5,4         |
| b. Consumo público   | 8,1  | 6,7  | 6,3                | 6,1         | 4,2                | 4,7         |
| c. Inversión privada fija                                      | 15,6 | 6,0  | 6,3                | 6,0         | 6,6                | 6,6         |
| d. Inversión pública   | 19,1 | 12,5 | 15,5               | 15,5        | 14,6               | 12,5        |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios                         | 3,7  | -0,9 | 6,3                | 3,3         | 10,9               | 8,2         |
| 4. Importaciones de bienes y servicios                         | 11,3 | 3,6  | 6,3                | 3,3         | 7,9                | 5,6         |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales                  | 2,8  | 2,6  | 3,1                | 3,0         | 3,3                | 3,2         |
| <b>Nota:</b>   |      |      |                    |             |                    |             |
| Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)                          | 0,5  | 0,0  | -0,5 ; +0,5        | -0,5 ; +0,5 | -0,5 ; +0,5        | -0,5 ; +0,5 |
| <b>Var. %</b>  |      |      |                    |             |                    |             |
| 6. Inflación   | 2,6  | 2,9  | 1,5 - 2,5          | 2,5 - 3,0   | 1,5 - 2,5          | 1,5 - 2,5   |
| 7. Precio promedio del petróleo                                | -1,0 | 4,0  | -0,8               | -0,4        | -3,1               | -8,3        |
| 8. Tipo de cambio nominal esperado <sup>3/</sup>               | -4,8 | 8,5  | 2,0                | 2,3         | 0,4                | 0,9         |
| 9. Tipo de cambio real multilateral <sup>3/</sup>              | -7,2 | 0,7  | 1,7                | -0,3        | 0,5                | -0,2        |
| 10. Términos de intercambio                                    | -2,1 | -4,7 | -2,2               | -2,8        | -0,1               | 0,3         |
| a. Precios de exportación                                      | -2,2 | -5,5 | -4,5               | -3,2        | 0,3                | -0,1        |
| b. Precios de importación                                      | -0,2 | -0,8 | -2,4               | -0,4        | 0,4                | -0,5        |
| <b>Var. % nominal</b>  |      |      |                    |             |                    |             |
| 11. Circulante   | 18,3 | 9,3  | 12,7               | 10,6        | 11,9               | 14,5        |
| 12. Crédito al sector privado <sup>4/</sup>                    | 15,4 | 13,3 | 13,5               | 14,2        | 12,0               | 14,7        |
| <b>% PBI</b>   |      |      |                    |             |                    |             |
| 13. Inversión bruta fija                                       | 25,8 | 26,6 | 28,2               | 27,4        | 28,6               | 27,7        |
| 14. Cuenta corriente de la balanza de pagos                    | -3,3 | -4,6 | -4,6               | -4,3        | -4,2               | -3,9        |
| 15. Balanza comercial  | 2,7  | 0,0  | 0,0                | -0,4        | 0,7                | 0,1         |
| 16. Entrada de capitales externos de largo plazo <sup>5/</sup> | 10,8 | 9,5  | 6,4                | 7,4         | 6,2                | 6,3         |
| 17. Ingresos corrientes del gobierno general                   | 22,3 | 22,2 | 21,6               | 22,5        | 21,7               | 22,0        |
| 18. Gastos no financieros del gobierno general                 | 19,3 | 20,5 | 20,5               | 21,0        | 20,7               | 21,3        |
| 19. Resultado económico del sector público no financiero       | 2,3  | 0,9  | 0,1                | 0,3         | 0,0                | -0,3        |
| 20. Saldo de deuda pública total                               | 20,4 | 19,6 | 17,2               | 19,0        | 16,4               | 18,3        |

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

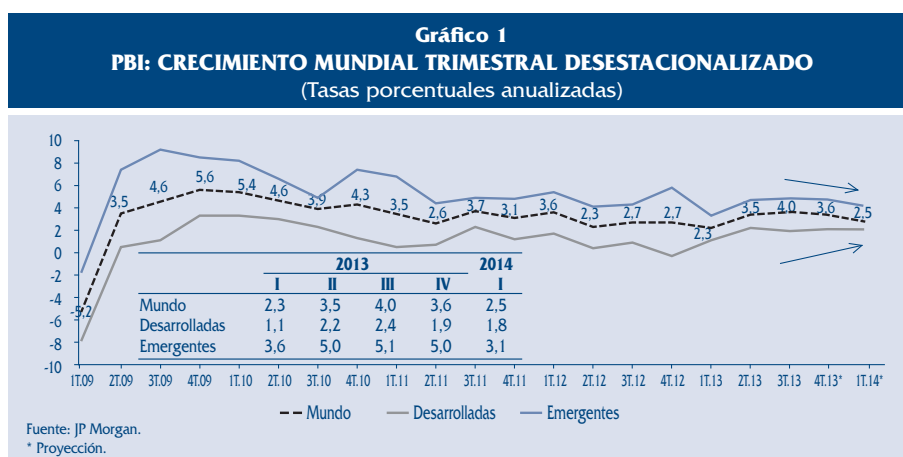
5/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.



# I. Escenario internacional

## Actividad productiva

1. Los indicadores de actividad económica mundial en el primer trimestre de 2014 presentan, por un lado, una tendencia favorable en las economías desarrolladas y, por otro, indicios de una moderación en las tasas de crecimiento de la producción de China, Brasil y Rusia, principalmente. Así, el indicador de crecimiento trimestral del PBI mundial habría pasado de 3,6 por ciento en el cuarto trimestre de 2013 a 2,5 por ciento en el primer trimestre del presente año, con resultados para las economías desarrolladas de 1,9 a 1,8 por ciento y para las economías emergentes de 5,0 a 3,1 por ciento en igual lapso.



La recuperación de las economías desarrolladas resulta de la aplicación de políticas de estímulo, como la paulatina reconstitución de la calidad de los balances de empresas, familias y de gobierno, lo cual viene permitiendo una gradual normalización del gasto. Sin embargo, el nivel de producción estimada de los Estados Unidos y la Eurozona para el presente año dista 10 y 15 por ciento, respectivamente, del que hubiera sido si se hubiese mantenido el ritmo de crecimiento previo a la crisis financiera internacional.

La desaceleración en el crecimiento promedio de las economías emergentes se explica en primer lugar por el ajuste de la economía china para alcanzar una estructura sectorial y de financiamiento más sostenida. Asimismo, economías como las de India, Brasil y Rusia han puesto en marcha distintas medidas de ajuste en un entorno de menores precios internacionales de exportación y de reversión de flujos de capitales.





2. Las proyecciones de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja, en línea con los desarrollos observados en economías emergentes como China, Brasil y Rusia, las que representan el 20,5 por ciento de la economía mundial. Se estima un crecimiento de la economía mundial de 3,4 por ciento en 2014, tasa menor que la proyección de 3,6 por ciento del Reporte de Inflación de diciembre. Para 2015, se proyecta un crecimiento mundial de 3,8 por ciento, reflejo de la recuperación de las economías desarrolladas.

| Cuadro 1<br>CRECIMIENTO MUNDIAL<br>(Variaciones porcentuales anuales) |              |            |            |            |            |            |            |
|---|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|   | %            | Ejecución  |            | 2014*      |            | 2015*      |            |
|   |              | 2012       | 2013       | RI Dic.13  | RI Abr.14  | RI Dic.13  | RI Abr.14  |
| <b>Economías desarrolladas</b>  | <b>50,4</b>  | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>2,1</b> | <b>2,2</b> | <b>2,3</b> | <b>2,4</b> |
| De los cuales   |              |            |            |            |            |            |            |
| 1. Estados Unidos   | 19,5         | 2,8        | 1,9        | 2,7        | 2,8        | 3,0        | 3,0        |
| 2. Eurozona   | 13,5         | -0,7       | -0,4       | 1,0        | 1,1        | 1,3        | 1,5        |
| Alemania  | 3,8          | 0,7        | 0,4        | 1,5        | 1,6        | 1,5        | 1,8        |
| Francia   | 2,7          | 0,0        | 0,2        | 0,8        | 1,0        | 1,3        | 1,4        |
| Italia  | 2,2          | -2,4       | -1,9       | 0,5        | 0,6        | 0,9        | 0,9        |
| España  | 1,7          | -1,6       | -1,2       | 0,5        | 0,8        | 0,9        | 1,2        |
| 3. Japón  | 5,5          | 1,4        | 1,5        | 1,5        | 1,2        | 1,1        | 1,1        |
| 4. Reino Unido  | 2,8          | 0,3        | 1,7        | 2,4        | 2,7        | 2,4        | 2,6        |
| <b>Economías en desarrollo</b>  | <b>49,6</b>  | <b>5,1</b> | <b>4,7</b> | <b>5,1</b> | <b>4,7</b> | <b>5,3</b> | <b>5,3</b> |
| De los cuales   |              |            |            |            |            |            |            |
| 1. Asia emergente y en desarrollo                                     | 25,1         | 6,8        | 6,6        | 6,7        | 6,5        | 6,9        | 6,8        |
| China   | 14,7         | 7,7        | 7,7        | 7,6        | 7,3        | 7,6        | 7,4        |
| India   | 5,7          | 5,0        | 4,7        | 5,4        | 5,4        | 6,3        | 6,3        |
| 2. Comunidad de Estados Independientes                                | 4,2          | 3,4        | 2,1        | 3,1        | 2,1        | 3,5        | 2,8        |
| Rusia   | 3,0          | 3,4        | 1,3        | 2,7        | 1,5        | 3,0        | 2,2        |
| 3. América Latina y Caribe  | 8,7          | 3,0        | 2,6        | 3,1        | 2,8        | 3,5        | 3,3        |
| Brasil  | 2,8          | 1,0        | 2,3        | 2,4        | 2,0        | 3,0        | 2,4        |
| <b>Economía Mundial</b>   | <b>100,0</b> | <b>3,2</b> | <b>2,9</b> | <b>3,6</b> | <b>3,4</b> | <b>3,8</b> | <b>3,8</b> |
| Nota:   |              |            |            |            |            |            |            |
| Socios Comerciales 1/   | 64,1         | 2,8        | 2,6        | 3,1        | 3,0        | 3,3        | 3,2        |
| BRICs 2/  | 26,3         | 5,9        | 5,7        | 6,0        | 5,6        | 6,3        | 6,0        |
| 1/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.          |              |            |            |            |            |            |            |
| 2/ Brasil, Rusia, India y China.                                      |              |            |            |            |            |            |            |
| * Proyección.   |              |            |            |            |            |            |            |
| Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.                           |              |            |            |            |            |            |            |



3. En **Estados Unidos**, los fundamentos de la economía continuaron recuperándose en el último semestre de 2013. En el cuarto trimestre, el producto creció 2,6 por ciento en términos anualizados, impulsado por el consumo y las exportaciones netas; con ello, el crecimiento del año fue 1,9 por ciento. En los primeros meses de 2014, el producto ha registrado cierta desaceleración debido a las condiciones climáticas adversas, según muestran los indicadores recientes de consumo, manufactura, sector inmobiliario y mercado laboral.

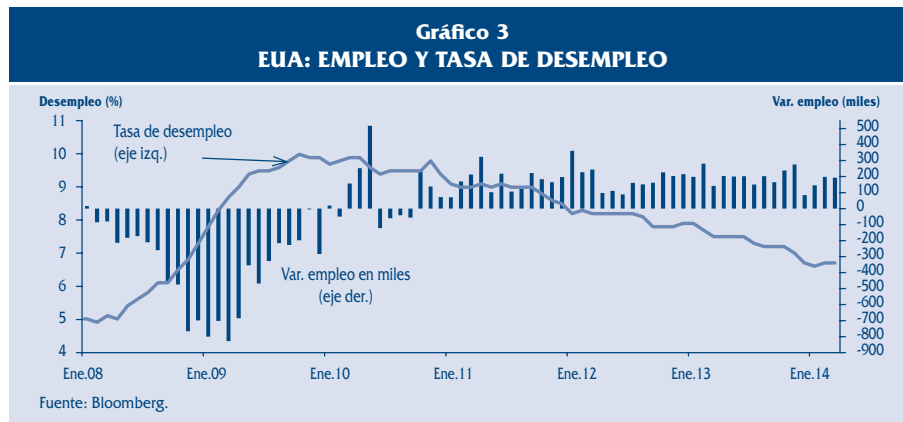




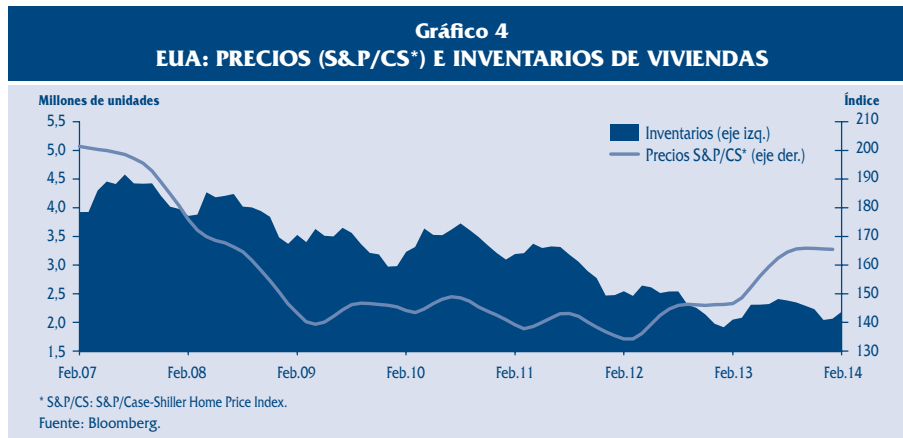
El consumo aumentó 3,3 por ciento en el cuarto trimestre. Esta recuperación continúa siendo apoyada por un efecto riqueza positivo (debido a los mayores precios de las viviendas y a la mejora de los mercados bursátiles) y por la recuperación del mercado laboral. A pesar de que el consumo se desaceleró en los primeros meses del año por factores climáticos, los fundamentos han mantenido una tendencia positiva. Así, por ejemplo, en lo que va del año, el empleo continuó recuperándose: entre enero y marzo de 2014 se crearon 533 mil empleos, con lo que en el período enero2010–marzo2014 se ha logrado recuperar los puestos perdidos durante la crisis financiera.

| Cuadro 2<br>EUA: PBI<br>(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas) |            |            |            |            |            |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
|  | 2013       |            |            |            | 2014 *     |
|  | I          | II         | III        | IV         | I          |
| Consumo Privado  | 2,3        | 1,8        | 2,0        | 3,3        | 1,7        |
| Inversión Fija   | -1,5       | 6,5        | 5,9        | 2,8        | 2,3        |
| Variación inventarios **   | 0,9        | 0,4        | 1,7        | 0,0        | -1,0       |
| Exportaciones netas **   | -0,3       | -0,1       | 0,1        | 1,0        | -0,1       |
| <b>PBI</b>   | <b>1,1</b> | <b>2,5</b> | <b>4,1</b> | <b>2,6</b> | <b>1,0</b> |
| Nota   |            |            |            |            |            |
| Tasa de desempleo ***  | 7,5        | 7,5        | 7,2        | 6,7        | 6,7        |

\* Proyección. \*\* Contribución al crecimiento.\*\*\* Fin de periodo.  
Fuente: BEA, BLS y JPM.

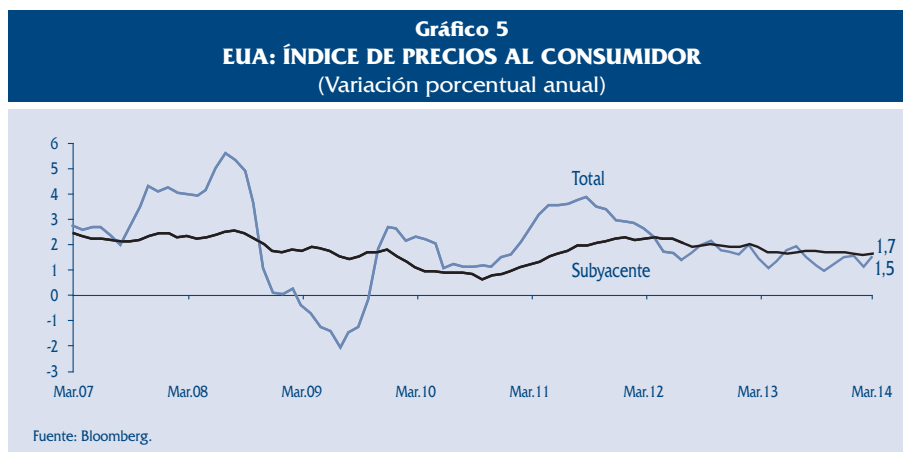


Respecto a la inversión, en el cuarto trimestre ésta estuvo impulsada por un aumento de la inversión no residencial causada por las mayores ganancias corporativas, en tanto que la inversión residencial disminuyó por efecto del aumento de las tasas de interés hipotecarias, el mayor precio de las viviendas y condiciones crediticias más estrictas. En el primer trimestre de 2014, los indicadores del mercado inmobiliario y del sector construcción han registrado una desaceleración por efectos del clima.



La tasa de inflación a 12 meses se ha mantenido en 1,5 por ciento en marzo de 2014 frente a diciembre de 2013, en tanto que la inflación subyacente —que excluye combustibles y alimentos— se ubicó en 1,7 por ciento en el mismo periodo, por debajo del objetivo de largo plazo de 2 por ciento de la Fed, lo cual refleja la presencia de cierta holgura de la oferta agregada. En consecuencia, la Fed en sus comunicados transmitió que mantendrá una posición expansiva mediante el sostenimiento de tasas de interés de política monetaria cercanas a cero y la expansión de su balance a través de compras de bonos del Tesoro norteamericano y de valores vinculados a créditos hipotecarios.

A partir de enero de 2014, la Fed empezó a disminuir el flujo mensual de compras de estos títulos, por lo que se espera que en el presente año cese esta expansión cuantitativa como mecanismo extraordinario de impulso monetario. En cuanto a la tasa de interés de referencia, la Fed informó que la mayoría de sus directivos espera que ésta empezaría a subir gradualmente desde 2015, tendiendo a una tasa de 4 por ciento en el largo plazo<sup>1</sup>.

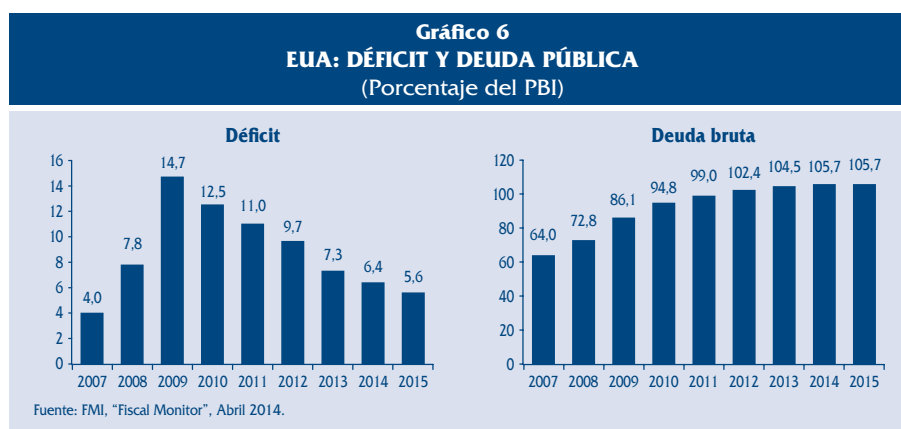


1 Comité Federal de Mercado Abierto, “Material de proyecciones”, 18-19 de marzo 2014.





Se estima que la economía de Estados Unidos crecerá 2,8 por ciento en 2014 y 3,0 por ciento en 2015. Esta proyección supone un menor impacto del ajuste fiscal debido al proyecto aprobado de presupuesto 2014 - 2015, que reduce los ajustes automáticos de gastos, y al acuerdo temporal que flexibiliza el límite de la deuda pública. El riesgo principal para esta proyección de actividad económica es la posibilidad de un ajuste desordenado en los mercados financieros que podría ocasionar el proceso de remoción de los estímulos monetarios.



4. La economía de la **Eurozona** comenzó a salir de la recesión en la que entró en 2011 a causa del efecto combinado de crisis financiera y de deuda pública en varios de sus miembros, que a su vez fueron legadas de la crisis financiera internacional del 2008 - 2009. La recuperación en la actividad económica en la Eurozona desde el segundo trimestre de 2013 se explica por la reducción de las primas de riesgo involucradas en el endeudamiento fiscal, así como por un menor ajuste fiscal.

**Cuadro 3**  
**EUROZONA: PBI**  
(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)

|                             | 2013        |            |            |            | 2014 *     |
|-----------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|                             | I           | II         | III        | IV         | I          |
| Consumo Privado             | -0,7        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | 0,8        |
| Inversión Fija              | -6,8        | 0,6        | 2,1        | 4,3        | 3,0        |
| Variación de Inventarios ** | 0,2         | -0,4       | 1,1        | -1,4       | 1,0        |
| Exportaciones Netas **      | 0,4         | 1,6        | -1,2       | 1,6        | -0,5       |
| <b>PBI</b>                  | <b>-0,9</b> | <b>1,3</b> | <b>0,6</b> | <b>0,9</b> | <b>1,2</b> |
| <b>Nota:</b>                |             |            |            |            |            |
| Tasa de desempleo ***       | 12,0        | 12,0       | 12,0       | 11,9       | 11,9       |

\* Proyección.  
\*\* Contribución al crecimiento.  
\*\*\* Fin de periodo.  
Fuente: Eurostat.

La evolución de la actividad económica entre los miembros de la Eurozona sigue siendo heterogénea por el impacto diferenciado que tiene la crisis financiera y de deuda pública al interior de la zona de unión monetaria.

**Cuadro 4**  
**EUROPA: PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL FMI**

|             | Crecimiento (%) |      | Inflación (%) |      | Desempleo (%) |      | Deuda Pública Bruta (% del PBI) |       |
|-------------|-----------------|------|---------------|------|---------------|------|---------------------------------|-------|
|             | 2014            | 2015 | 2014          | 2015 | 2014          | 2015 | 2014                            | 2015  |
| Eurozona    | 1,2             | 1,5  | 0,9           | 1,2  | 11,9          | 11,6 | 95,6                            | 94,5  |
| Alemania    | 1,7             | 1,6  | 1,4           | 1,4  | 5,2           | 5,2  | 74,6                            | 70,8  |
| Francia     | 1,0             | 1,5  | 1,0           | 1,2  | 11,0          | 10,7 | 95,8                            | 96,1  |
| Italia      | 0,6             | 1,1  | 0,7           | 1,0  | 12,4          | 11,9 | 134,5                           | 133,1 |
| España      | 0,9             | 1,0  | 0,3           | 0,8  | 25,5          | 24,9 | 98,8                            | 102,0 |
| Holanda     | 0,8             | 1,6  | 0,8           | 1,0  | 7,3           | 7,1  | 75,0                            | 74,4  |
| Bélgica     | 1,2             | 1,2  | 1,0           | 1,1  | 9,1           | 8,9  | 99,8                            | 99,6  |
| Portugal    | 1,2             | 1,5  | 0,7           | 1,2  | 15,7          | 15,0 | 126,7                           | 124,8 |
| Grecia      | 0,6             | 2,9  | -0,4          | 0,3  | 26,3          | 24,4 | 174,7                           | 171,3 |
| Reino Unido | 2,9             | 2,5  | 1,9           | 1,9  | 6,9           | 6,6  | 91,5                            | 92,7  |
| Suecia      | 2,8             | 2,6  | 0,4           | 1,6  | 8,0           | 7,7  | 41,5                            | 40,0  |
| Suiza       | 2,1             | 2,2  | 0,2           | 0,5  | 3,2           | 3,0  | 48,1                            | 47,3  |
| Noruega     | 1,8             | 1,9  | 2,0           | 2,0  | 3,5           | 3,5  | 29,5                            | 29,5  |

Fuente: FMI "World Economic Outlook" y "Fiscal Monitor", Abril 2014.

En línea con estos desarrollos, se ha revisado ligeramente al alza la proyección de crecimiento de la Eurozona, de 1,0 a 1,1 por ciento en 2014 y de 1,3 a 1,5 por ciento en 2015. A nivel de países, destaca la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento de Alemania, Francia y España.

No obstante estos eventos de recuperación, la posibilidad de un escenario de deflación y el mantenimiento de la fragmentación financiera introducen aún un riesgo a la baja en la proyección. Existe también el riesgo asociado a un menor crecimiento en China y en Rusia, en particular para el caso de Alemania.

- a. La inflación de la Eurozona ha mostrado una tendencia descendente en los últimos dos años; desde octubre de 2013, se ha ubicado en niveles menores al 1 por ciento y en marzo de 2014 cayó a 0,5 por ciento, el nivel más bajo desde noviembre de 2009. La inflación de España descendió a -0,2 por ciento anual, convirtiéndose en el quinto país de la Eurozona en el terreno negativo. En el caso de Grecia, la inflación (-1,5 por ciento anual) se ha mantenido en zona negativa desde febrero de 2012.

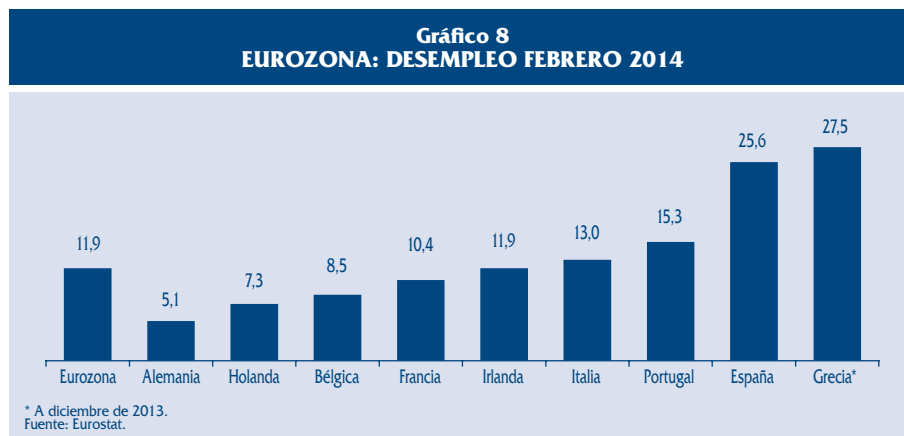
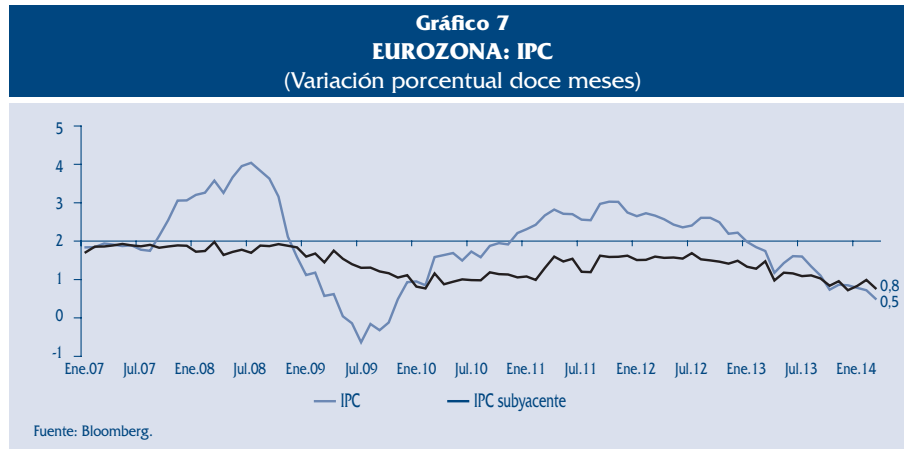
Esta evolución se explicaría por el aún alto nivel de desempleo (que se mantiene en 11,9 por ciento desde octubre de 2013), la alta brecha de producto (el PBI





se mantiene aún casi 3 puntos porcentuales por debajo de su nivel pre-crisis de 2008) y la menor inflación importada asociada a la baja inflación global, la apreciación del euro y la reducción de los precios de *commodities*.

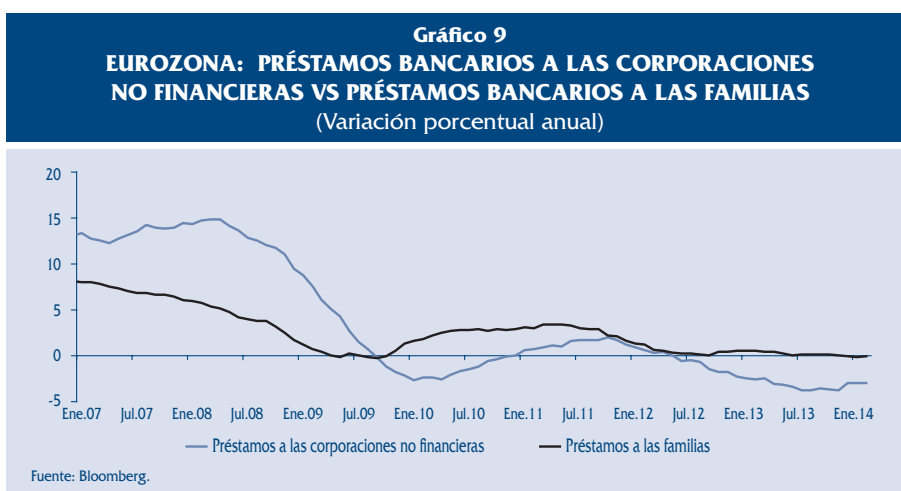
La deflación es un proceso autosostenido de caída de precios que se retroalimenta con la postergación del gasto privado de consumo e inversión. En el marco del debate sobre la presencia de esta etapa en la caída de precios, se viene discutiendo sobre la posibilidad de que el Banco Central Europeo ponga en marcha medidas extraordinarias de expansión de su balance para evitar este riesgo.



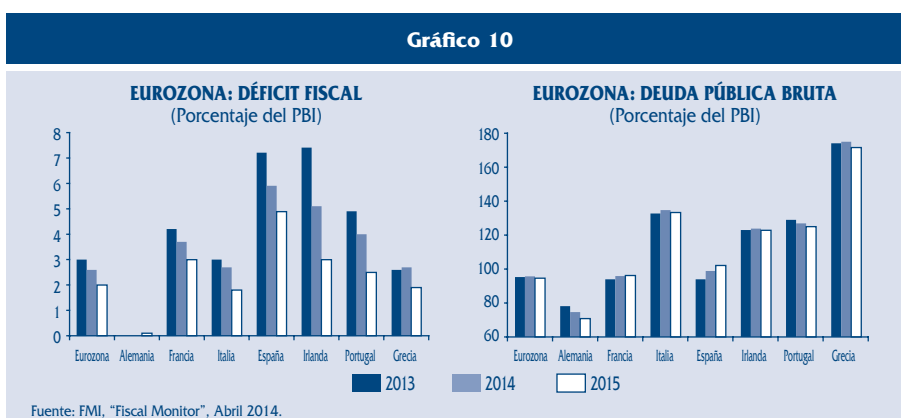
- b. Por su parte, la fragmentación financiera que se registra desde el inicio de la crisis (2010-2011) ha evitado la recuperación del crédito bancario, particularmente el corporativo. En febrero de 2014, el crédito a las corporaciones no financieras cayó 3,1 por ciento anual, mientras que el destinado a las familias se mantuvo estancado. En este resultado ha influido el requerimiento de desapalancamiento



de la banca y la débil demanda de hogares y corporaciones no financieras que enfrentan menores ingresos y que también deben reducir sus niveles de deuda. En la medida en que se concrete de manera satisfactoria la evaluación de activos de la banca por parte del BCE, y progrese la unión bancaria, la fragmentación financiera tendería a reducirse en el mediano plazo.



- c. Los ajustes fiscales en las economías de la Eurozona han logrado estabilizar el peso de la deuda pública, existiendo planes de reforma tributaria en países como España y Grecia, y de ordenamiento en el gasto público en Francia e Italia. La solvencia fiscal requiere fundamentalmente recuperar el impulso de crecimiento del PBI potencial mediante reformas estructurales en los mercados de bienes y de factores productivos.



5. En **Japón**, la economía creció 0,7 por ciento en el cuarto trimestre, implicando una desaceleración de su ritmo de crecimiento por segundo trimestre consecutivo,





tras crecer 4,1 por ciento en el segundo trimestre y 0,9 por ciento en el tercer trimestre. Este desarrollo se habría dado en línea con una menor inversión pública y menores exportaciones netas, que contrarrestaron la recuperación moderada de la demanda interna con un crecimiento moderado del consumo privado, principalmente en bienes durables, y de la inversión de negocios en 1,6 por ciento y 3 por ciento, respectivamente. En el año 2013 la economía creció 1,5 por ciento.

Indicadores recientes muestran que en el primer trimestre de 2014 las exportaciones netas también contribuirían en forma negativa y que la tendencia positiva del consumo continuaría, en anticipación al aumento al impuesto a las ventas en abril (de 5 a 8 por ciento). Datos de expectativas empresariales señalan un mayor deterioro esperado en las condiciones económicas en el sector manufacturero tras el aumento del impuesto. Asimismo, muestran que sus expectativas inflacionarias habrían aumentado a zona positiva; aunque ubicándose aún por debajo del objetivo del Banco de Japón (de 2 por ciento hacia abril de 2015). Desde el último Reporte de Inflación, la inflación excluyendo alimentos ha aumentado de 1,2 por ciento en noviembre a 1,3 por ciento en febrero.

En línea con estos desarrollos, se estima que la economía crezca 1,2 por ciento en 2014 y 1,1 por ciento en 2015. El principal riesgo sobre esta proyección está en el impacto del aumento del impuesto a las ventas sobre el consumo y en la eficacia de los potenciales estímulos monetarios y fiscales para contrarrestar esta desaceleración. El gobierno ha señalado que para mitigar este impacto adelantaría la implementación del gasto correspondiente al presupuesto del año fiscal 2014, principalmente inversiones públicas. Por otro lado, el mercado espera que el Banco de Japón aumente su programa de compras de activos hacia julio u octubre de este año.

6. Luego de crecer 7,7 por ciento en 2013, **China** ha presentado señales de desaceleración en lo que va de 2014. El ritmo de crecimiento de la producción industrial y las ventas minoristas se moderaron en los dos primeros meses del año; y el PMI de manufactura de marzo se mantuvo alrededor de 50,3. El menor nivel de actividad económica ha contribuido a un descenso de la inflación y a una moderación de los precios inmobiliarios luego de la aceleración registrada a lo largo de 2013.

Este menor crecimiento ha estado acompañado por tensiones en los mercados financieros —en particular en la “banca a la sombra”— ante problemas de pago de una serie de instrumentos. Ante esta evolución, el gobierno ha indicado que acelerará la implementación de proyectos de construcción y otras medidas para cumplir la meta de crecimiento fijada recientemente en 7,5 por ciento. En este contexto, se espera un crecimiento de 7,3 por ciento en 2014 y 7,4 por ciento en 2015.

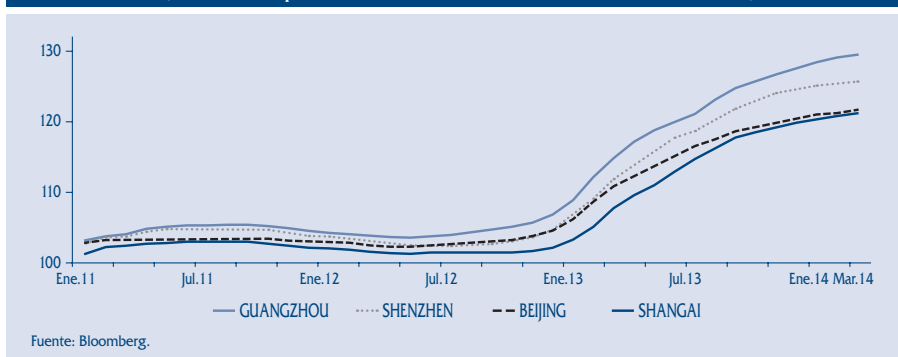
**Cuadro 5  
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

| Indicadores   | 2012  | 2013  |       |       | 2014  |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | Dic.  | Mar.  | Jun.  | Set.  | Dic.  | Feb.  | Mar.  |
| PMI manufacturero (50 nivel neutral)                        | 50,6  | 50,9  | 50,1  | 51,1  | 51,0  | 50,2  | 50,3  |
| PMI no manufacturero (50 nivel neutral)                     | 56,1  | 55,6  | 53,9  | 55,4  | 54,6  | 55,0  | 54,5  |
| Producción Industrial (var.% 12 meses)                      | 10,3  | 8,9   | 8,9   | 10,2  | 9,7   | 8,6*  | 8,8   |
| Inversión en activos fijos (acum. año var. anual)           | 20,6  | 20,9  | 20,1  | 20,2  | 19,6  | 17,9* | 17,6  |
| Ventas minoristas (var.% 12 meses)                          | 15,2  | 12,6  | 13,3  | 13,3  | 13,6  | 11,8* | 12,2  |
| Exportaciones (var.% 12 meses)                              | 14,1  | 10,0  | -3,1  | -0,3  | 4,3   | -18,1 | -6,6  |
| Importaciones (var.% 12 meses)                              | 6,0   | 14,1  | -0,8  | 7,5   | 8,3   | 10,1  | -11,3 |
| Préstamos nuevos (miles de millones de yuanes)              | 455   | 1 063 | 863   | 787   | 483   | 645   | 1 050 |
| Financiamiento agregado nuevo (miles de millones de yuanes) | 1 628 | 2 550 | 1 038 | 1 411 | 1 232 | 939   | 2 070 |
| Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)            | 2,5   | 2,1   | 2,7   | 3,1   | 2,5   | 2,0   | 2,4   |
| Índice de precios al productor (var. % 12 meses)            | -1,9  | -1,9  | -2,7  | -1,3  | -1,4  | -2,0  | -2,3  |

Fuente: Bloomberg.

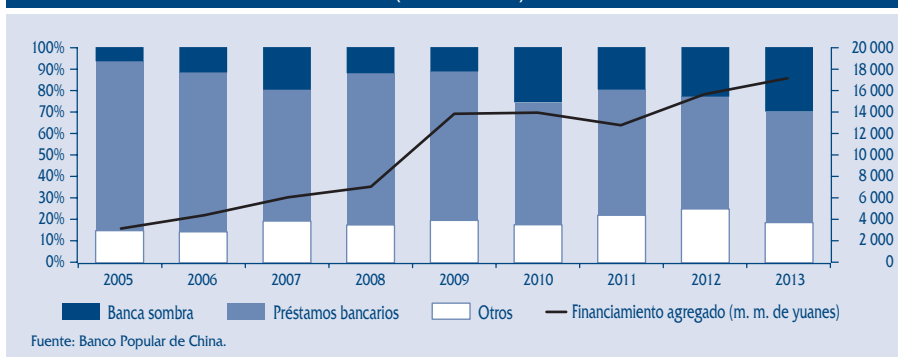
\* Enero-febrero.

**Gráfico 11  
CHINA: MERCADO INMOBILIARIO  
(Índices de precios, nuevas construcciones residenciales)**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 12  
CHINA: FLUJOS DE FINANCIAMIENTO  
(2005-2013)**



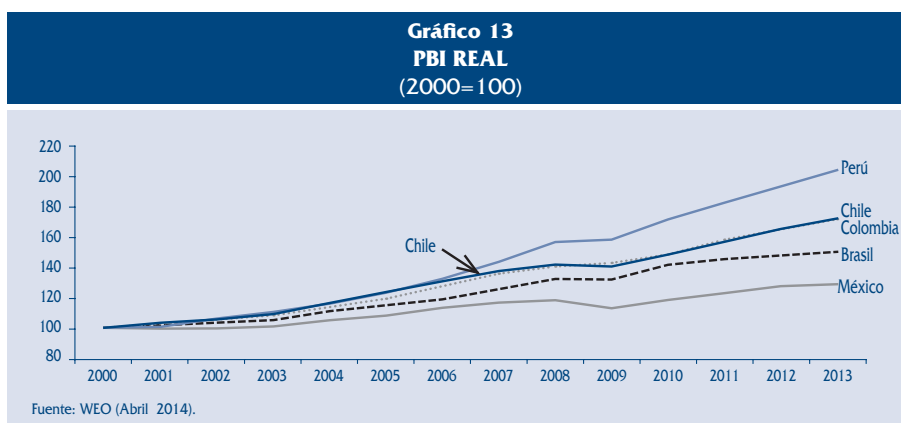
Fuente: Banco Popular de China.



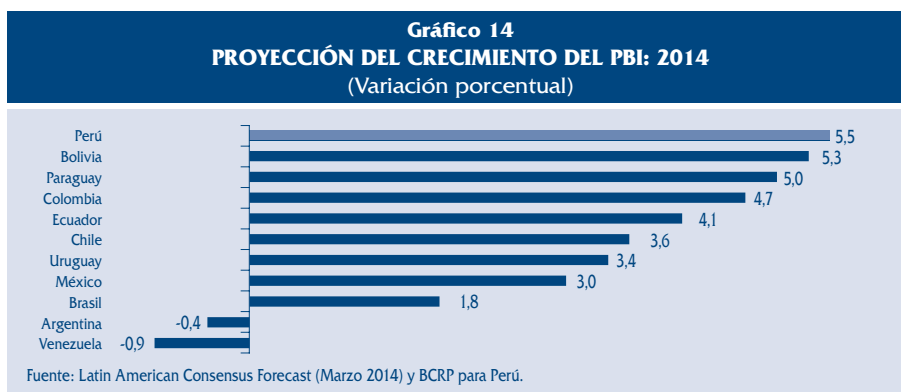


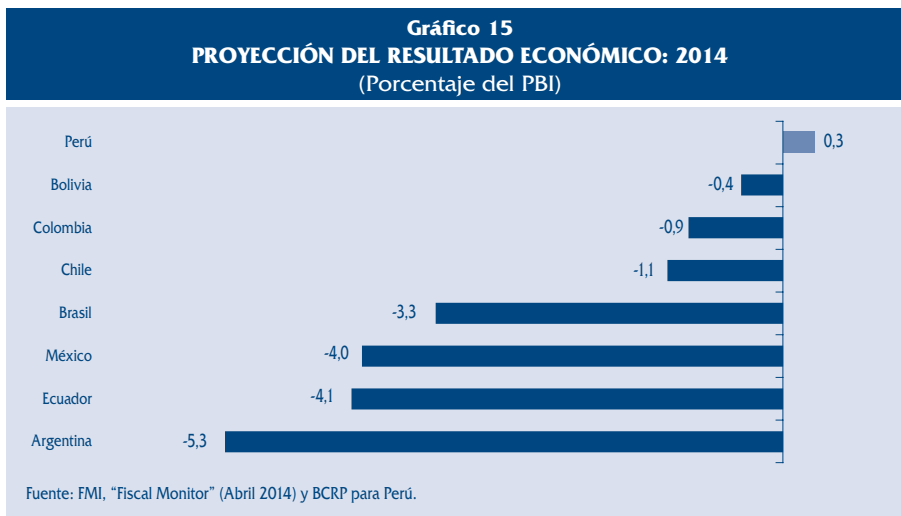
7. En 2013, **América Latina** registró un crecimiento moderado del PBI de 2,6 por ciento en línea con un entorno internacional menos favorable y un menor dinamismo de la demanda interna en la mayoría de casos. Las menores tasas de expansión las registraron México (1,1 por ciento) y Brasil (2,3 por ciento) por una desaceleración del consumo y la inversión privada. En el caso de Chile, el crecimiento fue 4,1 por ciento impulsado por el consumo de los hogares que compensó el impacto negativo de la inversión. Colombia aceleró su crecimiento a 4,3 por ciento por mayor impulso del consumo, inversión y de las exportaciones.

El crecimiento del PBI de 2,6 por ciento alcanzado por América Latina en 2013 fue menor respecto al promedio del período 2001-2013 (3,4 por ciento). En el caso del Perú, la tasa de crecimiento del último año (5,6 por ciento) ha estado más cercana al promedio de los últimos 13 años (5,8 por ciento).



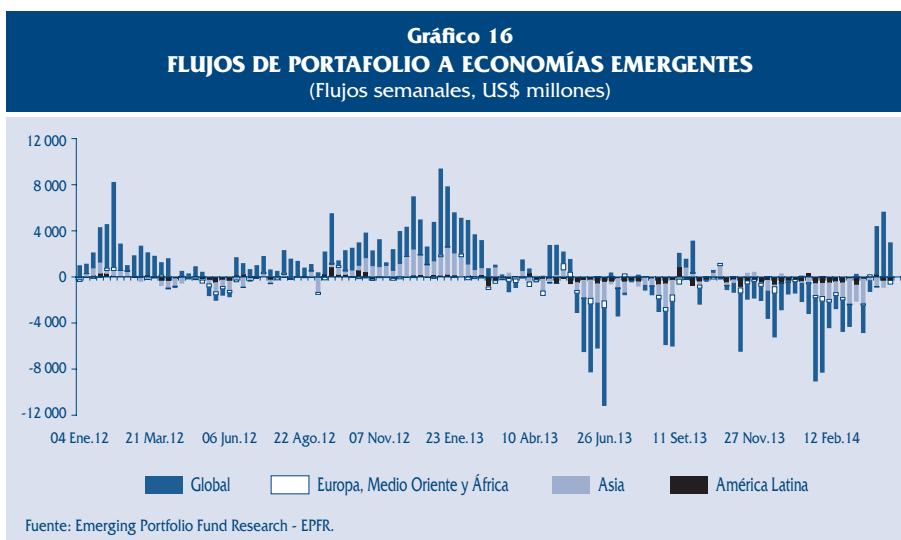
Para 2014 se proyecta resultados heterogéneos en el crecimiento del PBI y la inflación de las economías latinoamericanas, esperándose resultados menos favorables en las economías con mayores desequilibrios fiscales y con mayor vulnerabilidad a salidas de capitales. En este contexto, se ha revisado a la baja la proyección del crecimiento para 2014, de 3,1 a 2,8 por ciento y para 2015, de 3,5 a 3,3 por ciento.

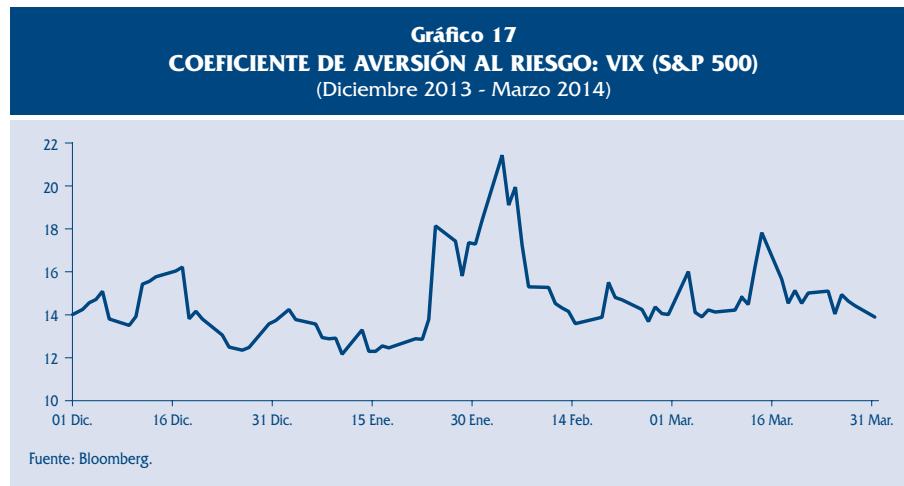




### Mercados financieros

8. En el primer trimestre de 2014 continuó la tendencia de los inversionistas de reducir su exposición en mercados de renta fija y variable de economías emergentes, como resultado de una mayor percepción de riesgo por los posibles efectos de mayores tasas de interés en los Estados Unidos y de una desaceleración más rápida de la economía de China, y su impacto en las cotizaciones de los *commodities*. En efecto, se observó hasta febrero una reducción de la exposición de inversionistas en mercados emergentes, aunque se fue atenuando en marzo debido al reconocimiento de las fortalezas diferenciadas de estas economías.





9. Los **mercados de deuda soberana** de las economías desarrolladas mostraron una evolución favorable. Los rendimientos de los activos considerados seguros también mostraron reducciones aunque en menor magnitud que los de las economías desarrolladas percibidas como menos seguras. Con ello se revierte el alza registrada hasta diciembre cuando primaba la incertidumbre sobre el retiro del estímulo de la Fed. Los bonos del Tesoro a diez años de EUA se redujeron alrededor de 30 puntos básicos entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, al igual que los títulos soberanos de Alemania, Reino Unido y Japón.

Los rendimientos a 10 años y los *spreads* crediticios (CDS) de las economías de la periferia de la Eurozona registraron reducciones significativas, como en los casos de Portugal, Grecia, Italia y España. Estos desarrollos se explican por la positiva evolución de la actividad y por las mejores condiciones políticas, fiscales y financieras. En línea con estos desarrollos, las principales agencias de calificación mejoraron o ratificaron algunas calificaciones para el caso de Grecia, Portugal, Irlanda y España.

En el **plano fiscal**, entre los países con programas, destacaron los avances de las cuentas de Portugal y Grecia. Ambos países lograron cumplir sus metas de 2013 de déficit fiscal, inclusive Grecia logró superávit primario un año antes de lo previsto. Portugal obtuvo la aprobación de la décimo primera revisión de su programa y se espera que lo finalice en junio de 2014 sin solicitar una línea de crédito precautoria, tal como en el caso de Irlanda. Grecia acordó nuevas medidas de ajuste con la Troika, los cuales ya fueron aprobadas por su parlamento, liberándose el siguiente tramo de ayuda financiera a este país.

**Cuadro 6**  
**ECONOMÍAS DESARROLLADAS: RENDIMIENTOS (10 AÑOS)**  
**Y SPREADS SOBERANOS (CDS)**

|  | Fines de período |        |        |        | Var. en puntos básicos |                   |
|--|------------------|--------|--------|--------|------------------------|-------------------|
|  | Dic.12           | Mar.13 | Dic.13 | Mar.14 | Mar.14-<br>Dic.12      | Mar.14-<br>Dic.13 |
| <b>Rendimiento del bono de 10 años (%)</b> |                  |        |        |        |                        |                   |
| EUA  | 1,76             | 1,85   | 3,03   | 2,72   | 96                     | -31               |
| Japón                                      | 0,79             | 0,55   | 0,74   | 0,64   | -15                    | -10               |
| Reino Unido                                | 1,83             | 1,77   | 3,02   | 2,74   | 91                     | -29               |
| Alemania                                   | 1,32             | 1,29   | 1,93   | 1,57   | 25                     | -36               |
| Francia                                    | 2,00             | 2,03   | 2,56   | 2,08   | 9                      | -47               |
| Italia                                     | 4,50             | 4,76   | 4,13   | 3,29   | -121                   | -83               |
| España                                     | 5,27             | 5,06   | 4,15   | 3,23   | -204                   | -92               |
| Irlanda                                    | n.d.             | 4,22   | 3,51   | 3,02   | n.d.                   | -50               |
| Portugal                                   | 7,01             | 6,37   | 6,13   | 4,07   | -294                   | -206              |
| Grecia                                     | 11,90            | 12,44  | 8,42   | 6,57   | -533                   | -185              |
| <b>CDS - 5 años (puntos básicos)</b>       |                  |        |        |        |                        |                   |
| EUA  | 38               | 38     | 28     | 18     | -20                    | -10               |
| Reino Unido                                | 41               | 45     | 26     | 23     | -18                    | -3                |
| Alemania                                   | 42               | 37     | 25     | 23     | -19                    | -3                |
| Francia                                    | 93               | 83     | 54     | 49     | -44                    | -5                |
| Italia                                     | 289              | 306    | 168    | 132    | -157                   | -36               |
| España                                     | 300              | 302    | 154    | 103    | -197                   | -51               |
| Irlanda                                    | 220              | 190    | 120    | 78     | -142                   | -42               |
| Portugal                                   | 443              | 418    | 352    | 185    | -258                   | -167              |
| Grecia                                     | 4 265            | 3 890  | 675    | 482    | -3 783                 | -193              |

Fuente: Bloomberg.

Los mercados de deuda **de los países de América Latina** también mostraron una evolución favorable. Los rendimientos de los bonos de las economías emergentes y los *spreads* de la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS, por sus siglas en inglés) mostraron una tendencia al alza entre fines de enero e inicios de febrero durante el período de liquidación de activos de mayor riesgo. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en línea con las señales más claras de la Fed respecto a la reducción gradual en su programa de activos.





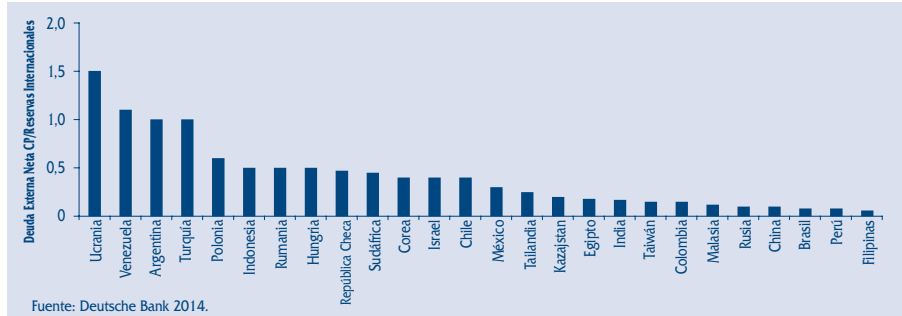
**Cuadro 7  
ECONOMÍAS EMERGENTES: SPREADS SOBERANOS DE CDS - 5 AÑOS**

|  | Dic.12 | Mar.13 | Dic.13 | Mar.14 | Var. en puntos básicos |                   |
|--|--------|--------|--------|--------|------------------------|-------------------|
|  |        |        |        |        | Mar.14-<br>Dic.12      | Mar.14-<br>Dic.13 |
| <b>Spreads CDS (en puntos básicos)</b> |        |        |        |        |                        |                   |
| Brasil                                 | 108    | 137    | 193    | 171    | 63                     | -22               |
| Chile                                  | 72     | 65     | 80     | 79     | 7                      | 0                 |
| Colombia                               | 96     | 99     | 118    | 109    | 13                     | -10               |
| México                                 | 97     | 97     | 92     | 89     | -8                     | -3                |
| Perú                                   | 97     | 97     | 133    | 112    | 15                     | -21               |
| Hungría                                | 278    | 390    | 260    | 234    | -45                    | -26               |
| Polonia                                | 78     | 99     | 79     | 68     | -10                    | -12               |
| Rusia                                  | 135    | 166    | 166    | 216    | 81                     | 51                |
| Turquía                                | 131    | 146    | 244    | 216    | 85                     | -28               |
| China                                  | 66     | 74     | 80     | 91     | 24                     | 11                |
| Israel                                 | 135    | 126    | 103    | 89     | -46                    | -13               |
| Sudáfrica                              | 149    | 183    | 205    | 192    | 43                     | -13               |

Fuente: Bloomberg.

Los mercados han tendido a revertir los efectos de la sobre-reacción del anuncio del “tapering” en mayo de 2013 en consideración de los distintos grados de solidez y vulnerabilidad entre las distintas economías. Así, distintos indicadores de vulnerabilidad financiera de las economías emergentes muestran claras diferencias en la evolución de reservas internacionales, peso del endeudamiento público y privado, composición de pasivos por plazo y por moneda, entre otros. Por ejemplo, en un trabajo de Deutsche Bank se muestra la alta dispersión en el grado de vulnerabilidad, medido como la deuda externa de corto plazo en porcentaje del las reservas internacionales; en esa muestra el Perú presenta una baja vulnerabilidad.

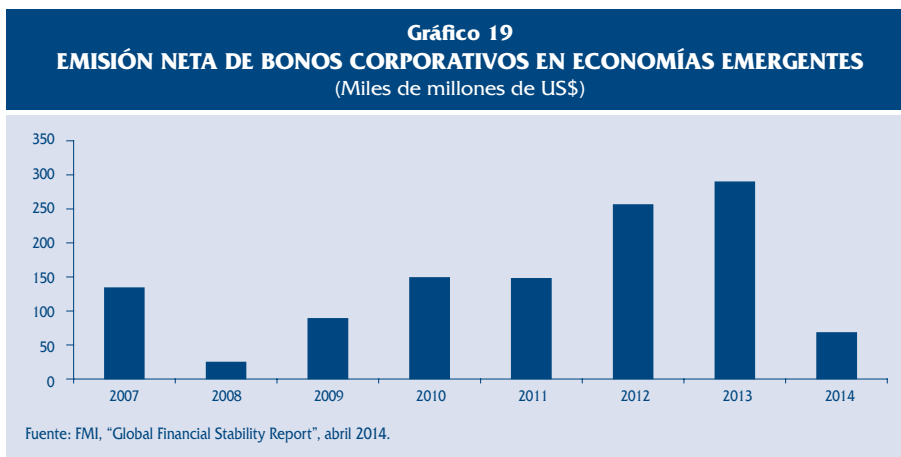
**Gráfico 18  
DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO  
(Como porcentaje de las reservas internacionales)**



Fuente: Deutsche Bank 2014.

10. Cabe resaltar el riesgo que ha venido surgiendo en economías emergentes, asociado al flujo de endeudamiento corporativo en los mercados internacionales de bonos en moneda extranjera, en particular a empresas de actividades no transables, los cuales serían afectados por mayores tasas de interés y monedas más depreciadas.





## Tipos de cambio

- De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se apreció 0,9 por ciento entre diciembre de 2013 y marzo de 2014. La depreciación del dólar respecto a otras monedas de países desarrollados se compensó por la apreciación que registró frente a la mayoría de economías emergentes.



La mayoría de monedas emergentes se depreció con respecto al dólar debido a una mayor percepción de riesgo originado por el retiro del estímulo monetario por parte de la Fed. Las mayores presiones depreciatorias se presentaron entre fines de enero e inicios de febrero —cuando se registró una liquidación de activos de mayor riesgo— y afectó principalmente a aquellas economías con mayores desequilibrios externos. Desde entonces, las monedas emergentes se han venido estabilizando en parte por la mejor distinción de los inversionistas entre las economías emergentes más vulnerables a los retiros de capitales de aquellas con fundamentos macroeconómicos más sólidos.



Cuadro 8  
TIPOS DE CAMBIO

|                         | Fin de período (u.m. por US\$) |        |        |        | Var.% Mar.14 respecto a: |        |
|-------------------------|--------------------------------|--------|--------|--------|--------------------------|--------|
|                         | Dic.12                         | Mar.13 | Dic.13 | Mar.14 | Dic.12                   | Dic.13 |
| Canadá                  | 0,99                           | 1,02   | 1,06   | 1,10   | 11,4                     | 4,0    |
| Japón                   | 86,74                          | 94,19  | 105,30 | 103,19 | 19,0                     | -2,0   |
| Reino Unido (US\$/u.m.) | 1,625                          | 1,520  | 1,656  | 1,666  | 2,5                      | 0,6    |
| Eurozona (US\$/u.m.)    | 1,319                          | 1,282  | 1,375  | 1,377  | 4,4                      | 0,2    |
| Suiza                   | 0,92                           | 0,95   | 0,89   | 0,88   | -3,4                     | -0,9   |
| Brasil                  | 2,05                           | 2,02   | 2,36   | 2,27   | 10,9                     | -3,8   |
| Chile                   | 478                            | 471    | 525    | 548    | 14,6                     | 4,4    |
| Colombia                | 1 766                          | 1 819  | 1 929  | 1 971  | 11,6                     | 2,2    |
| México                  | 12,86                          | 12,31  | 13,03  | 13,06  | 1,5                      | 0,2    |
| Argentina               | 4,92                           | 5,12   | 6,52   | 8,00   | 62,8                     | 22,8   |
| Perú                    | 2,55                           | 2,59   | 2,80   | 2,81   | 10,1                     | 0,3    |
| Hungría                 | 220                            | 237    | 216    | 223    | 1,2                      | 3,2    |
| Polonia                 | 3,08                           | 3,26   | 3,01   | 3,02   | -2,0                     | 0,4    |
| Rusia                   | 30,55                          | 31,07  | 32,89  | 35,03  | 14,7                     | 6,5    |
| Turquía                 | 1,78                           | 1,81   | 2,15   | 2,14   | 20,0                     | -0,3   |
| China                   | 6,23                           | 6,21   | 6,05   | 6,22   | -0,2                     | 2,7    |
| India                   | 54,99                          | 54,28  | 61,80  | 60,01  | 9,1                      | -2,9   |
| Israel                  | 3,73                           | 3,65   | 3,47   | 3,49   | -6,6                     | 0,4    |
| Sudáfrica               | 8,45                           | 9,22   | 10,45  | 10,52  | 24,5                     | 0,7    |
| Canasta de la Fed       | 99,2                           | 100,6  | 102,1  | 103,0  | 3,8                      | 0,9    |

Fuente: Reuters y Bloomberg.

### Decisiones de bancos centrales

12. En los últimos meses, la mayoría de bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de interés. En las economías emergentes, al igual que en el Reporte de Inflación anterior, las respuestas de política monetaria no fueron uniformes.

En algunos casos —como Turquía, Brasil y Sudáfrica— los incrementos se dieron en un contexto de condiciones financieras externas desfavorables, en particular durante el mes de enero, cuando se registró un episodio de liquidación masiva (*sell off*) de títulos considerados más riesgosos y que afectó principalmente a economías con mayores déficit en cuenta corriente o con mayor dependencia de financiamiento externo. Por el contrario, otras economías emergentes —como Israel, Tailandia, Rumania, Hungría, y Chile— continuaron reduciendo sus tasas en un contexto de desaceleración económica y presiones inflacionarias contenidas.

**Cuadro 9**  
**TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

|                | Dic.12 | Mar.13 | Dic.13 | Mar.14 | Variación<br>Mar.14-Dic.13 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------------------------|
| Turquía        | 9,00   | 5,50   | 7,75   | 12,00  | 425                        |
| Brasil         | 7,25   | 7,25   | 10,00  | 10,75  | 75                         |
| Sudáfrica      | 5,00   | 5,00   | 5,00   | 5,50   | 50                         |
| Nueva Zelanda  | 2,50   | 2,50   | 2,50   | 2,75   | 25                         |
| India          | 8,00   | 7,50   | 7,75   | 8,00   | 25                         |
| Pakistán       | 9,50   | 9,50   | 10,00  | 10,00  | 0                          |
| Serbia         | 11,25  | 11,75  | 9,50   | 9,50   | 0                          |
| Indonesia      | 5,75   | 5,75   | 7,50   | 7,50   | 0                          |
| Islandia       | 6,00   | 6,00   | 6,00   | 6,00   | 0                          |
| Perú           | 4,25   | 4,25   | 4,00   | 4,00   | 0                          |
| México         | 4,50   | 4,00   | 3,50   | 3,50   | 0                          |
| Filipinas      | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 0                          |
| Colombia       | 4,25   | 3,25   | 3,25   | 3,25   | 0                          |
| Malasia        | 3,00   | 3,00   | 3,00   | 3,00   | 0                          |
| Australia      | 3,00   | 3,00   | 2,50   | 2,50   | 0                          |
| Polonia        | 4,25   | 3,25   | 2,50   | 2,50   | 0                          |
| Corea del Sur  | 2,75   | 2,75   | 2,50   | 2,50   | 0                          |
| Noruega        | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 0                          |
| Canadá         | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 0                          |
| Reino Unido    | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0                          |
| Estados Unidos | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0                          |
| Eurozona       | 0,75   | 0,75   | 0,25   | 0,25   | 0                          |
| Suiza          | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0                          |
| Taiwán         | 1,88   | 1,88   | 1,88   | 1,88   | 0                          |
| Suecia         | 1,00   | 1,00   | 0,75   | 0,75   | 0                          |
| China          | 6,00   | 6,00   | 6,00   | 6,00   | 0                          |
| Israel         | 2,00   | 1,75   | 1,00   | 0,75   | -25                        |
| Tailandia      | 2,75   | 2,75   | 2,25   | 2,00   | -25                        |
| Hungría        | 5,75   | 5,00   | 3,00   | 2,60   | -40                        |
| Rumania        | 5,25   | 5,25   | 4,00   | 3,50   | -50                        |
| Chile          | 5,00   | 5,00   | 4,50   | 4,00   | -50                        |

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg.





## II. Actividad económica

### PBI sectorial

13. El presente Reporte de Inflación incluye la ejecución y proyecciones del PBI sectorial y por el lado del gasto con el nuevo año base de las cuentas nacionales, correspondiente a 2007. Por el lado sectorial destaca el mayor peso del sector minería e hidrocarburos, mientras que por el lado del gasto resalta el mayor peso del comercio exterior.

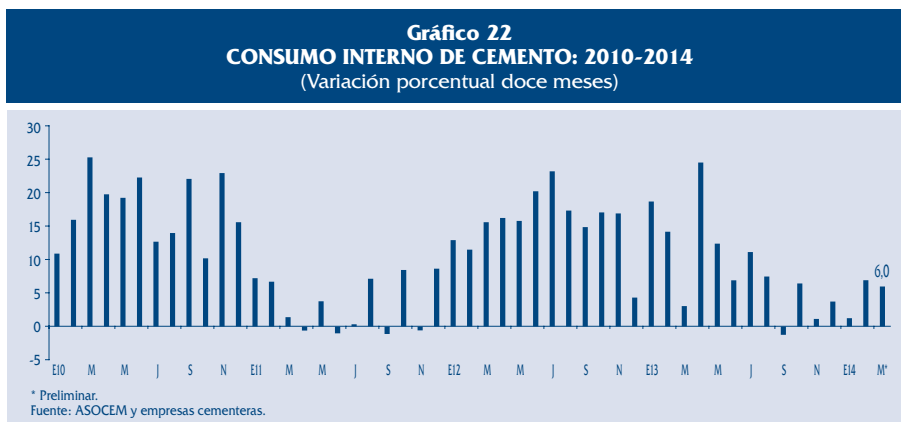
**Cuadro 10**  
**PROPORCIONES DEL PBI CON DISTINTAS BASES: AÑO 2013**  
(Porcentaje del PBI)

| PBI Sectorial           | Base         |              | PBI Gasto                | Base         |              |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------|
|                         | 1994         | 2007         |                          | 1994         | 2007         |
| Agropecuario            | 7,1          | 5,3          | Demanda interna          | 106,0        | 102,2        |
| Pesca                   | 0,4          | 0,5          | Gasto privado            | 90,3         | 85,3         |
| Minería e hidrocarburos | 4,6          | 12,0         | Consumo                  | 66,3         | 60,9         |
| Manufactura primaria    | 2,4          | 3,3          | Inversión privada fija   | 23,5         | 22,7         |
| Manufactura no primaria | 11,2         | 11,7         | Variación de existencias | 0,5          | 1,7          |
| Electricidad y agua     | 2,0          | 1,7          | Gasto público            | 15,7         | 16,9         |
| Construcción            | 7,3          | 6,9          | Consumo                  | 9,7          | 11,2         |
| Comercio                | 15,5         | 11,0         | Inversión                | 6,0          | 5,7          |
| Otros servicios         | 40,1         | 38,8         | Exportaciones netas      | -6,0         | -2,2         |
| Impuestos indirectos    | 9,5          | 8,8          | Exportaciones            | 17,2         | 25,3         |
|                         |              |              | Importaciones            | 23,2         | 27,5         |
| <b>PBI</b>              | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>PBI</b>               | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |

14. Los indicadores contemporáneos y adelantados de actividad económica muestran que en el primer trimestre de 2014 se ha sostenido un ritmo de actividad similar al del cuarto trimestre del año pasado. Este es el caso de la producción de electricidad, que en el primer trimestre crece 6,6 por ciento con respecto a igual periodo de 2013, y del consumo interno de cemento, con un crecimiento de 4,6 por ciento en el primer trimestre.

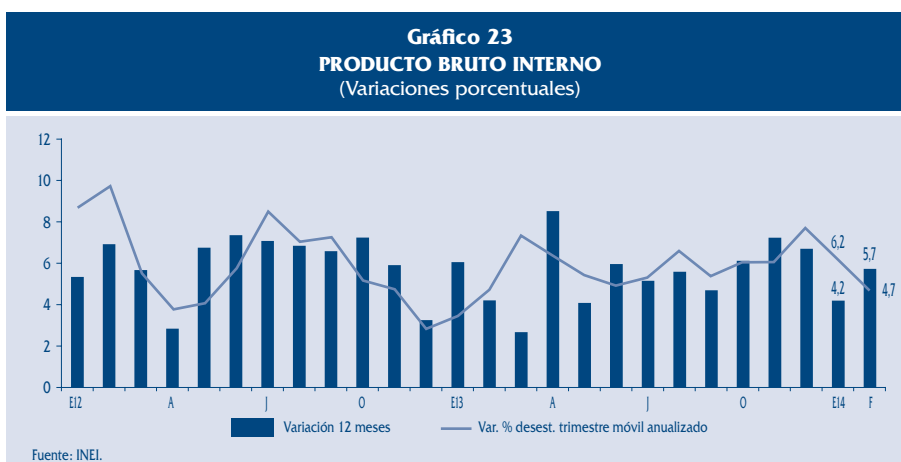
**Gráfico 21**  
**PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD: 2010-2014**  
(Variación porcentual doce meses)





15. El PBI acumulado de los meses de enero y febrero fue mayor en 5,0 por ciento al de igual periodo de 2013, con un aumento de 5,5 por ciento del PBI de los sectores primarios y de 4,8 por ciento de los sectores no primarios. Destacó el crecimiento de los sectores minería metálica, comercio, servicios y construcción con tasas de 8,9, 5,0, 6,4 y 6,5 por ciento, respectivamente. En cuanto al dinamismo del sector minero, cabe señalar el crecimiento de la producción de cobre en 21,6 por ciento, explicado por un menor volumen de extracción en los primeros meses de 2013 causado por problemas técnicos en algunas minas.

La variación desestacionalizada anualizada del PBI ascendió a 4,7 por ciento. En el caso de la producción no primaria, esta variación fue de 5,2 por ciento.



16. La proyección de crecimiento del PBI para 2014 ha sido revisada a la baja, de 6,0 por ciento en el Reporte de Inflación de diciembre de 2013 a 5,5 por ciento, debido





principalmente a una revisión de la proyección de crecimiento de la actividad primaria de 5,2 a 3,1 por ciento. La revisión más importante se da en el subsector de minería metálica de 9,1 a 1,9 por ciento por menores leyes en la extracción de cobre. Para el año 2015 se ha revisado al alza el crecimiento del PBI por el mayor crecimiento previsto en minería metálica por la entrada en operación de importantes proyectos como Las Bambas y Minas Justa, así como el primer año de producción de cobre en Constanza.

**Cuadro 11**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

|                                | 2012         | 2013        | 2014*      |            | 2015*       |             |
|--------------------------------|--------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|
|                                |              |             | RI Dic.13  | RI Abr.14  | RI Dic.13   | RI Abr.14   |
| <b>Agropecuario</b>            | <b>5,9</b>   | <b>1,5</b>  | <b>3,0</b> | <b>1,6</b> | <b>4,2</b>  | <b>4,0</b>  |
| Agrícola                       | 8,7          | 0,7         | 2,6        | 0,7        | 4,0         | 4,2         |
| Pecuario                       | 5,6          | 2,9         | 3,7        | 3,0        | 4,7         | 3,8         |
| <b>Pesca</b>                   | <b>-32,2</b> | <b>18,1</b> | <b>6,6</b> | <b>6,4</b> | <b>3,3</b>  | <b>2,5</b>  |
| <b>Minería e hidrocarburos</b> | <b>2,8</b>   | <b>4,3</b>  | <b>9,4</b> | <b>2,8</b> | <b>13,3</b> | <b>13,4</b> |
| Minería metálica               | 2,5          | 3,6         | 9,1        | 1,9        | 13,0        | 15,6        |
| Hidrocarburos                  | 1,0          | 7,2         | 10,8       | 7,2        | 14,8        | 5,3         |
| <b>Manufactura</b>             | <b>1,5</b>   | <b>4,9</b>  | <b>4,1</b> | <b>4,6</b> | <b>5,1</b>  | <b>4,9</b>  |
| Recursos primarios             | -8,2         | 9,7         | 3,5        | 6,2        | 3,4         | 6,4         |
| Manufactura no primaria        | 4,5          | 3,3         | 4,3        | 4,0        | 5,5         | 4,5         |
| <b>Electricidad y agua</b>     | <b>5,8</b>   | <b>5,5</b>  | <b>6,1</b> | <b>5,8</b> | <b>6,1</b>  | <b>6,1</b>  |
| <b>Construcción</b>            | <b>15,8</b>  | <b>8,4</b>  | <b>7,3</b> | <b>7,6</b> | <b>8,0</b>  | <b>8,0</b>  |
| <b>Comercio</b>                | <b>7,2</b>   | <b>5,9</b>  | <b>5,9</b> | <b>6,1</b> | <b>6,3</b>  | <b>5,7</b>  |
| <b>Otros servicios</b>         | <b>7,3</b>   | <b>6,0</b>  | <b>6,2</b> | <b>6,3</b> | <b>6,5</b>  | <b>6,1</b>  |
| <b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>  | <b>6,0</b>   | <b>5,6</b>  | <b>6,0</b> | <b>5,5</b> | <b>6,5</b>  | <b>6,7</b>  |
| Nota:                          |              |             |            |            |             |             |
| <b>PBI primario</b>            | <b>0,8</b>   | <b>4,7</b>  | <b>5,2</b> | <b>3,1</b> | <b>7,1</b>  | <b>9,6</b>  |
| <b>PBI no primario</b>         | <b>7,4</b>   | <b>5,8</b>  | <b>6,1</b> | <b>6,1</b> | <b>6,4</b>  | <b>6,0</b>  |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

- Se revisa a la baja el crecimiento del **sector agropecuario** a 1,6 por ciento en términos reales, debido a condiciones ambientales adversas principalmente para los cultivos de arroz y algodón. También el café se revisa a la baja, considerando la prolongación del efecto de la roya amarilla.

Para el año 2015, con mejoras en las condiciones climáticas se espera una recuperación en la producción de principales productos agrícolas como arroz,

papa y café, atenuándose el efecto de la roya amarilla con la aplicación de medidas sanitarias. Asimismo, aumentaría la producción pecuaria con el mayor dinamismo de la demanda interna.

- b. Se revisa a la baja el crecimiento del sector pesca para el año 2014, que responde a una menor proyección de extracción de anchoveta. Este efecto se compensa con un mayor crecimiento de la pesca para consumo humano, continuando su tendencia positiva (en 2013 creció 21,3 por ciento).
- c. Se revisa el crecimiento del sector minero metálico de 9,1 por ciento a 1,9 por ciento. Esta reducción contempla una menor producción de cobre esperada por la disminución de las leyes del mineral principal y los depósitos del mineral en algunas minas importantes y un menor ritmo de producción de Toromocho, de acuerdo a lo anunciado por la propia empresa. También se espera una menor producción de oro, principalmente de oro informal, particularmente de la región de Madre de Dios en un contexto en el que se intensifica la política de interdicción. Para fines de 2014 y 2015 se espera la entrada en operación de importantes proyectos como Las Bambas y Minas Justa así como el primer año de producción de cobre en Constancia.

**Cuadro 12**  
**PRODUCCIÓN MINERA**  
(Variaciones porcentuales)

|       | 2013 | 2014* | 2015* |
|-------|------|-------|-------|
| Oro   | -6,2 | -3,1  | -3,0  |
| Cobre | 7,4  | 4,8   | 23,4  |
| Zinc  | 5,5  | -3,4  | 4,8   |

\* Proyección.

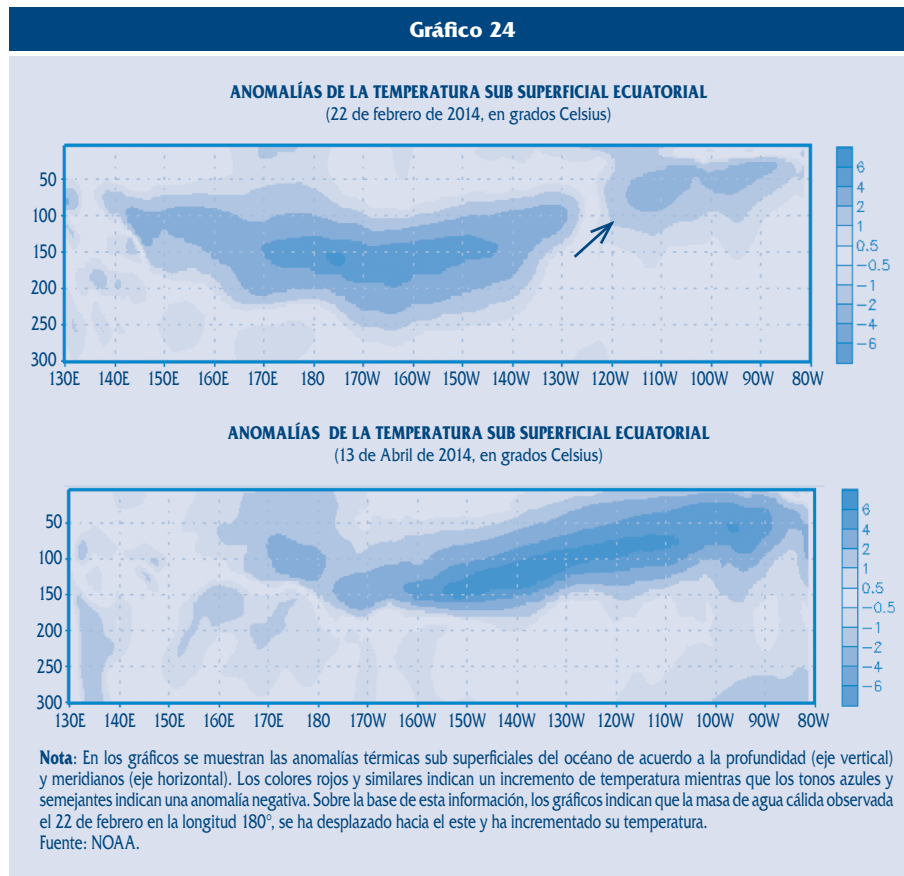
- d. Para el año 2014 se proyecta un mayor crecimiento del PBI no primario respecto de lo reportado en 2013, aunque por debajo del promedio de su crecimiento en los últimos años, en línea con la evolución de la demanda interna. Para el año 2015 se estima una tasa similar en línea al crecimiento esperado de la demanda interna y la economía mundial. Por su parte, el sector construcción mantendría una tasa de crecimiento cercana a 8,0 por ciento, 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.

17. De acuerdo al comunicado del comité multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) del 15 de abril, se mantiene la previsión



de un posible evento El Niño a mediados del año 2014 de magnitud entre débil y moderada.

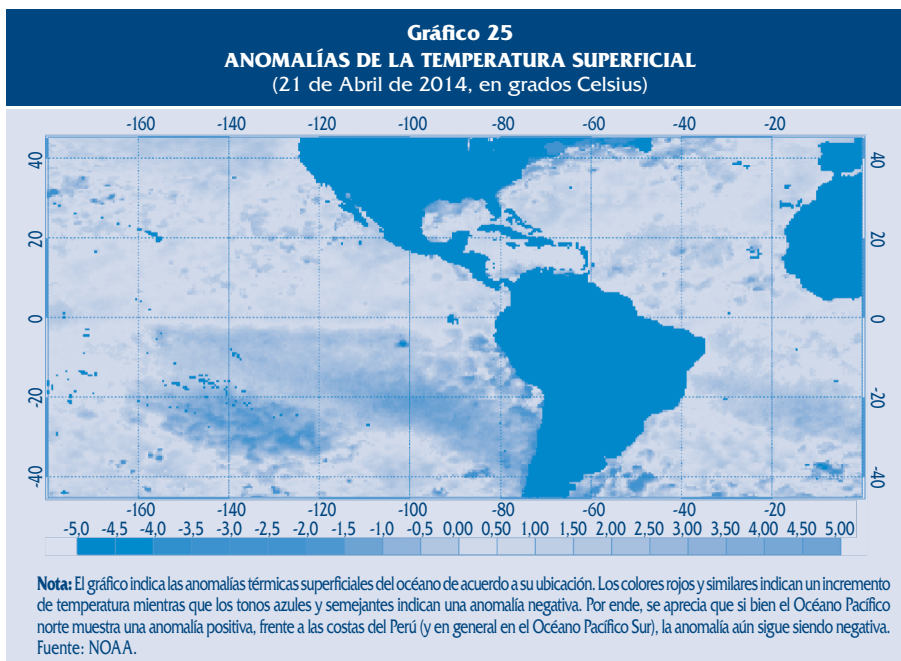
A mediados de abril continuó el desplazamiento de masas de agua cálida en el Pacífico desde el oeste (onda Kelvin), sin que se observe aún en el mar peruano debido a la influencia de vientos del sur.



Al mismo tiempo se intensificaron los vientos de dirección Sur y Sureste que favorecieron el afloramiento de aguas frías frente a la costa peruana. Por esta razón, las anomalías de la temperatura superficial del mar (TSM) continuaron con valores negativos.

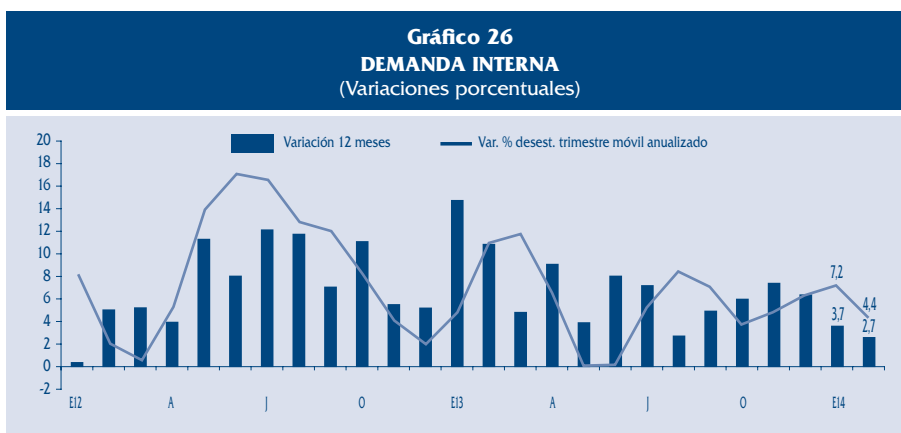
En consecuencia, se aprecia que mientras que la mayoría del Océano Pacífico presenta anomalías positivas, frente a las costas de Sudamérica aún se mantienen las anomalías superficiales frías. De continuar la persistencia en la intensificación de los vientos, el impacto de las ondas Kelvin en la TSM sería menor a lo esperado.





**PBI gasto**

18. En base a los indicadores de actividad productiva y del volumen de exportaciones e importaciones de bienes y servicios de enero y febrero, se estima una expansión anual de la demanda interna de 3,2 por ciento entre enero y febrero del presente año. En términos desestacionalizados se registra un crecimiento anualizado de 4,4 por ciento en el trimestre móvil terminado en febrero.



19. Los indicadores de confianza de consumidores y productores se mantienen a marzo en el tramo optimista, aunque en un menor grado que el registrado en diciembre de 2013, lo cual podría haber determinado un menor impulso del gasto de consumo e inversión del sector privado.





20. El volumen de exportaciones ha tenido un mayor dinamismo en los últimos meses, en particular las de harina de pescado, café, cobre y no tradicionales. Así, en febrero de 2014 el total de exportaciones ha crecido 7,9 por ciento con respecto a igual mes de 2013, con aumentos de 5,5 por ciento para las exportaciones tradicionales y 13,7 por ciento para las no tradicionales.

| <b>Cuadro 13</b>                      |             |             |             |             |             |             |            |             |             |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| <b>VOLUMEN DE EXPORTACIONES</b>       |             |             |             |             |             |             |            |             |             |
| <i>(Variación porcentual)</i>         |             |             |             |             |             |             |            |             |             |
|                                       | 2013        |             |             |             |             |             |            | 2014        |             |
|                                       | Jun.        | Jul.        | Ago.        | Set.        | Oct.        | Nov.        | Dic.       | Ene.        | Feb.        |
| <b>EXPORTACIONES TRADICIONALES</b>    | <b>-7,5</b> | <b>-9,3</b> | <b>23,9</b> | <b>0,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>-7,7</b> | <b>5,0</b> | <b>-3,5</b> | <b>5,5</b>  |
| Harina de pescado                     | -59,9       | -37,2       | 36,9        | 76,6        | -33,6       | -64,5       | 242,3      | 377,2       | 289,6       |
| Café                                  | 0,3         | -4,2        | -11,0       | -16,1       | -8,7        | 7,9         | 8,9        | 32,6        | 97,8        |
| Cobre                                 | 11,8        | -6,9        | 34,5        | -9,4        | 5,3         | 6,8         | -3,5       | -12,4       | 28,1        |
| Hierro                                | -35,6       | -28,2       | 68,6        | -28,5       | 224,8       | -2,1        | -12,0      | -4,4        | 63,9        |
| Zinc                                  | 4,4         | 8,4         | 32,4        | -6,7        | 20,8        | 13,2        | -32,4      | 5,2         | 78,8        |
| Oro                                   | 1,8         | -8,1        | 17,1        | -4,1        | 8,5         | -19,0       | 13,2       | -26,4       | -52,6       |
| Petróleo crudo y derivados            | -9,9        | -11,7       | 30,1        | -6,5        | -16,2       | -16,7       | 19,8       | -24,6       | 1,1         |
| <b>EXPORTACIONES NO TRADICIONALES</b> | <b>-6,5</b> | <b>-4,2</b> | <b>-5,3</b> | <b>-1,3</b> | <b>-0,8</b> | <b>1,1</b>  | <b>1,8</b> | <b>5,3</b>  | <b>13,7</b> |
| Agropecuarios                         | -0,6        | 7,7         | 0,8         | 8,9         | 4,0         | 14,1        | 24,2       | 21,6        | 33,6        |
| Pesqueros                             | -3,1        | -3,6        | 16,1        | 27,3        | -19,2       | 16,1        | 11,2       | 19,1        | -1,2        |
| Textiles                              | -10,4       | -23,0       | -9,9        | -8,6        | -7,3        | -12,7       | -11,8      | -7,6        | 1,3         |
| Químicos                              | 1,7         | 3,2         | -3,7        | 5,8         | 13,3        | -2,7        | -6,6       | -6,1        | 17,7        |
| Sidero-metalúrgicos y joyería         | -12,0       | 6,1         | 4,4         | -6,9        | 0,9         | -2,4        | -18,9      | -5,7        | -1,9        |
| <b>TOTAL EXPORTACIONES</b>            | <b>-7,8</b> | <b>-8,2</b> | <b>16,0</b> | <b>-0,7</b> | <b>1,5</b>  | <b>-4,6</b> | <b>4,4</b> | <b>-1,4</b> | <b>7,9</b>  |

21. Los datos de importaciones en términos reales muestran una desaceleración y reducciones, como es el caso de las importaciones de bienes de capital, insumos industriales y bienes de consumo duradero, lo cual podría indicar un menor ritmo del gasto interno de consumo e inversión.

| <b>Cuadro 14</b>                |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>VOLUMEN DE IMPORTACIONES</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <i>(Variación porcentual)</i>   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
|                                 | 2013        |             |             |             |             |             |             | 2014        |             |
|                                 | Jun.        | Jul.        | Ago.        | Set.        | Oct.        | Nov.        | Dic.        | Ene.        | Feb.        |
| <b>BIENES DE CONSUMO</b>        | <b>0,2</b>  | <b>7,8</b>  | <b>1,0</b>  | <b>10,0</b> | <b>6,7</b>  | <b>-3,9</b> | <b>1,8</b>  | <b>-1,4</b> | <b>1,2</b>  |
| Duraderos                       | -2,0        | -1,3        | 3,9         | 1,4         | 4,3         | -9,3        | -9,4        | -7,9        | -9,4        |
| No duraderos                    | 2,9         | 17,1        | -1,7        | 18,4        | 9,3         | 2,4         | 14,9        | 4,8         | 12,4        |
| <b>INSUMOS</b>                  | <b>-3,9</b> | <b>-4,3</b> | <b>8,4</b>  | <b>-0,3</b> | <b>-1,8</b> | <b>-6,5</b> | <b>11,3</b> | <b>0,1</b>  | <b>-6,8</b> |
| Alimentos                       | -9,7        | 37,9        | 29,0        | 26,5        | -18,2       | -2,6        | -9,3        | 6,0         | 38,1        |
| Petróleo y derivados            | -1,9        | -8,9        | 14,5        | -7,6        | 7,6         | -2,9        | 44,6        | 7,8         | -29,7       |
| Para la industria               | -3,3        | -8,5        | 1,5         | -0,8        | -3,3        | -9,0        | 2,8         | -5,5        | -2,9        |
| <b>BIENES DE CAPITAL</b>        | <b>1,1</b>  | <b>3,1</b>  | <b>-0,8</b> | <b>-3,8</b> | <b>3,8</b>  | <b>-0,6</b> | <b>-8,7</b> | <b>-2,2</b> | <b>-4,9</b> |
| <b>TOTAL IMPORTACIONES</b>      | <b>-1,3</b> | <b>0,2</b>  | <b>4,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,9</b>  | <b>-4,2</b> | <b>2,6</b>  | <b>-1,2</b> | <b>-4,5</b> |

22. Se ha revisado a la baja el crecimiento de la demanda interna para 2014 de 6,0 a 5,4 por ciento, por efecto de un menor dinamismo del gasto privado de inversión de 6,3 a 6,0 por ciento.

El gasto público de consumo e inversión se proyecta crezca 9,3 por ciento, lo cual compensa el menor dinamismo de las exportaciones y del gasto privado, contribuyendo en 1,6 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento anual del PBI.

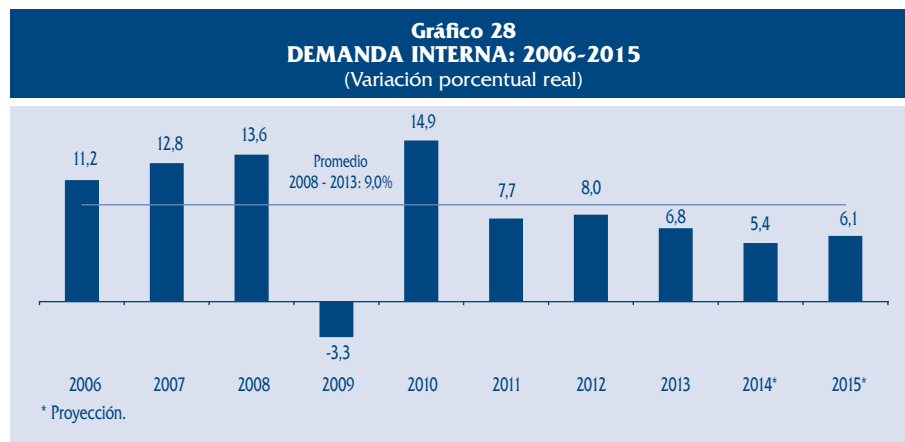
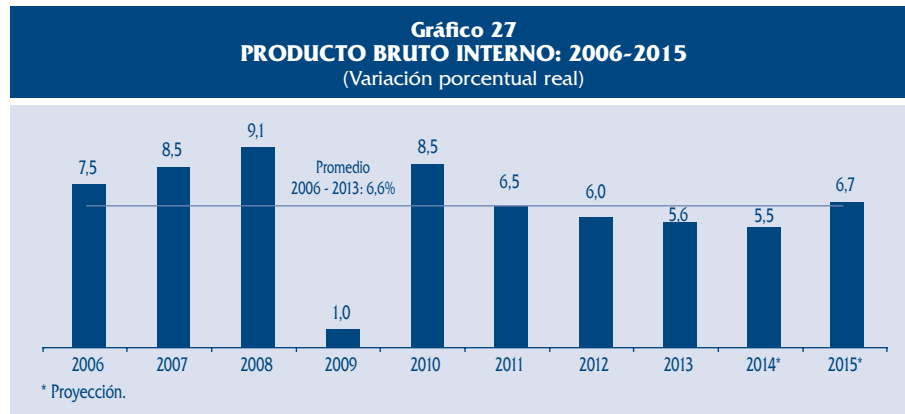
| <b>Cuadro 15</b>                  |             |             |            |            |             |            |
|-----------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| <b>DEMANDA INTERNA</b>            |             |             |            |            |             |            |
| (Variaciones porcentuales reales) |             |             |            |            |             |            |
|                                   | 2012        | 2013        | 2014*      |            | 2015*       |            |
|                                   |             |             | RI Dic.13  | RI Abr.14  | RI Dic.13   | RI Abr.14  |
| <b>I. Demanda interna</b>         | <b>8,0</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,0</b> | <b>5,4</b> | <b>6,1</b>  | <b>6,1</b> |
| <b>1. Gasto privado</b>           | <b>7,4</b>  | <b>6,4</b>  | <b>5,3</b> | <b>4,6</b> | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b> |
| Consumo                           | 6,1         | 5,3         | 5,2        | 5,1        | 5,4         | 5,4        |
| Inversión privada fija            | 15,6        | 6,0         | 6,3        | 6,0        | 6,6         | 6,6        |
| <b>2. Gasto público</b>           | <b>11,5</b> | <b>8,6</b>  | <b>9,9</b> | <b>9,3</b> | <b>8,5</b>  | <b>7,5</b> |
| Consumo                           | 8,1         | 6,7         | 6,3        | 6,1        | 4,2         | 4,7        |
| Inversión                         | 19,1        | 12,5        | 15,5       | 15,5       | 14,6        | 12,5       |
| <b>II. Demanda Externa Neta</b>   |             |             |            |            |             |            |
| <b>1. Exportaciones</b>           | <b>3,7</b>  | <b>-0,9</b> | <b>6,3</b> | <b>3,3</b> | <b>10,9</b> | <b>8,2</b> |
| <b>2. Importaciones</b>           | <b>11,3</b> | <b>3,6</b>  | <b>6,3</b> | <b>3,3</b> | <b>7,9</b>  | <b>5,6</b> |
| <b>III. PBI</b>                   | <b>6,0</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,0</b> | <b>5,5</b> | <b>6,5</b>  | <b>6,7</b> |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

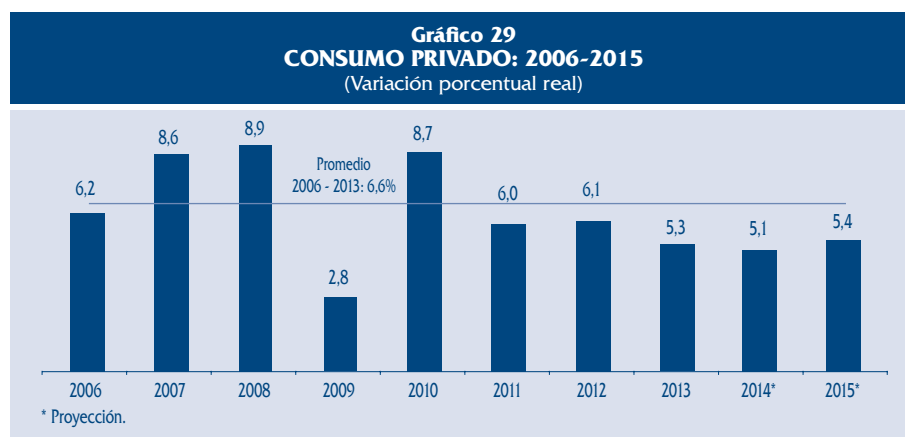
| <b>Cuadro 16</b>                                |            |             |            |            |            |            |
|---|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>DEMANDA INTERNA Y PBI</b>                    |            |             |            |            |            |            |
| (Contribuciones a la variación porcentual real) |            |             |            |            |            |            |
|   | 2012       | 2013        | 2014*      |            | 2015*      |            |
|   |            |             | RI Dic.13  | RI Abr.14  | RI Dic.13  | RI Abr.14  |
| <b>I. Demanda interna</b>                       | <b>7,9</b> | <b>6,8</b>  | <b>6,3</b> | <b>5,5</b> | <b>6,5</b> | <b>6,2</b> |
| <b>1. Gasto privado</b>                         | <b>6,2</b> | <b>5,4</b>  | <b>4,8</b> | <b>3,9</b> | <b>5,1</b> | <b>4,9</b> |
| Consumo   | 3,7        | 3,3         | 3,4        | 3,1        | 3,5        | 3,3        |
| Inversión privada fija                          | 3,2        | 1,4         | 1,5        | 1,4        | 1,6        | 1,5        |
| Variación de existencias                        | -0,8       | 0,8         | -0,1       | -0,5       | 0,0        | 0,1        |
| <b>2. Gasto público</b>                         | <b>1,8</b> | <b>1,4</b>  | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> |
| Consumo   | 0,9        | 0,7         | 0,6        | 0,7        | 0,4        | 0,5        |
| Inversión                                       | 0,9        | 0,7         | 0,9        | 0,9        | 1,0        | 0,8        |
| <b>II. Demanda Externa Neta</b>                 |            |             |            |            |            |            |
| <b>1. Exportaciones</b>                         | <b>1,0</b> | <b>-0,2</b> | <b>1,1</b> | <b>0,8</b> | <b>1,9</b> | <b>2,0</b> |
| <b>2. Importaciones</b>                         | <b>3,0</b> | <b>1,0</b>  | <b>1,5</b> | <b>0,9</b> | <b>1,8</b> | <b>1,5</b> |
| <b>III. PBI</b>                                 | <b>6,0</b> | <b>5,6</b>  | <b>6,0</b> | <b>5,5</b> | <b>6,5</b> | <b>6,7</b> |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

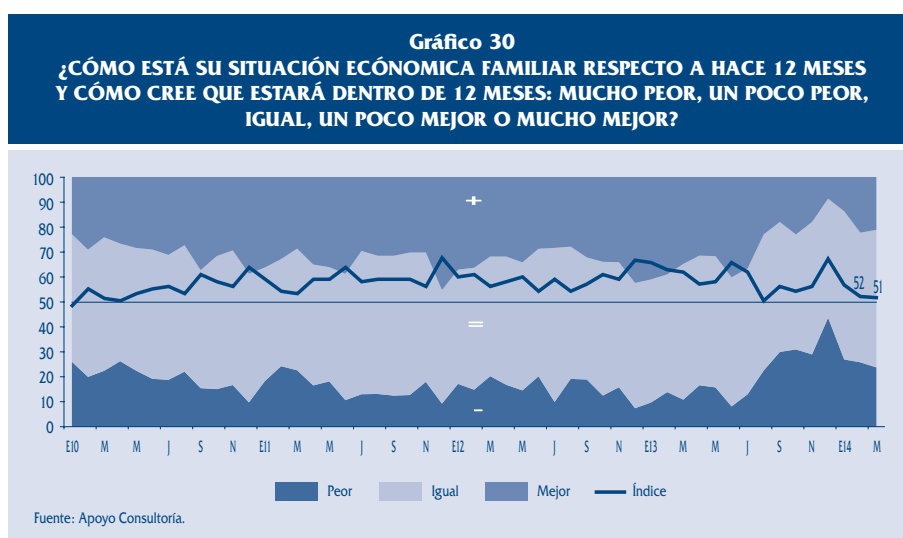




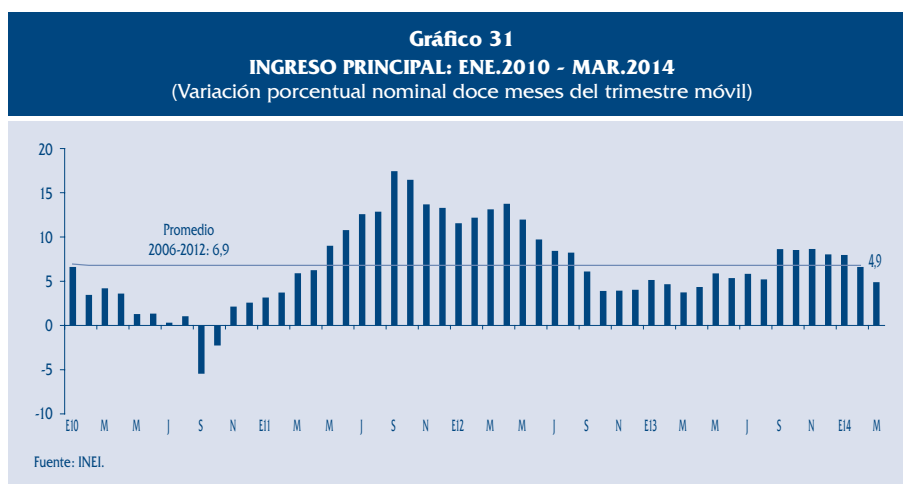
23. El gasto de consumo privado crecería 5,1 por ciento en 2014 y en 5,4 por ciento en 2015. La información reciente de confianza del consumidor se mantiene en tramo optimista, aunque en un menor grado.



- a. El Índice de Confianza del Consumidor se ubicó en marzo en un nivel optimista de 51 puntos. Este indicador mantuvo un nivel de 53 puntos en promedio durante los tres primeros meses del año, menor al registrado en el trimestre previo.

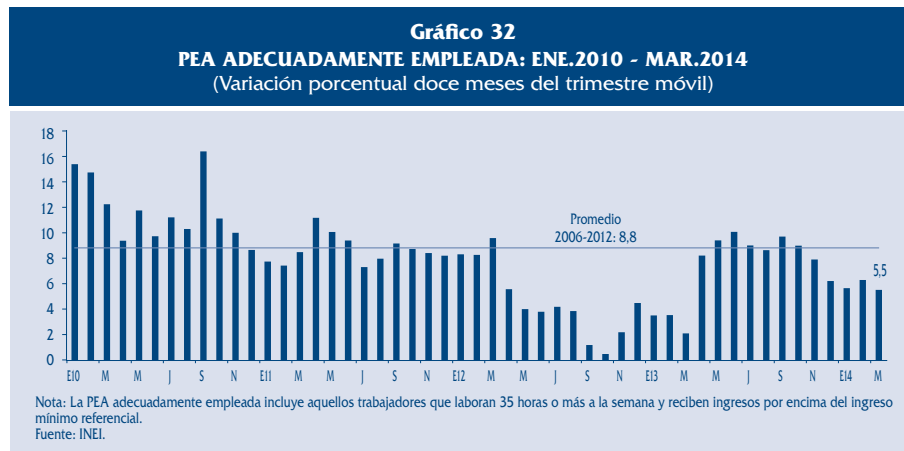


- b. La información de ingreso mensual por trabajo creció 4,9 por ciento en el primer trimestre, menor al 6,6 por ciento del trimestre anterior.

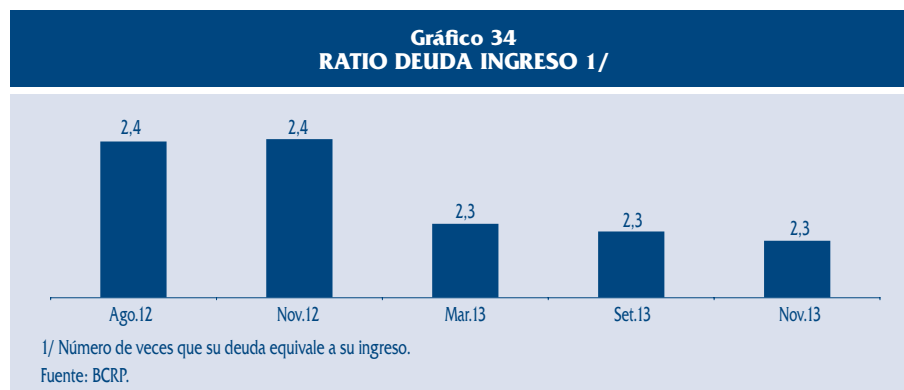


- c. La población adecuadamente empleada aumentó 5,5 por ciento en el primer trimestre, menor al registro del trimestre previo (6,3 por ciento).

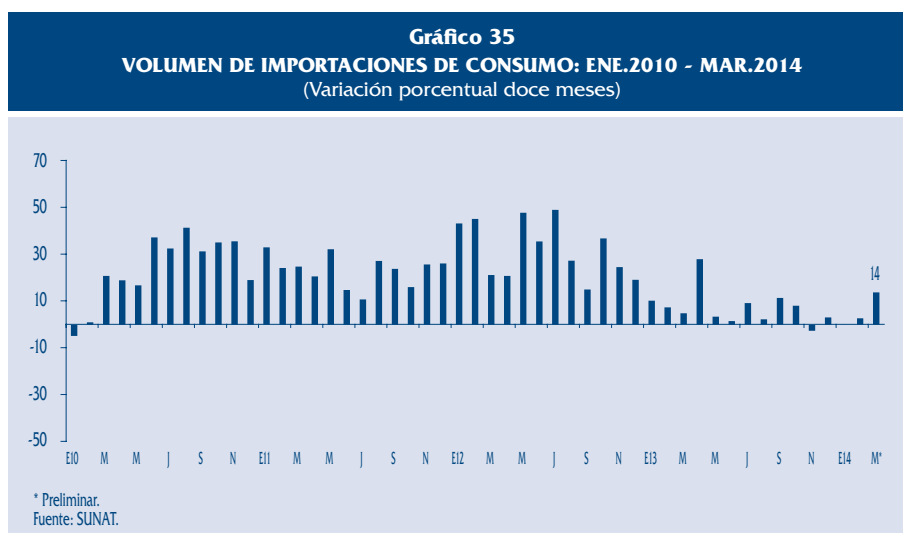




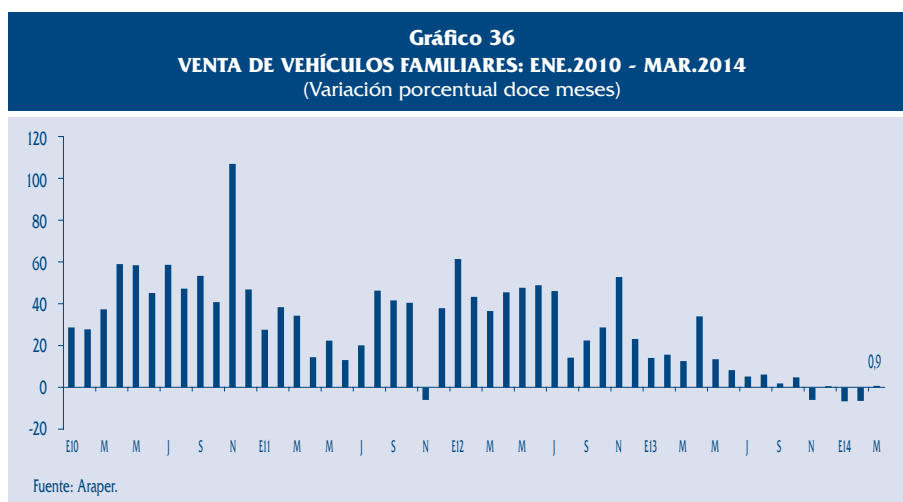
- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, sigue moderándose con respecto a las tasas observadas durante el año 2013. Este indicador tuvo un crecimiento de 14,0 por ciento en marzo, inferior al promedio de los cuatro años previos. Se observa que el nivel de endeudamiento de las familias respecto de su ingreso podría estar limitando la posibilidad de crecimiento del consumo.



- e. El volumen de importaciones de bienes de consumo registró un crecimiento de 13,8 por ciento en marzo.



- f. Las ventas de autos familiares nuevos registró un crecimiento de 0,9 por ciento en marzo.



- g. En el año 2013, el ingreso nacional disponible redujo su crecimiento a 5,7 por ciento frente a una tasa de 6,8 por ciento registrada en 2012. Se proyecta que las tasas de crecimiento del ingreso nacional disponible se acelerarían en el horizonte de proyección en línea con la evolución prevista del producto.





**Cuadro 17**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

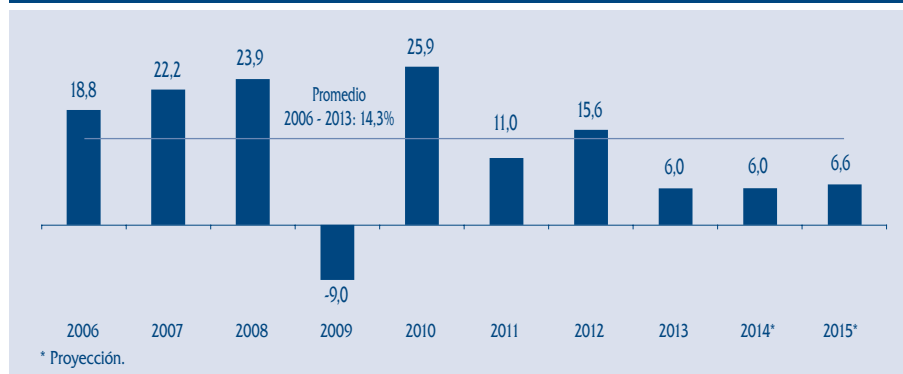
|  | 2012       | 2013       | 2014*      |            | 2015*      |            |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|  |            |            | RI Dic.13  | RI Abr.14  | RI Dic.13  | RI Abr.14  |
| 1. Producto Bruto Interno                | 6,0        | 5,6        | 6,0        | 5,5        | 6,5        | 6,7        |
| 2. Producto Nacional Bruto               | 7,7        | 7,0        | 6,3        | 5,8        | 6,3        | 7,0        |
| 3. Ingreso Nacional Bruto                | 7,0        | 5,9        | 6,0        | 5,3        | 6,5        | 7,0        |
| <b>4. Ingreso Nacional Disponible 1/</b> | <b>6,8</b> | <b>5,7</b> | <b>6,1</b> | <b>5,8</b> | <b>6,4</b> | <b>6,5</b> |

\* Proyección.

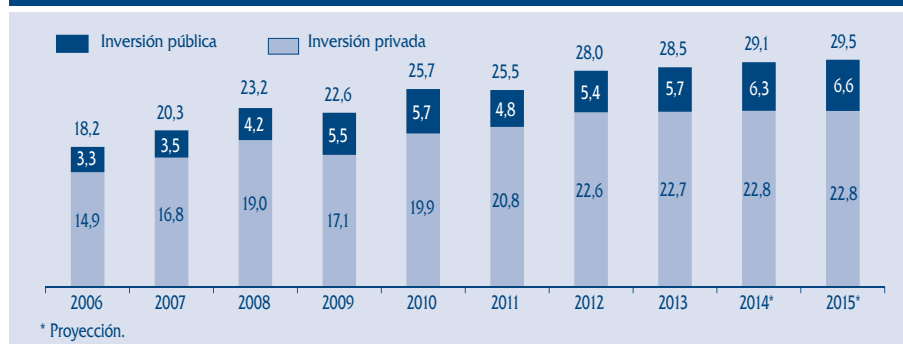
1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

24. Se ha revisado la proyección de crecimiento de la inversión fija del sector privado de 6,3 a 6,0 por ciento para 2014, manteniéndose la proyección de aumento de 6,6 por ciento para 2015. De esta manera, el ratio de inversión bruta fija total, que incluye a los sectores, privado y público, pasa de 28,5 por ciento en 2013 a 29,1 por ciento en 2014 y a 29,5 por ciento en 2015.

**Gráfico 37**  
**INVERSIÓN PRIVADA: 2006-2015**  
(Variación porcentual real)

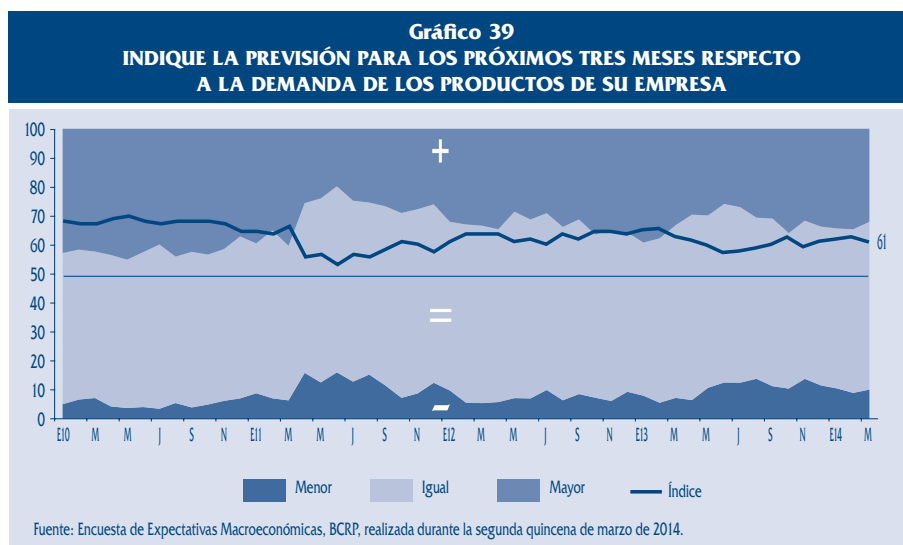


**Gráfico 38**  
**INVERSIÓN BRUTA FIJA: SECTORES PRIVADO Y PÚBLICO**  
(Porcentaje del PBI real)

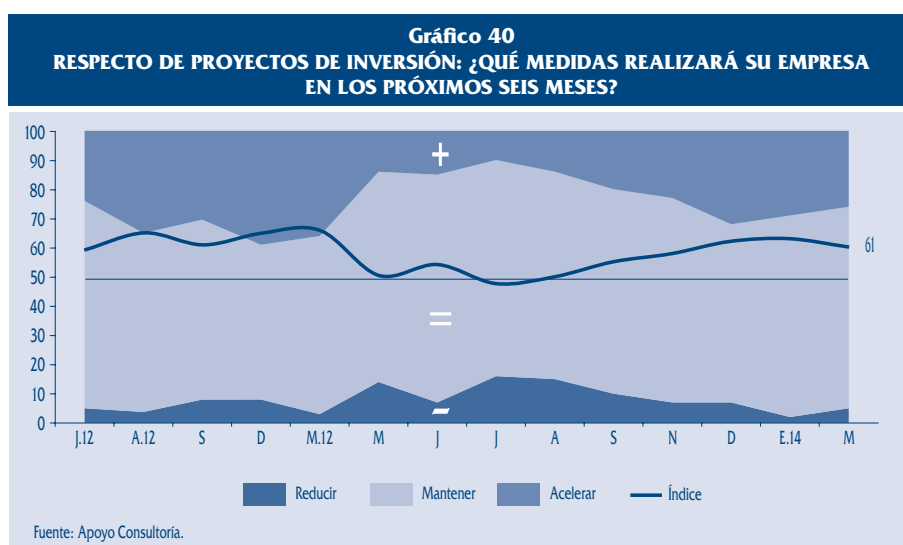




- a. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 61 puntos en marzo, menor con respecto a los valores registrados durante los dos meses previos.

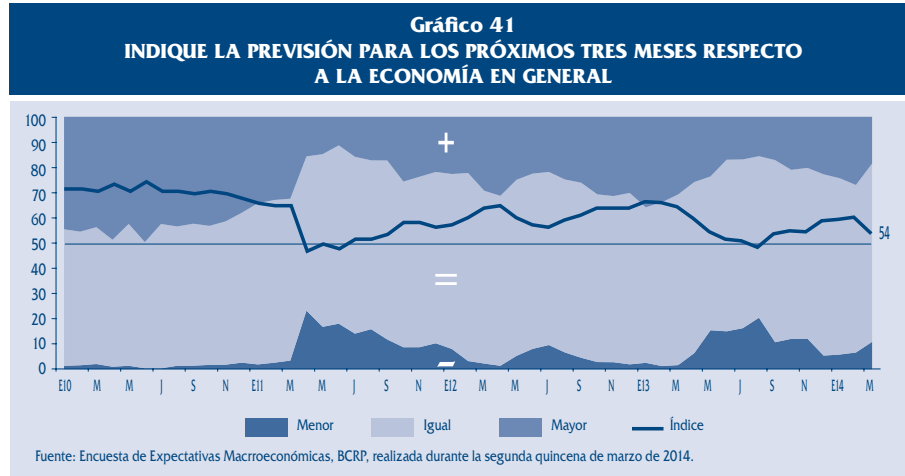


- b. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses alcanzó los 61 puntos en marzo y continuó manteniéndose en el tramo optimista.



- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses disminuyeron a 54 puntos en marzo, aunque manteniéndose en el tramo optimista.





- d. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2014. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de la tasa esperada de crecimiento del PBI de 5,6 a 5,4 por ciento entre diciembre de 2013 y marzo de 2014; en los analistas económicos de 5,7 a 5,4 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 5,5 a 5,2 por ciento.

**Cuadro 18**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Puntos porcentuales)

|                                | Expectativas del: |           |            |
|--------------------------------|-------------------|-----------|------------|
|                                | RI Set.13         | RI Dic.13 | RI Abr.14* |
| <b>Sistema Financiero</b>      |                   |           |            |
| 2014                           | 5,7               | 5,6       | 5,4        |
| 2015                           | 5,9               | 5,9       | 5,5        |
| <b>Analistas Económicos</b>    |                   |           |            |
| 2014                           | 5,8               | 5,7       | 5,4        |
| 2015                           | 6,0               | 6,0       | 5,7        |
| <b>Empresas No Financieras</b> |                   |           |            |
| 2014                           | 5,6               | 5,5       | 5,2        |
| 2015                           | 6,0               | 5,8       | 5,5        |

\*Encuesta realizada al 31 de marzo de 2014.

25. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2014 - 2015 alcanzan US\$ 31,5 mil millones, monto mayor en US\$ 3,0 mil millones a lo registrado en el Reporte de Inflación de diciembre 2013.

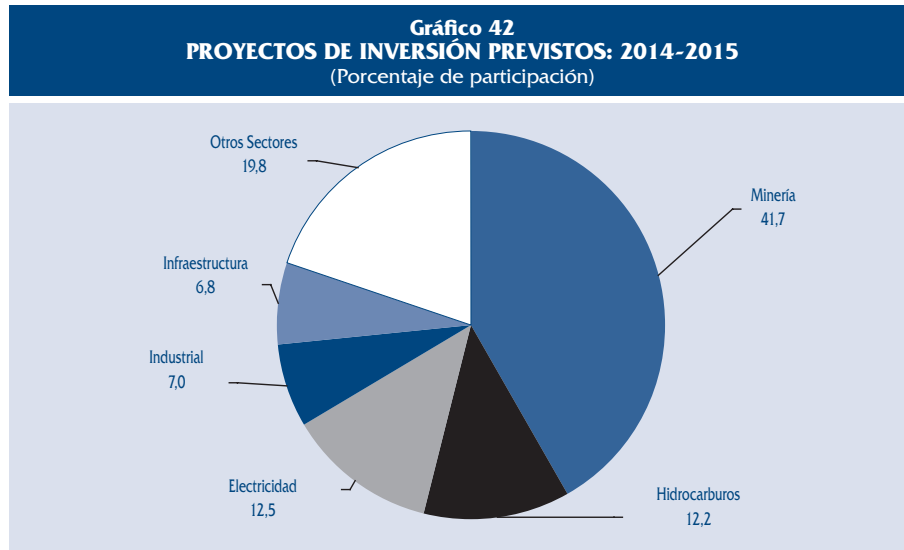
| <b>Cuadro 19</b>                                  |                    |                  |                   |
|---|--------------------|------------------|-------------------|
| <b>ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA</b> |                    |                  |                   |
| <b>(Millones de US\$)</b>                         |                    |                  |                   |
|   | <b>2014 - 2015</b> |                  | <b>Diferencia</b> |
|   | <b>RI Dic.13</b>   | <b>RI Abr.14</b> |                   |
| Minería   | 14 110             | 13 159           | -951              |
| Hidrocarburos                                     | 4 036              | 3 843            | -193              |
| Electricidad                                      | 3 293              | 3 948            | 655               |
| Industrial  | 1 991              | 2 192            | 201               |
| Infraestructura                                   | 1 133              | 2 144            | 1 011             |
| Otros Sectores                                    | 3 952              | 6 245            | 2 293             |
| <b>Total</b>                                      | <b>28 515</b>      | <b>31 531</b>    | <b>3 016</b>      |

RI: Reporte de Inflación.

Los sectores minería e hidrocarburos participan con el 53,9 por ciento del total de anuncios para el período 2014-2015. Un menor flujo de inversiones en el sector minero obedece a la finalización y la próxima entrada en operación de proyectos importantes como Toromocho y Constancia. Asimismo, la caída de precios y la incertidumbre sobre su evolución futura ha producido que las inversiones mineras a nivel mundial se desaceleren.

En el sector eléctrico, Enersur realizará obras adicionales en su proyecto hidroeléctrico Quitaracsá I, cuya operación está prevista para 2015, motivo por el cual la empresa incrementó su inversión en US\$ 150 millones. Por su parte, el proyecto hidroeléctrico Marañón, ejecutado por Motta Engil Perú y cuya construcción se inició en 2013, demandará una inversión de US\$ 184 millones, generando una potencia de 88 MW. En febrero, el Ministerio de Energía y Minas otorgó la aprobación del estudio ambiental al proyecto hidroeléctrico Chadin II de 600 MW ubicado en la cuenca del río Marañón. Este proyecto se desarrolla en las regiones de Cajamarca y Amazonas y la inversión estimada es de US\$ 819 millones.





En el sector de infraestructura, el 28 de marzo Proinversión adjudicó al Consorcio Nuevo Metro de Lima, integrado por Cosapi S.A. (Perú), Impregilo S.A (Italia), Iridium Concesiones de Infraestructura S.A. (España), Vialia Sociedad Gestora de Concesiones de Infraestructura S.L. (España), Ansaldo Breda S.p.A.(Italia) y Ansaldo STS.p.a (Italia), la Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao. Este proyecto consiste en la implementación de una línea de metro subterráneo en el eje Este-Oeste de la ciudad y conectará los distritos de Ate Vitarte, Santa Anita, San Luis, El Agustino, La Victoria, Breña, Jesús María, Cercado de Lima, San Miguel, La Perla, Bellavista, Carmen de la Legua, Cercado del Callao. El plazo de la concesión es de 35 años y la inversión estimada es de US\$ 5 168 millones.

Los otros sectores incluyen inversiones anunciadas por el grupo Telefónica por US\$ 1,8 mil millones para el período 2014 - 2016, las cuales están destinadas a infraestructura e implementación progresiva del servicio 4G.

Entre diciembre y febrero de 2014, el Ministerio de Energía y Minas aprobó 64 nuevos estudios de impacto ambiental, frente a 18 en el mismo período del año anterior. Este resultado estaría asociado a la entrada en vigencia de los Decretos Supremos 054 y 060 (mayo 2013), los que reducen plazos y simplifican procedimientos administrativos.



De otro lado, en el primer trimestre de 2014 se presentaron 2 633 petitorios mineros a nivel nacional, lo que significó un incremento de 49,8 por ciento respecto al mismo período del año anterior. Estos petitorios abarcaron una extensión total de 1,4 millones de hectáreas, superior en 550 mil para el mismo período.

Los petitorios son las solicitudes que se elevan ante el INGEMMET o gobiernos regionales para obtener una concesión minera para explorar y explotar los recursos mineros.





**Cuadro 20**  
**ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2014-2015**

| SECTOR  | INVERSIONISTAS  | NOMBRE DEL PROYECTO   |
|---|---|---|
| Minería   | Consortio MMG, Guoxin International Investment Corporation Ltd y CITIC Metal Co Ltd | Las Bambas  |
|   | Freeport-Macmoran Copper  | Ampliación de Mina Cerro Verde                                  |
|   | Antares Minerals Inc.   | Haquira   |
|   | Anglo American Plc.   | Quellaveco  |
|   | Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)   | Ampliación Toromocho  |
|   | Hudbay Minerals Inc.  | Constancia  |
|   | Grupo Milpo   | Ampliación de Minas Cerro Lindo y El Porvenir                   |
|   | Hochschild Mining S.A.  | Inmaculada  |
|   | Shougang Corporation  | Ampliación de Mina Marcona                                      |
|   | Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.   | Ampliación de Mina Colquijirca                                  |
|   | Minera IRL Limited (MIRL)   | Ollachea  |
|   | Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.   | Yacimiento Minero Tambomayo                                     |
|   | Hochschild Mining International Minerals Corporation                                | Crespo  |
|   | Sulliden Gold Corp.   | Shahuindo   |
| Andean American Mining Corp.                    | Invicta   |   |
| Volcan Compañía Minera S.A.A.                   | Oxidos Lixiviación-Stockpiles Piritas- Alpamarca - Río Pallanga                     |   |
| Hidrocarburos                                   | Savia Perú S.A.   | Lote Z-2B Perforación, Exploración y Otras Inversiones          |
|   | Perenco   | Oleoducto   |
|   | Petrobras Energía Peru S.A; Repsol YPF S.A.   | Lote 39: Exploración 21 Pozos                                   |
|   | Enagas; Transportadora de Gas del Perú S.A. (TGP)                                   | Ampliación Capacidad de Transporte de Gas                       |
|   | Karoon Gas Australia; Vietnam American  | Exploración Lote Z-38 (20 Pozos)                                |
|   | Pluspetrol Perú Corp. S.A.  | Exploración Lote 88 y 56  |
|   | Calidda Gas Natural del Perú  | Masificación de Gas   |
|   | Gran Tierra Energy; Petrolifera Petroleum   | Exploración Petróleo, Pozo Bretaña Norte 95-2-1 XD (Lote 95)    |
|   | Sk Energy   | Exploración Lote Z 46   |
|   | Interoil  | Repotenciar Lotes III y IV                                      |
| Consortio Promigas Surtigas; Gas Natural Fenosa | Masificación de Gas Natural (Norte y Sur Oeste)                                     |   |
| Olympic Perú                                    | Implementación de Proyectos de Hidrocarburos  |   |
| Electricidad                                    | Energía Azul S.R.L.   | Central Hidroeléctrica Santa María                              |
|   | Odebrecht S.A.C.  | Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla                         |
|   | Enersur; Kallpa Generación  | Nodo Energético del Sur   |
|   | Quimpac S.A.; Inkia Energy  | Central Hidroeléctrica Cerro del Águila                         |
|   | Gdf Suez  | Central Hidroeléctrica Quitarcasa I                             |
|   | Inevarante  | Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará                           |
|   | Odebrecht S.A.C.  | CH Chadín II  |
|   | Interconexión Eléctrica; Empresa de Energía de Bogotá                               | LT Mantaro-Marcona-Socabaya-Montalvo-Subestaciones Asociadas    |
|   | SN Power Perú S.A.  | Central Hidroeléctrica Cheves                                   |
|   | Volcan Compañía Minera S.A.A.   | Central Hidroeléctrica Belo Horizonte                           |
|   | Norwind   | Parque Eólico Cerro Chocan                                      |
| Termochilca S.A.C.                              | Central Térmica Santo Domingo de Olleros - Ciclo Combinado                          |   |
| Mota Engil                                      | Central Hidroeléctrica Marañón  |   |
| Infraestructura                                 | Consortio Nuevo Metro de Lima   | Línea 2 de Metro de Lima (Tren Eléctrico)                       |
|   | Consortio Consierra II  | Longitudinal de la Sierra Tramo 2                               |
|   | OAS S.R.L.  | Vía Parque Rimac  |
|   | Callao Port Holding; Central Portuaria; APM Terminal                                | Modernización del Muelle Norte                                  |
|   | Odebrecht S.A.C.  | Vías Nuevas de Lima   |
|   | Autopista del Norte SAC   | Red Vial N° 4 Pativilca - Puerto Salaverry                      |
|   | Grupo Ronmero   | Ampliación Puerto Matarani                                      |
|   | Cosapi S.A.; Cobra Instalaciones y Servicios S.A.                                   | Majes Siguan II   |
| Covisol   | Autopista Del Sol Trujillo - Sullana  |   |
| Industrial                                      | Repsol YPF S.A.   | Ampliación de Planta La Pampilla                                |
|   | Corporación JR Lindley  | Ampliación y Nuevas Plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos |
|   | Grupo Hochschild  | Nueva Planta Cementera en Piura                                 |
|   | Mitsubishi; Hochschild Mining S.A.  | Proyecto de Fosfatos  |
|   | Grupo de Pilkington Limited   | Planta para la Fabricación de Vidrio Flotado (Float)            |
|   | Siderperú   | Modernización de Planta de Laminación y Nuevo Horno             |
|   | Backus y Johnston S.A.A.  | Plan de Inversión 2012-2014                                     |
| Grupo Gloria                                    | Plan de Inversiones 2011-2016   |   |
| Vale Do Rio Doce (CVRD)                         | Planta de Fosfatos Bayóvar II (Ampliación)  |   |
| Otros Sectores                                  | Grupo Falabella   | Mall Aventura Plaza 6 Nuevos Centros Comerciales                |
|   | Grupo Interbank   | Expansión 2014-2015   |
|   | Graña y Montero Vivienda (GMV)  | Proyectos de Vivienda   |
|   | Grupo Roe; Holding Banmédica  | Complejo Hospitalario Clínica San Felipe                        |
|   | Ingenieros Civiles Asociados  | Flota y Equipos   |
|   | Besalco S.A.  | Inmuebles   |
|   | Ripley  | Ampliación y Nuevos Locales                                     |
|   | Grupo Suma  | Complejo de Viviendas Nuevo Paracas                             |
|   | Grupo Gloria  | Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos  |
|   | Camposol  | Inversiones en Cultivos: Arándano                               |
|   | Grupo Telefónica  | Infraestructura e Implementación del Servicio 4G                |
| Tv Azteca - Tedai                               | Red Dorsal de Fibra Óptica  |   |

Fuentes: Medios de prensa e información de empresas.

Durante el año 2014 Proinversión espera adjudicar proyectos de inversión bajo la modalidad de concesiones por US\$ 10,2 mil millones. De este monto, ya se han adjudicado proyectos por US\$ 5,8 mil millones, los cuales incluyen la Línea 2 y Ramal Av. Faucett – Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao por US\$ 5,2 mil millones y el Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero en Cusco por US\$ 658 millones. Este último proyecto fue otorgado al Consorcio Kuntur Wasi, integrado por la Corporación América (Argentina) y Andino Investment Holding (Perú).

**Cuadro 21**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES EN 2014**  
(Millones de US\$)

|  | Inversión estimada |
|--|--------------------|
| <b>A. Adjudicados</b>  | <b>5 826</b>       |
| Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao | 5 168              |
| Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco                                    | 658                |
| <b>B. Por Adjudicar</b>  | <b>4 389</b>       |
| Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano  | 2 800              |
| Línea de Transmisión 220 KV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas              | 434                |
| Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima        | 400                |
| Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional                              | 250                |
| Terminal Portuario General San Martín  | 102                |
| Línea de Transmisión Azángaro - Juliaca - Puno 220KV                                   | 81                 |
| Hidrovia Amazónica   | 69                 |
| Línea de Transmisión 220 KV La Planicie - Industriales                                 | 57                 |
| Teleférico de Choquequirao   | 54                 |
| Obras de Regulación del Río Chillón  | 45                 |
| Línea de Transmisión 220 KV Friaspata - Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 KV     | 44                 |
| Primera Etapa Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas           | 31                 |
| Telecabina Kuelap  | 18                 |
| Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en Prisiones                          | 4                  |
| <b>C. Total Proyectos (A) + (B)</b>  | <b>10 215</b>      |

Fuente: Proinversión.

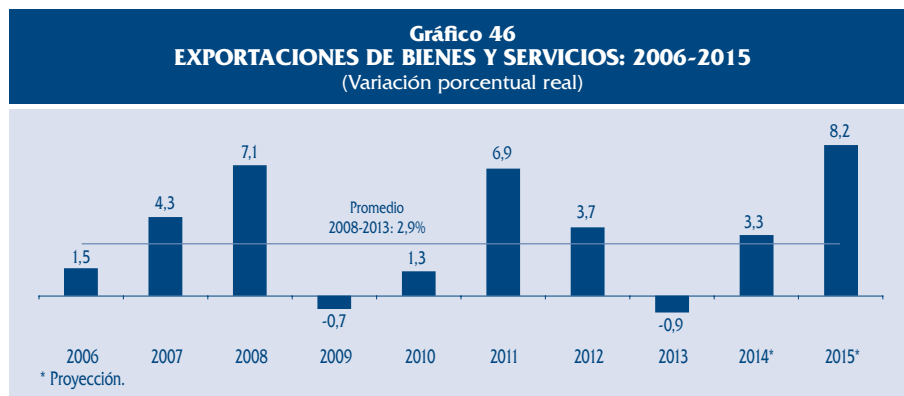
26. La **inversión pública** creció 12,5 por ciento en 2013, explicado principalmente por las mayores inversiones de los gobiernos locales y el gobierno nacional. En el caso del gobierno nacional las inversiones más importantes estuvieron asociadas a la rehabilitación y mejoramiento de carreteras y al Tren Eléctrico de Lima y Callao. En línea con la ejecución de los primeros meses del año, se prevé que el crecimiento de la inversión pública continuaría durante los años 2014 y 2015, con tasas ubicadas por encima del crecimiento promedio del PBI.



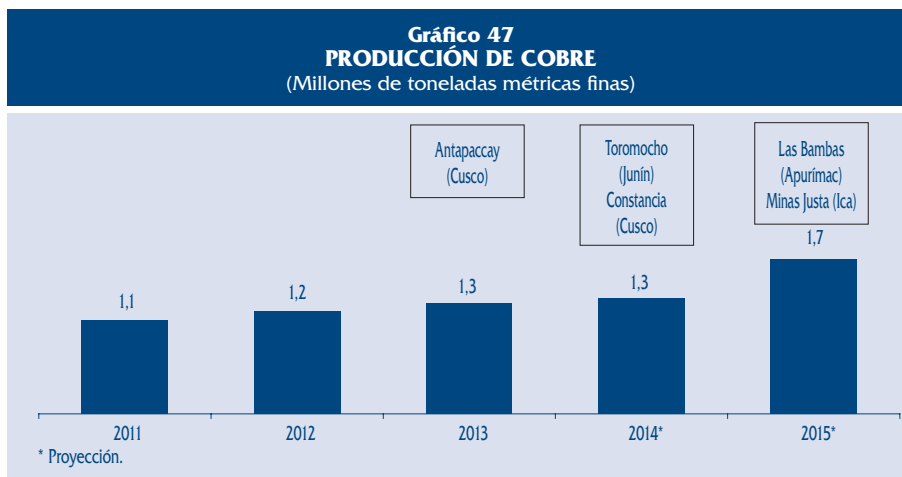


27. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registraron una ligera reducción 0,9 por ciento en 2013, por una caída de las exportaciones de productos tradicionales, como café y oro, a la vez que las no tradicionales disminuyeron en 0,8 por ciento, principalmente por productos textiles.

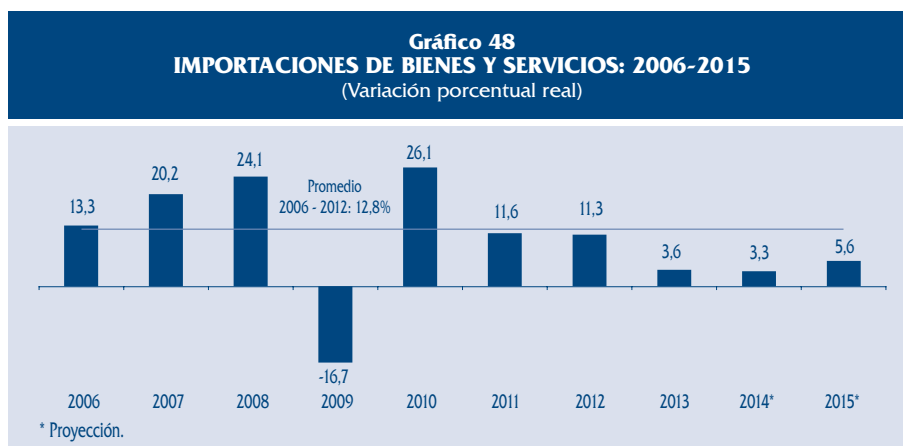
Para el año 2014 se proyecta un aumento de las exportaciones, que considera un incremento moderado de las exportaciones tradicionales, en línea con la evolución prevista en la producción minera y la extracción de anchoveta para harina. Para el año 2015 se proyecta una recuperación en el crecimiento de las exportaciones, principalmente por la expansión de la producción de cobre del proyecto Toromocho, que ya inició operaciones, y la entrada en operación de los proyectos cupríferos Las Bambas y Constanza. A ello se sumaría la recuperación prevista en la demanda mundial por productos no tradicionales.







28. Las **importaciones** de bienes y servicios crecieron 3,6 por ciento en 2013, desacelerándose en 8 puntos porcentuales respecto al crecimiento de 2012, principalmente por un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital como consecuencia del menor crecimiento de la inversión privada. Para el año 2014 se espera un crecimiento moderado de las importaciones de 3,3 por ciento, el cual se recuperaría en 2015 en línea con la proyección de crecimiento del PBI.





**Recuadro 1**  
**PROYECCIONES Y CAMBIO DE AÑO BASE DE LAS CUENTAS NACIONALES**

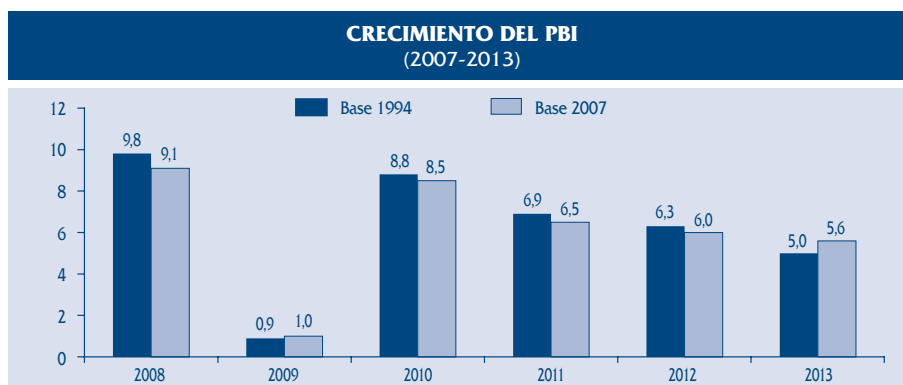
El Instituto Nacional de Estadística e Informática publicó en marzo las cuentas nacionales con el nuevo año base 2007. Las cifras publicadas muestran algunos cambios importantes en la estructura sectorial de la economía peruana con respecto a la estructura estimada con el año base 1994. En particular, aumenta la participación de la minería, la cual pasó de un peso de 4,7 por ciento a uno de 14,4 por ciento en línea con la evolución que mostraron las cotizaciones internacionales de los metales y la producción minera durante la década pasada. De otro lado, disminuye la participación de comercio, servicios y agricultura.

Dentro de las nueve grandes actividades económicas, la actividad en la que destacó un mayor cambio en su participación en la generación del PBI con la nueva base respecto al año base 1994 fue la minera. La actividad de comercio fue la segunda en la que destacó el cambio en su participación del PBI, pasando de 14,6 por ciento en 1994 a 10,2 por ciento con la nueva base. En el caso del sector construcción, cabe mencionar la introducción de un cambio metodológico por el cual se incrementa el peso de los avances de obras públicas de infraestructura, medido por los devengados presupuestales.

| <b>PBI POR SECTORES ECONÓMICOS</b><br>(Estructura porcentual) |                  |                  |
|---|------------------|------------------|
|   | <b>Base 1994</b> | <b>Base 2007</b> |
| Agropecuario  | 7,6              | 6,0              |
| Pesca   | 0,7              | 0,7              |
| Minería e hidrocarburos                                       | 4,7              | 14,4             |
| Manufactura   | 16,0             | 16,5             |
| Electricidad y agua   | 1,9              | 1,7              |
| Construcción  | 5,6              | 5,1              |
| Comercio  | 14,6             | 10,2             |
| Otros servicios   | 39,3             | 37,1             |
| Derechos de importación y otros impuestos                     | 9,7              | 8,3              |
| <b>PBI GLOBAL</b>   | <b>100,0</b>     | <b>100,0</b>     |

Fuente: INEI.

La senda de crecimiento del PBI con la base 2007 es ligeramente inferior a la calculada con la base 1994 hasta el año 2012. Por el contrario, en 2013, el crecimiento con la base 2007 es mayor en 0,6 puntos porcentuales. La diferencia observada en las tasas de crecimiento se debe a que el cambio de año base captura la aparición de nuevos productos, el desarrollo o declinación de algunos sectores, así como la evolución en los precios relativos.



**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Crecimiento promedio anual 2008-2013)

|   | Base 1994  | Base 2007  |
|---|------------|------------|
| Agropecuario                              | 4,4        | 4,2        |
| Pesca                                     | 1,7        | -0,4       |
| Minería e hidrocarburos                   | 2,1        | 3,0        |
| Manufactura                               | 3,9        | 4,4        |
| Electricidad y agua                       | 5,8        | 6,0        |
| Construcción                              | 11,0       | 11,4       |
| Comercio                                  | 7,2        | 7,4        |
| Otros servicios                           | 6,8        | 6,8        |
| Derechos de importación y otros impuestos | 5,8        | 7,1        |
| <b>PBI GLOBAL</b>                         | <b>6,2</b> | <b>6,1</b> |

Fuente: INEI.

La mayor participación de la minería implica que en los próximos años el crecimiento del PBI estará más vinculado a este sector. Por un lado, las ampliaciones de capacidad instalada y el inicio de la fase operativa de grandes proyectos, tendrán un impacto positivo aún mayor en el crecimiento del PBI. Sin embargo, los retrasos en los proyectos y los problemas operativos que afecten la producción de las minas existentes ampliarán su impacto negativo sobre el PBI.

El nivel del PBI del año 2007 de acuerdo a la base 1994 fue de S/. 335,5 mil millones. Utilizando el nuevo año base, el PBI de dicho año fue de S/. 319,7 mil millones. Es decir, el PBI nominal en soles en el año 2007 fue inferior en 4,7 por ciento. La diferencia entre las series de PBI se va acortando conforme se analiza un período más reciente. Por ejemplo, en el año 2013 la diferencia entre el PBI estimado con ambas bases se reduce a 2,5 por ciento.

El término del PBI expresado en US dólares, para el año 2013 su valor pasa de US\$ 206,7 mil millones con la base 1994 a US\$ 202 mil millones con la base 2007. Ello implica una ligera reducción de la estimación del PBI por habitante, de US\$ 6,8 a US\$ 6,6 mil para el año 2013.

En la medición del PBI por el lado del gasto también se observan algunas diferencias. Por ejemplo, se observa una disminución del ratio de inversión a PBI, el cual pasa de 27,3 por ciento en el año 2013 a un nuevo estimado de 26,6 por ciento. Asimismo, disminuye la participación del consumo privado, de 63,0 por ciento para el año 2013 a 61,5 por ciento. En contraparte, el consumo público adquiere mayor proporción en el producto.





**Recuadro 2**

**PRODUCTIVIDAD LABORAL: EL PERÚ EN UNA PERSPECTIVA GLOBAL Y REGIONAL**

El crecimiento de la productividad laboral, medido como la variación porcentual del producto por trabajador, es un indicador de las ganancias en la contribución promedio de cada trabajador al PBI.

La evidencia internacional disponible para la última década muestra que el Perú se encuentra en el Top 20 a nivel mundial de países en términos de crecimiento de la productividad laboral (puesto 20 entre 122 países), destacando también como la economía de América Latina con mayor crecimiento del producto por trabajador durante el periodo 2003-2013.



Entre otros factores, esta evolución positiva de la productividad laboral en el Perú es explicada por un entorno caracterizado por graduales mejoras del clima de negocios, proceso de creciente apertura comercial y diversificación de mercados, significativa importación de bienes de capital, mayor Inversión Directa Extranjera y moderada mejora del capital humano (aumento de los años de escolaridad de la PEA ocupada, principalmente).

Sin embargo, a pesar de los avances recientes, el nivel de la productividad por trabajador<sup>2</sup> en el Perú es todavía relativamente bajo según estándares internacionales lo que sugiere que existe un amplio potencial para el crecimiento de la productividad laboral del país.

Al año 2013, la evidencia internacional muestra que el Perú se encuentra en el puesto 77 entre 122 países a nivel mundial en términos de nivel de la productividad laboral. A nivel regional, el Perú ocupa el puesto 10 entre

2 El nivel de productividad laboral es calculado como el producto promedio por trabajador, indicador relevante para la comparación internacional de la productividad de una economía. No obstante, cabe precisar que este indicador: i) no provee información sobre la contribución del aumento de la oferta laboral al PBI (producto marginal del trabajo); ii) no presenta información sobre la heterogeneidad de la oferta laboral; y iii) no se explica exclusivamente por la calidad del capital humano sino también por el nivel y calidad del capital físico así como por la eficiencia de los procesos tecnológicos (Productividad Total de Factores, PTF).

14 economías en términos de producto por trabajador en el año 2013. Por tanto, hay un amplio margen para introducir mejoras, destacando la necesidad de mejorar la calidad de la educación a todo nivel. La provisión de mayor información sobre la demanda laboral del mercado y la calidad de la oferta educativa contribuiría al proceso de mejora del capital humano.



A pesar de las mejoras recientes en productividad, la evidencia a nivel nacional y regional sugiere que la regulación laboral en el Perú es relativamente costosa para el nivel de productividad laboral promedio. Así, la dificultad de las empresas (en particular las de menor tamaño) para hacer frente a los costos exigidos por nuestra legislación laboral explicaría el alto grado de informalidad. El Perú está en el puesto 129 entre 148 economías en términos de flexibilidad de las prácticas de contratación y despido según el Índice de Competitividad Global 2013-14 del Foro Económico Mundial. Algunos de los factores que explican este alto grado de rigidez de nuestra legislación laboral son:

- El salario mínimo legal (RMV) en el Perú (medido como porcentaje del producto por trabajador, 35 por ciento) supera al del 63 por ciento de países del mundo. Así, a pesar de que existe un régimen laboral especial de relativa menor rigidez para las MYPE, el 68 por ciento de trabajadores de microempresas (1,8 millones de personas) percibe un salario menor a la RMV consistente con el bajo nivel de productividad, lo que determina que se encuentren en situación de informalidad.
- El costo laboral no salarial (CTS, vacaciones, entre otros) que enfrenta la Mediana y Gran Empresa se estima en un 57 por ciento adicional al salario. Según el BID (2010), los costos laborales no salariales en el Perú son los más altos de la región.
- Considerando a la Mediana y Gran Empresa, en el Perú la indemnización por despido alcanza una remuneración y media por cada año de servicio, hasta un máximo de 1 año de salario del trabajador: el 94 por ciento de países del mundo presenta una indemnización menor.
- La legislación laboral prohíbe la contratación de trabajadores a plazo fijo para labores permanentes: el 59 por ciento de países a nivel mundial lo permite.





- 
- Para las grandes empresas, los requerimientos para cumplir con las exigencias legales de seguridad y salud en el trabajo representan un gasto superior a S/. 400 mil / año. Adicionalmente, esta norma incorpora sanciones penales para los empleadores de hasta 10 años de prisión efectiva, lo cual no guarda proporcionalidad con las penalidades de otros delitos más graves o con la legislación internacional comparada.

Este alto nivel de rigidez laboral en un contexto de baja productividad laboral relativa (puesto 77 de 122 países) contribuye a explicar por qué, según la OIT, la informalidad laboral en el Perú sea cercana al 69 por ciento, significativamente superior al promedio de la región de 48 por ciento.

Por ello, la evidencia sugiere que el incremento de la formalidad laboral y la competitividad del país requiere medidas de flexibilización laboral, tales como el establecimiento de prácticas de contratación y despido acorde a estándares internacionales y la revisión del marco regulatorio de leyes laborales que podrían generar desincentivos para la formalidad (Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo, por ejemplo).

---

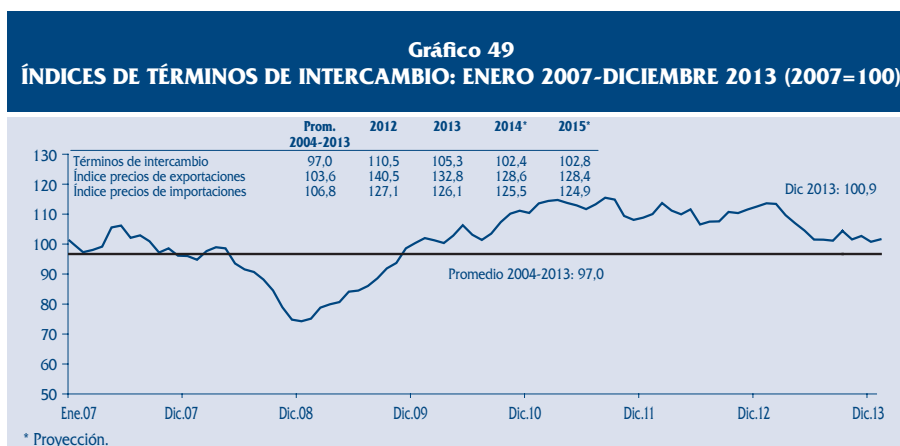
### III. Balanza de pagos

#### Términos de intercambio

29. Entre enero y febrero del presente año, el índice de términos de intercambio registró un promedio de 101,7, menor en 10,6 por ciento a los dos primeros meses del año 2013, aunque mayor en 4,9 por ciento al promedio del período 2004–2013. El índice de precios de exportación bajó en 12,9 por ciento y el de importaciones en 2,6 por ciento respecto al periodo similar del año previo. Los productos de exportación con mayores reducciones de precios fueron el cobre y el oro, los cuales fueron afectados por las expectativas en cuanto a un ajuste en el crecimiento en la economía china y el fin gradual del impulso monetario en Estados Unidos.

A partir del presente Reporte de Inflación la metodología utilizada para el cálculo de los índices de precios de exportación e importación que componen los términos de intercambio, será un Índice de Laspeyres con encadenamientos anuales, en reemplazo del Índice de Fisher encadenado mensual. Esta modificación permite utilizar ponderaciones de productos y sectores del año anterior, con lo cual se puede actualizar anualmente la estructura del comercio exterior y no incurrir en la inestabilidad generada por el encadenamiento mensual.

30. Para el año 2014, se ha revisado la proyección de variación de términos de intercambio de -2,2 a -2,8 por ciento y para 2015, en contraste, se proyecta un aumento de 0,3 por ciento. La proyección del precio promedio del cobre para 2014 ha sido revisada a la baja, de US\$ 3,30 a US\$ 3,09 por libra, en línea con la tendencia a la baja registrada en el primer trimestre; y el precio del oro se ha revisado al alza de US\$ 1 250 por onza a US\$ 1 310 por la mayor aversión al riesgo ante eventos geopolíticos recientes.





Los precios internacionales de importación bajarían en promedio en 0,4 por ciento por efecto de menores precios del maíz, el aceite de soya, y la estabilidad del precio del petróleo.

**Cuadro 22**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2011 - 2015**  
(Datos promedios anuales)

|                                 | 2011        | 2012        | 2013        | 2014*       |             | 2015*       |             |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                 | Año         | Año         | Año         | RI Dic.13   | RI Abr.14   | RI Dic.13   | RI Abr.14   |
| <b>Términos de intercambio</b>  | <b>7,2</b>  | <b>-2,1</b> | <b>-4,7</b> | <b>-2,2</b> | <b>-2,8</b> | <b>-0,1</b> | <b>0,3</b>  |
| <b>Precios de Exportaciones</b> | <b>21,5</b> | <b>-2,2</b> | <b>-5,5</b> | <b>-4,5</b> | <b>-3,2</b> | <b>0,3</b>  | <b>-0,1</b> |
| Cobre (ctv US\$ por libra)      | 400         | 361         | 332         | 330         | 309         | 330         | 308         |
| Zinc (ctv US\$ por libra)       | 100         | 88          | 87          | 90          | 92          | 90          | 93          |
| Plomo (ctv US\$ por libra)      | 109         | 94          | 97          | 97          | 95          | 99          | 96          |
| Oro (US\$ por onza)             | 1 570       | 1 670       | 1 411       | 1 250       | 1 310       | 1 250       | 1 300       |
| <b>Precios de Importaciones</b> | <b>13,3</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,8</b> | <b>-2,4</b> | <b>-0,4</b> | <b>0,4</b>  | <b>-0,5</b> |
| Petróleo (US\$ por barril)      | 95          | 94          | 98          | 93          | 98          | 89          | 89          |
| Trigo (US\$ por TM)             | 280         | 276         | 266         | 258         | 276         | 262         | 278         |
| Maíz (US\$ por TM)              | 262         | 273         | 235         | 174         | 187         | 180         | 194         |
| Aceite de Soya (US\$ por TM)    | 1 191       | 1 125       | 992         | 920         | 877         | 933         | 883         |

\* Proyección.

**Gráfico 50**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2015**  
(Variaciones porcentuales)



\* Proyección.

## Cobre

31. El precio del **cobre** se redujo 7,4 por ciento en el primer trimestre de 2014, cerrando marzo con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 3,02. El cobre disminuyó rápidamente a partir de la primera quincena de marzo, llegando a un mínimo de US\$/lb. 2,92 el jueves 20 de dicho mes.

La tendencia a la baja del cobre observada en marzo se explica básicamente por los temores sobre la demanda china, tras la reducción de su actividad manufacturera, la caída de sus importaciones del metal, la desaceleración de su inversión en



infraestructura en generación eléctrica, y los temores de que se detengan los nuevos (e incluso se liquiden los antiguos) acuerdos de financiamiento que utilizan como colateral principalmente al cobre.

Al mismo tiempo, se reforzó la percepción de sobreoferta global de cobre tras la revisión al alza de las previsiones de diversas instituciones privadas. La empresa investigadora de metales CRU elevó su proyección de superávit de oferta de cobre a un nivel cuatro veces mayor a su proyección presentada en enero; mientras que el Grupo Internacional de Estudios del Cobre aumentó su proyección de superávit de oferta a 405 mil toneladas métricas en 2014 y 595 mil toneladas métricas en 2015. Asimismo, la empresa Freeport McMoRan Copper & Gold alcanzó un acuerdo con el gobierno de Indonesia que le permitirá reanudar sus exportaciones de concentrados, paralizadas desde enero.

**Cuadro 23**  
**OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO**  
(Miles de toneladas métricas de cobre)

|  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014*  | 2015*  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Producción Minera Global                               | 15 934 | 16 054 | 16 079 | 16 700 | 18 059 | 18 904 | 20 283 |
| Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria) | 18 248 | 18 981 | 19 595 | 20 127 | 20 991 | 22 362 | 23 335 |
| Utilización Global de Refinados                        | 17 893 | 19 125 | 19 696 | 20 393 | 21 273 | 21 957 | 22 740 |
| Balance de Refinados 1/                                | 355    | -144   | -101   | -266   | -282   | 405    | 595    |

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

\* Proyección.

Fuente: ICSG.

Para el horizonte de proyección se espera que la demanda proveniente de China se recupere parcialmente debido a las medidas de estímulo que iría implementando el gobierno en la forma de inversión en infraestructura. Sin embargo, aún con dicho paquete, la demanda china continuaría débil, en un contexto de mayor disponibilidad de oferta. En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja el precio del cobre en el horizonte de proyección.

**Gráfico 51**  
**COBRE: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015**  
(ctv. US\$/lb.)

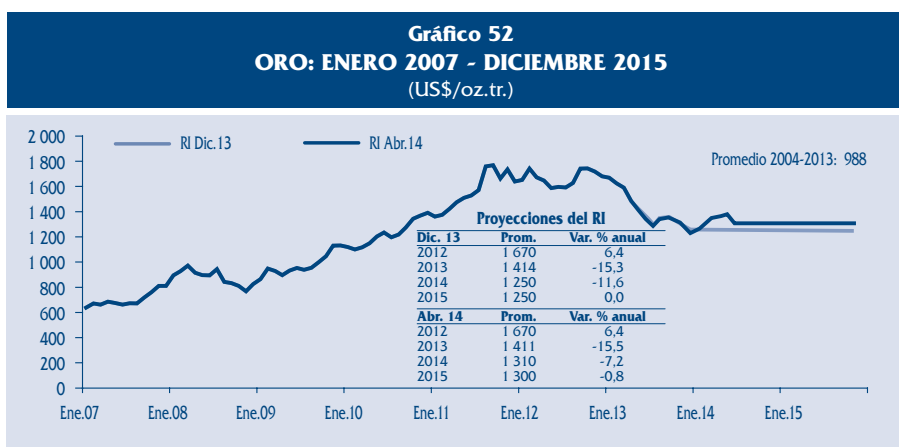




**Oro**

32. La cotización del **oro** se incrementó 9,3 por ciento en los primeros tres meses de 2014, cerrando marzo con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 336. El reciente comportamiento se sustentó en el incremento en la demanda por activos seguros debido a la mayor aversión al riesgo ante eventos geopolíticos en Ucrania y ante las perspectivas de menor crecimiento en China y otras economías emergentes.

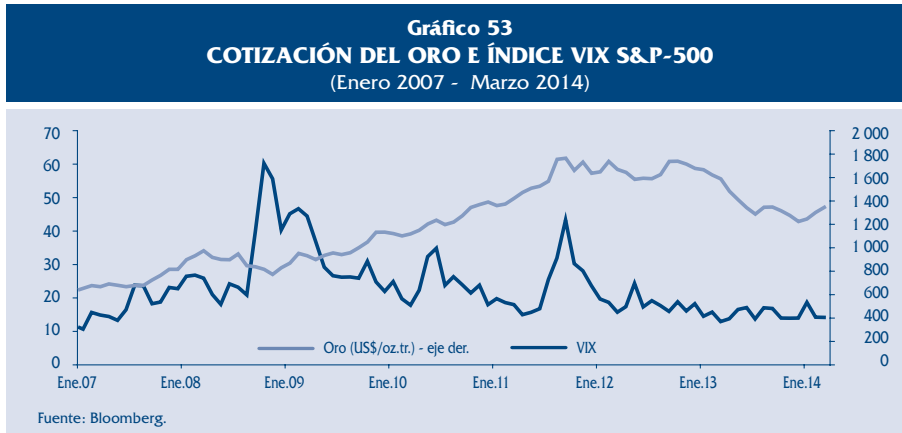
Esta tendencia al alza se revirtió hacia fines de marzo. El anuncio de la Fed de que elevaría tasas antes de lo previsto ha implicado una apreciación del dólar y ha limitado el alza en el precio del oro. Este factor se mantendría en el horizonte de proyección, lo que limitaría la elevación del precio del oro.



**Cuadro 24**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ORO**  
(Toneladas)

|                                      | 2011         | 2012         | 2013         |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Producción Global de Mina            | 2 849        | 2 824        | 2 969        |
| Oro reciclado                        | 1 649        | 1 591        | 1 371        |
| <b>Total Oferta</b>                  | <b>4 498</b> | <b>4 415</b> | <b>4 340</b> |
| Joyería                              | 1 975        | 1 951        | 2 198        |
| Tecnología                           | 452          | 408          | 405          |
| Inversión                            | 1 699        | 1 568        | 773          |
| Bancos Centrales 1/                  | 457          | 544          | 369          |
| <b>Demanda de Oro</b>                | <b>4 582</b> | <b>4 470</b> | <b>3 745</b> |
| Inversión OTC y flujos bursátiles 2/ | -84          | -55          | 595          |
| <b>Demanda Total</b>                 | <b>4 498</b> | <b>4 415</b> | <b>4 340</b> |
| <b>Balance de Mercado</b>            | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |

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

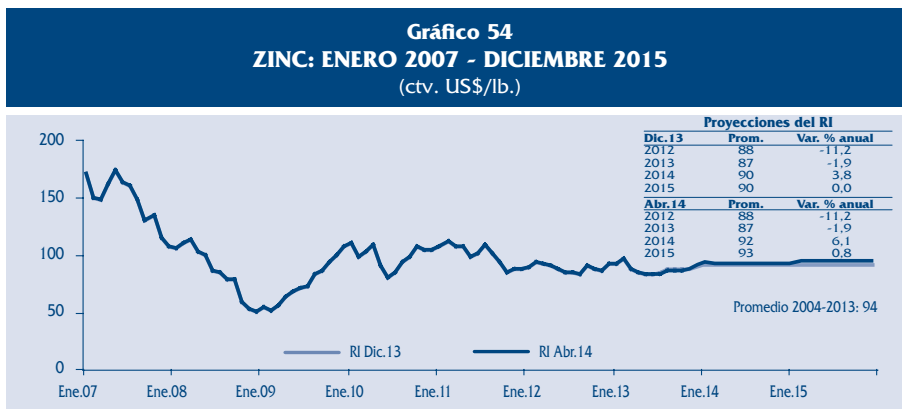


**Zinc**

33. El precio promedio del **zinc** aumentó 2,5 por ciento en los primeros tres meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,92 en marzo de 2014. Sin embargo, durante dicho mes, la cotización del zinc se redujo 0,6 por ciento, revirtiendo parcialmente el alza que venía acumulando en el año.

El alza del precio se sustentó en las expectativas de que el mercado registre un déficit de oferta cada vez mayor, debido al cierre de minas en los próximos 5 años. Ello, en un contexto de crecimiento moderado de la demanda, explicaría las proyecciones al alza en los precios para el horizonte de proyección. Sin embargo, la respuesta de la oferta de mina en el presente año contrarrestaría parcialmente el alza del precio.

Los fundamentos del mercado del zinc continúan señalando un mercado un poco más ajustado en el corto plazo. Similar perspectiva se observa para el mediano plazo, se estima que la producción de zinc refinado no se recuperaría al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza. Por ello, se prevé que en el horizonte de proyección la cotización internacional de zinc se sitúe ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de diciembre.





**Cuadro 25**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas)

|                                 | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014* |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Producción Minera Global        | 11,20 | 11,88 | 11,62 | 12,39 | 12,67 | 13,15 | 13,29 | 13,57 |
| Producción Global de Refinados  | 11,35 | 11,77 | 11,28 | 12,90 | 13,08 | 12,53 | 13,14 | 13,46 |
| Utilización Global de Refinados | 11,23 | 11,57 | 10,92 | 12,65 | 12,71 | 12,29 | 13,20 | 13,58 |
| Balance de Refinados (en miles) | 116   | 198   | 366   | 247   | 374   | 236   | -60   | -117  |

\* Proyección.

Fuente: ILZSG.

**Balanza comercial**

34. Entre enero y febrero del presente año, la balanza comercial tuvo un déficit de US\$ 620 millones, mayor al de igual periodo del año pasado por una disminución de 10,3 por ciento de las exportaciones, compensadas por una reducción de importaciones en 5,4 por ciento. En el caso de las exportaciones predominó el efecto de menores precios, en tanto que el volumen aumentó en 3,4 por ciento.

35. Para 2014 se revisa la proyección de la balanza comercial a un déficit de US\$ 0,9 mil millones por efecto de menores exportaciones (en 2,6 por ciento respecto a la proyección de diciembre), compensado por menores importaciones (en 0,3 por ciento respecto a la proyección de diciembre). El principal factor que explica la revisión a la baja del saldo de la balanza comercial es la reducción del volumen de exportación de productos tradicionales que en diciembre se proyectó que aumentarían en 9,4 por ciento, y en esta ocasión se proyecta que aumentaría en 1,9 por ciento. Los menores embarques de cobre frente a los proyectados en el Reporte de Inflación de diciembre se originan en las menores leyes del cobre explotado, y un menor ritmo proyectado de producción en Toromocho acorde a lo anunciado por la propia empresa.

**Cuadro 26**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

|                            | 2012          | 2013          | 2014*         |               | 2015*         |               |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                            |               |               | RI Dic.13     | RI Abr.14     | RI Dic.13     | RI Abr.14     |
| <b>EXPORTACIONES</b>       | <b>46 367</b> | <b>42 177</b> | <b>43 114</b> | <b>42 006</b> | <b>48 427</b> | <b>45 446</b> |
| De las cuales:             |               |               |               |               |               |               |
| Productos tradicionales    | 34 825        | 30 954        | 31 653        | 30 050        | 35 997        | 32 569        |
| Productos no tradicionales | 11 197        | 10 985        | 11 204        | 11 700        | 12 154        | 12 598        |
| <b>IMPORTACIONES</b>       | <b>41 135</b> | <b>42 217</b> | <b>43 074</b> | <b>42 952</b> | <b>46 727</b> | <b>45 183</b> |
| De las cuales:             |               |               |               |               |               |               |
| Bienes de consumo          | 8 252         | 8 837         | 9 287         | 9 084         | 10 681        | 9 646         |
| Insumos                    | 19 273        | 19 512        | 18 584        | 18 953        | 20 059        | 19 699        |
| Bienes de capital          | 13 347        | 13 654        | 14 159        | 13 980        | 14 918        | 14 703        |
| <b>BALANZA COMERCIAL</b>   | <b>5 232</b>  | <b>-40</b>    | <b>40</b>     | <b>-945</b>   | <b>1 700</b>  | <b>263</b>    |

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

| Cuadro 27<br>BALANZA COMERCIAL<br>(Variaciones porcentuales) |      |       |           |           |           |           |
|--|------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|  | 2012 | 2013  | 2014*     |           | 2015*     |           |
|  |      |       | RI Dic.13 | RI Abr.14 | RI Dic.13 | RI Abr.14 |
| <b>1. Valor:</b>   |      |       |           |           |           |           |
| Exportaciones  | 0,0  | -9,0  | 3,2       | -0,4      | 12,3      | 8,2       |
| Productos tradicionales                                      | -3,0 | -11,1 | 2,8       | -2,9      | 13,7      | 8,4       |
| Productos no tradicionales                                   | 10,0 | -1,9  | 4,4       | 6,5       | 8,5       | 7,7       |
| Importaciones  | 10,7 | 2,6   | 2,1       | 1,7       | 8,5       | 5,2       |
| <b>2. Volumen:</b>   |      |       |           |           |           |           |
| Exportaciones  | 2,2  | -3,8  | 8,0       | 2,9       | 12,0      | 8,3       |
| Productos tradicionales                                      | 1,0  | -4,4  | 9,4       | 1,9       | 14,5      | 9,2       |
| Productos no tradicionales                                   | 5,6  | -1,5  | 3,2       | 6,0       | 6,2       | 6,0       |
| Importaciones  | 10,9 | 3,5   | 4,6       | 2,2       | 8,1       | 5,7       |
| <b>3. Precio:</b>  |      |       |           |           |           |           |
| Exportaciones  | -2,2 | -5,5  | -4,5      | -3,2      | 0,3       | -0,1      |
| Productos tradicionales                                      | -4,0 | -7,0  | -6,1      | -4,7      | -0,7      | -0,8      |
| Productos no tradicionales                                   | 4,2  | -0,4  | 1,2       | 0,5       | 2,1       | 1,6       |
| Importaciones  | -0,2 | -0,8  | -2,4      | -0,4      | 0,4       | -0,5      |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

36. Para **2014** y **2015** las exportaciones alcanzarían US\$ 42,0 mil y US\$ 45,4 mil millones, respectivamente. Ambos montos son inferiores a lo previsto en el Reporte de diciembre (US\$ 43,1 y US\$ 48,4 mil millones, respectivamente). La revisión se explica, principalmente, por las menores exportaciones mineras para ambos años. En particular, los menores precios proyectados de cobre y oro explicarían parte de la contracción esperada. Además, la proyección considera menor producción de oro y cobre ante las menores leyes de mineral en algunas minas importantes en operación; no obstante, se considera un ritmo creciente en la producción y exportación de cobre del proyecto Toromocho (Junín), y la entrada en operaciones de los proyectos Las Bambas (Apurímac) y Constancia (Cusco) para 2015 que en conjunto representan una producción de más de 450 mil toneladas métricas finas de cobre cuando operen a plena capacidad.

Las exportaciones no tradicionales sumaron US\$ 11,0 mil millones durante 2013, lo cual representó una caída respecto al nivel de 2012, como resultado de una reducción en 1,5 por ciento del volumen exportado en un entorno internacional menos favorable. Para **2014** y **2015** se espera tasas de crecimiento positivas reflejando mayores volúmenes exportados de productos agropecuarios y textiles, en línea con la recuperación prevista en la demanda externa.

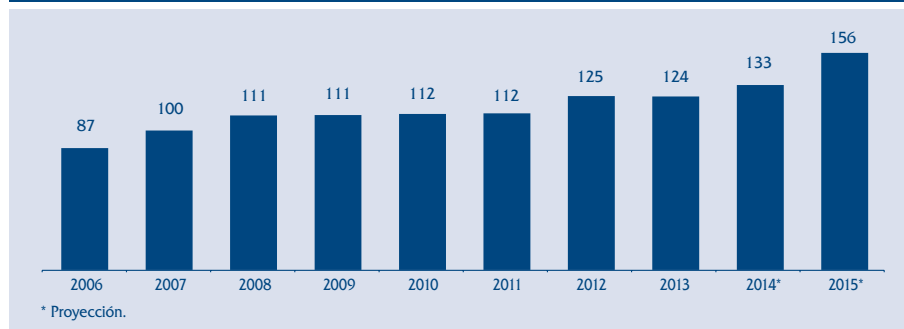




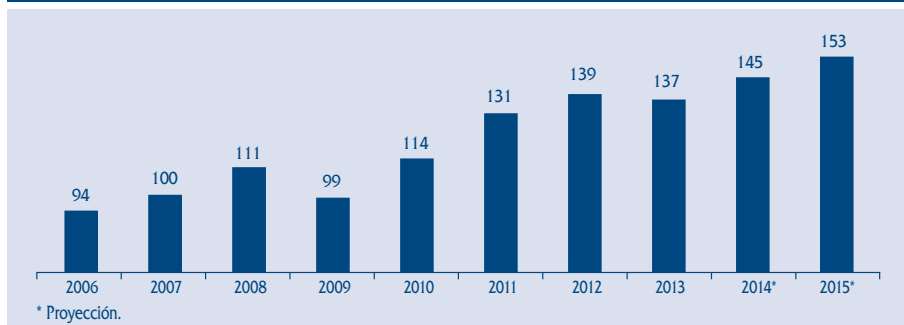
**Gráfico 55**  
**EXPORTACIONES DE BIENES: 2006-2015**  
(Miles de millones de US\$)



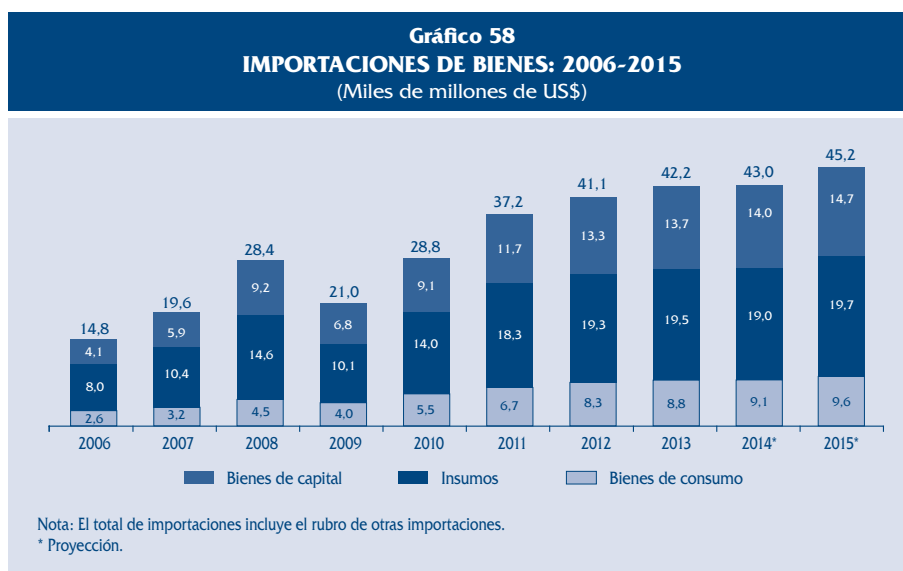
**Gráfico 56**  
**VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE COBRE**  
(Índice 2007=100)



**Gráfico 57**  
**VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES**  
(Índice 2007=100)



37. Para **2014** se prevén US\$ 43,0 mil millones de importaciones, lo que implicaría un crecimiento de volumen de 2,2 por ciento respecto a 2013. Este crecimiento sería menor al previsto en diciembre como consecuencia de un menor crecimiento en las importaciones de bienes de consumo y bienes de capital en línea con la moderación del crecimiento de la demanda interna; esto sería parcialmente compensado por una menor caída prevista en los precios de importación para el año. Para **2015** se prevé importaciones por US\$ 45,2 mil millones, consistente con un crecimiento del volumen de 5,7 por ciento, menor al previsto en el Reporte de diciembre, debido al menor crecimiento de importaciones de insumos industriales en línea con la proyección de la manufactura no primaria.



### Balanza en cuenta corriente y su financiamiento

38. La proyección de la cuenta corriente de la balanza de pagos para el presente año muestra una mejora desde un déficit proyectado en US\$ 10,1 mil millones en el Reporte de Inflación de diciembre a uno en US\$ 9,0 mil millones en el presente Reporte por el efecto tributario de ventas de empresas entre agentes no domiciliados. Este resultado se da a pesar de la reducción en el saldo de la balanza comercial en US\$ 1,0 mil millones, y se explica por el concepto de mayor recaudación tributaria producida por venta de participaciones y empresas de propiedad de no residentes, como ha sido el caso de la venta de participaciones en las empresas Petrobras, las Bambas y Transportadora de Gas del Perú. Dichas transacciones producirían ingresos estimados al fisco por aproximadamente US\$ 0,7 mil millones. Asimismo, se proyecta un menor déficit en la balanza de servicios en línea con el menor déficit observado en 2013, y por mejores resultados





esperados para los rubros de servicios de transporte y viajes de acuerdo con los indicadores de actividad económica.

De esta manera, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como porcentaje del PBI, se reduciría a 4,3 por ciento en 2014, y a 3,9 por ciento en 2015 por el impulso de las exportaciones en dicho año, asociado a la puesta en marcha de proyectos mineros como Las Bambas, Mina Justa y Constanca.

39. El déficit en cuenta corriente, como reflejo del uso de ahorro externo, se origina principalmente por la creciente inversión, la cual pasa de 26,6 por ciento del PBI en 2013 a 27,4 por ciento en 2014 y 27,7 por ciento en 2015. Este esfuerzo de inversión es cubierto principalmente por el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales, los que en conjunto generan un ahorro equivalente a 22,0 por ciento del PBI en 2013, 23,1 por ciento en 2014 y 23,8 por ciento en 2015.

| <b>Cuadro 28</b><br><b>BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN</b><br>(Porcentaje del PBI) |      |      |           |           |           |           |
|---|------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 2012 | 2013 | 2014*     |           | 2015*     |           |
|   |      |      | RI Dic.13 | RI Abr.14 | RI Dic.13 | RI Abr.14 |
| 1. INVERSIÓN BRUTA FIJA   | 25,8 | 26,6 | 28,2      | 27,4      | 28,6      | 27,7      |
| 2. AHORRO INTERNO NETO 1/   | 22,6 | 22,0 | 23,6      | 23,1      | 24,5      | 23,8      |
| 3. AHORRO EXTERNO   | 3,3  | 4,6  | 4,6       | 4,3       | 4,2       | 3,9       |

1/ Excluye variación de existencias.  
\* Proyección.

40. El financiamiento de largo plazo de fuentes privadas continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en los años 2014 y 2015, reflejando el dinamismo de la inversión en sectores de exportación.

41. Es importante considerar en el análisis de sostenibilidad de la balanza de pagos, cuando se observa un déficit en la cuenta corriente, que el uso del ahorro externo no sustituya el esfuerzo del ahorro interno para financiar a la inversión, lo cual sería una señal de un exceso de consumo local. En segundo término, el déficit externo se origina en un importante flujo de inversiones orientadas al desarrollo de proyectos de exportación, esto es, de actividades generadoras de divisas. Finalmente, debe tenerse en cuenta que el financiamiento del déficit en cuenta corriente se origina principalmente en fuentes de largo plazo, como la inversión directa extranjera, las que dan más estabilidad que los flujos de corto plazo.



**Cuadro 29**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

|  | 2012          | 2013          | 2014*          |               | 2015*          |               |
|--|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|  |               |               | RI Dic.13      | RI Abr.14     | RI Dic.13      | RI Abr.14     |
| <b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>  | <b>-6 281</b> | <b>-9 231</b> | <b>-10 126</b> | <b>-9 021</b> | <b>-10 080</b> | <b>-8 920</b> |
| Porcentaje del PBI   | -3,3          | -4,6          | -4,6           | -4,3          | -4,2           | -3,9          |
| 1. Balanza comercial   | 5 232         | -40           | 40             | -945          | 1 700          | 263           |
| a. Exportaciones   | 46 367        | 42 177        | 43 114         | 42 006        | 48 427         | 45 446        |
| b. Importaciones   | -41 135       | -42 217       | -43 074        | -42 952       | -46 727        | -45 183       |
| 2. Servicios   | -2 420        | -1 801        | -2 977         | -1 966        | -3 318         | -1 971        |
| 3. Renta de factores   | -12 399       | -10 631       | -10 752        | -10 430       | -12 118        | -10 893       |
| 4. Transferencias corrientes   | 3 307         | 3 241         | 3 563          | 4 321         | 3 656          | 3 681         |
| Del cual: Remesas del exterior   | 2 788         | 2 707         | 2 993          | 3 031         | 3 094          | 3 125         |
| <b>II. CUENTA FINANCIERA</b>   | <b>21 087</b> | <b>12 137</b> | <b>11 126</b>  | <b>10 021</b> | <b>11 580</b>  | <b>11 420</b> |
| Del cual:  |               |               |                |               |                |               |
| 1. Sector privado  | 19 621        | 13 483        | 10 935         | 9 498         | 10 873         | 10 146        |
| a. Largo plazo   | 15 792        | 14 881        | 10 410         | 10 260        | 10 873         | 10 124        |
| b. Corto plazo 1/  | 3 829         | -1 399        | 525            | -762          | 0              | 22            |
| 2. Sector público 2/   | 1 466         | -1 345        | 191            | 523           | 707            | 1 274         |
| <b>III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>                              | <b>14 806</b> | <b>2 907</b>  | <b>1 000</b>   | <b>1 000</b>  | <b>1 500</b>   | <b>2 500</b>  |
| Nota:  |               |               |                |               |                |               |
| Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) 3/ | 10,8          | 9,5           | 6,4            | 7,4           | 6,2            | 6,3           |
| PBI (miles de millones de US\$)  | 192,9         | 202,0         | 222,0          | 211,1         | 241,2          | 229,6         |

1/ Incluye errores y omisiones netos.

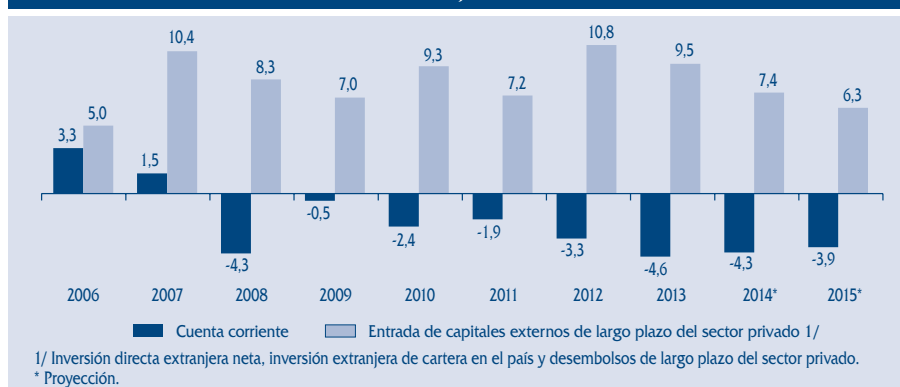
2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 59**  
**CUENTA CORRIENTE Y ENTRADA DE CAPITALS EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2006-2015**  
(Porcentaje del PBI)



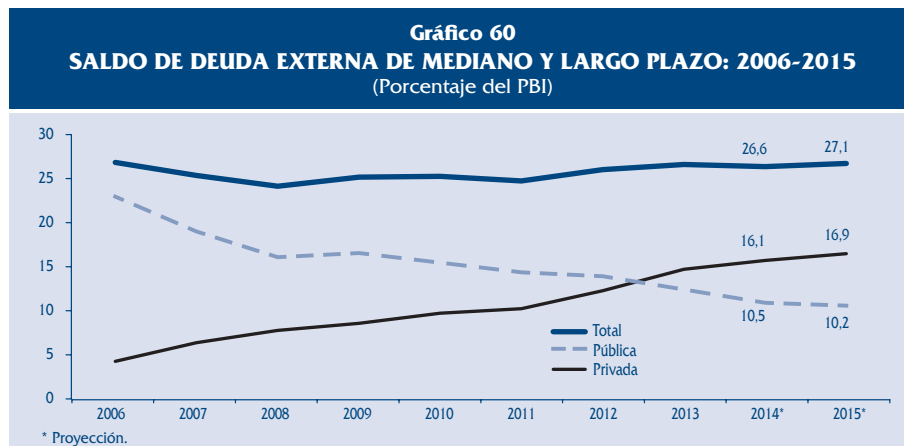


42. El flujo neto del financiamiento externo privado de largo plazo alcanzaría la suma de US\$ 10,3 mil millones en 2014, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 3,2 mil millones, principalmente explicado por las inversiones de cartera de las administradoras de fondos de pensiones, y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 13,5 mil millones. En este influjo destaca la mayor emisión proyectada de bonos en el mercado internacional de empresas locales en línea con el mayor financiamiento externo observado durante el primer trimestre.

| Cuadro 30<br>CUENTA FINANCIERA DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO<br>(Millones de US\$) |               |               |               |               |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|  | 2012          | 2013          | 2014*         |               | 2015*         |               |
|  |               |               | RI Dic.13     | RI Abr.14     | RI Dic.13     | RI Abr.14     |
| <b>1. ACTIVOS</b>  | <b>-2 408</b> | <b>-1 291</b> | <b>-2 842</b> | <b>-3 197</b> | <b>-2 962</b> | <b>-2 895</b> |
| <b>2. PASIVOS</b>  | <b>18 200</b> | <b>16 173</b> | <b>13 252</b> | <b>13 457</b> | <b>13 835</b> | <b>13 042</b> |
| Inversión directa extranjera en el país  | 11 918        | 9 298         | 9 954         | 9 638         | 9 438         | 8 029         |
| Sector no financiero   | 3 410         | 5 582         | 3 298         | 3 586         | 3 197         | 3 813         |
| Préstamos de largo plazo   | 1 944         | 1 211         | 1 838         | 985           | 1 566         | 1 421         |
| Inversión de cartera   | 1 467         | 4 371         | 1 460         | 2 601         | 1 632         | 2 391         |
| Sector financiero  | 2 872         | 1 293         | 0             | 232           | 1 200         | 1 200         |
| Préstamos de largo plazo   | 2 092         | -212          | -549          | -738          | 1 000         | 400           |
| Inversión de cartera   | 780           | 1 505         | 549           | 970           | 200           | 800           |
| <b>3. FLUJO NETO</b>   | <b>15 792</b> | <b>14 881</b> | <b>10 410</b> | <b>10 260</b> | <b>10 873</b> | <b>10 146</b> |
| Porcentaje del PBI   | 8,2           | 7,4           | 4,7           | 4,9           | 4,5           | 4,4           |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

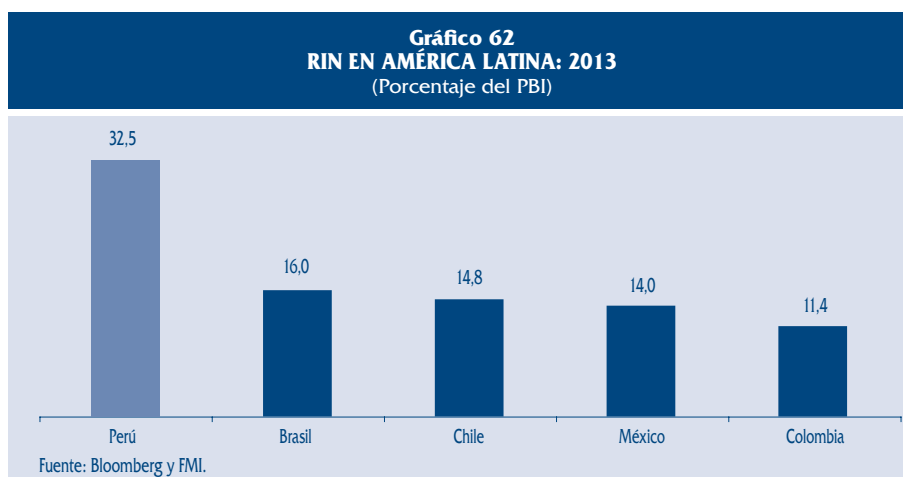
43. El saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo pasó de 26,1 por ciento del PBI en 2012 a 26,9 por ciento en 2013; el endeudamiento externo del sector privado fue mayor a aquél del sector público por primera vez. Se espera que esta tendencia se mantenga en el horizonte de proyección. La deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 11,9 por ciento del PBI en 2013 a 10,5 y 10,2 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente.



44. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos en la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles de respaldo elevados a nivel de la región.

| Cuadro 31<br>INDICADORES DE SUFICIENCIA DE RIN                       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|
|  | 2004  | 2009  | 2014* |
| RIN (% del PBI)  | 18,1  | 27,2  | 31,6  |
| RIN (% Deuda externa de corto plazo)                                 | 158,7 | 292,2 | 832,2 |
| RIN (% Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente) | 159,9 | 274,7 | 391,4 |

\* Proyección.

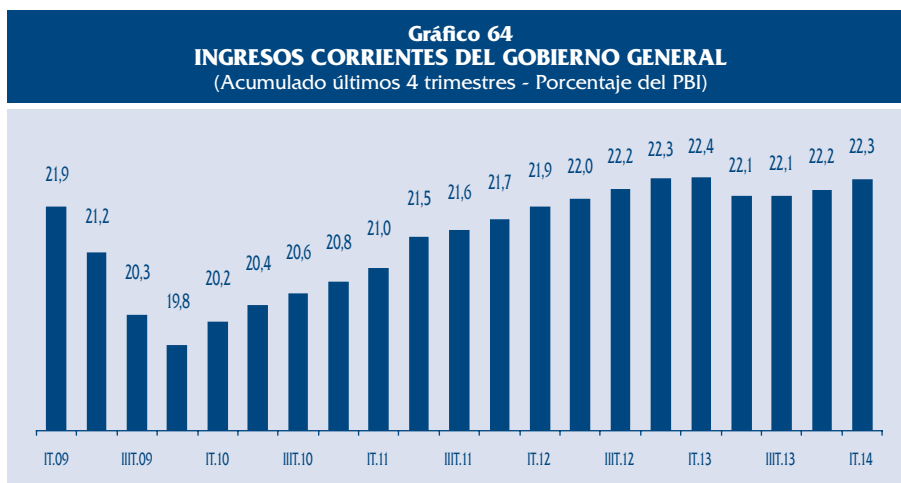
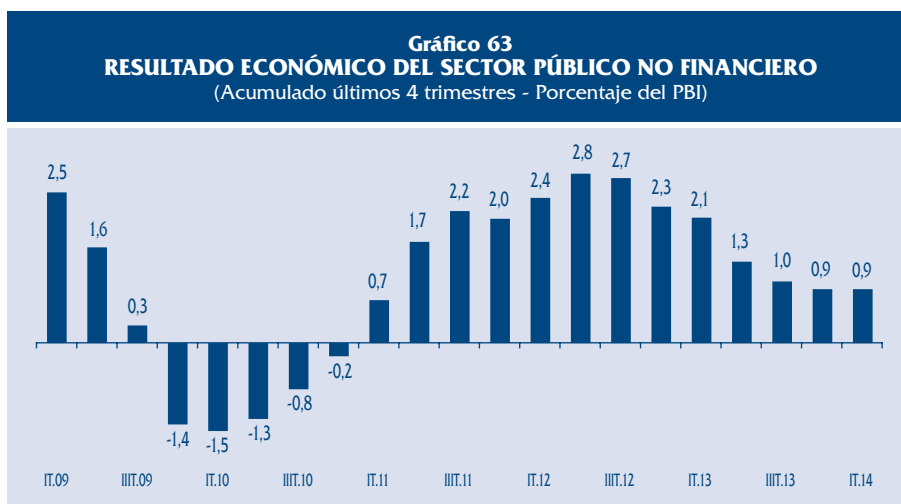


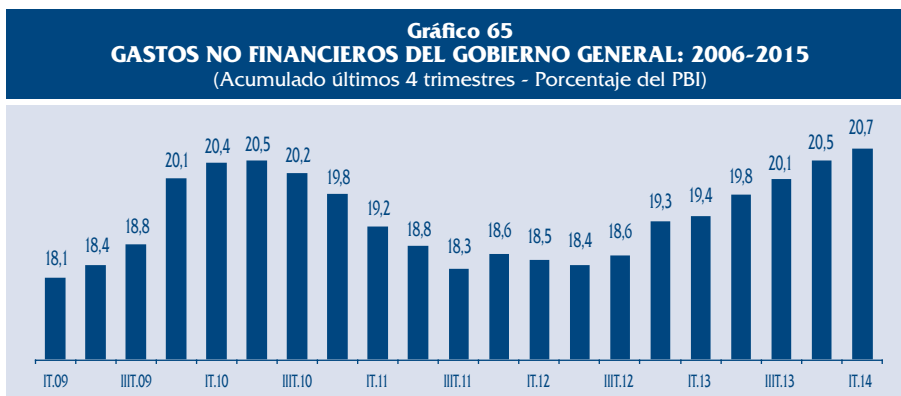


## IV. Finanzas públicas

### Resultado económico

45. La información de finanzas públicas al primer trimestre de 2014 revela que el resultado económico en los últimos doce meses a fines de marzo se mantiene en 0,9 por ciento del PBI, con un mayor nivel de gastos que alcanza a 20,7 por ciento del PBI, plenamente compensados por el aumento de los ingresos del gobierno general a 22,3 por ciento del PBI.





Los ingresos corrientes del gobierno general aumentaron 5,9 por ciento en el primer trimestre de 2014, con un mayor dinamismo del impuesto a la renta (8,8 por ciento) y el Impuesto General a las Ventas -IGV- (8,5 por ciento). El impuesto a la renta creció especialmente en marzo por efecto de la venta de la participación accionaria de algunas empresas ligadas a la explotación de recursos naturales y por una regularización del impuesto anual mayor a la esperada. Por otra parte, los gastos no financieros del gobierno general aumentaron 11,6 por ciento en términos reales, con aumentos en el componente corriente (11,9 por ciento) y de capital (10,8 por ciento).

46. Para 2014 se ha elevado la proyección del resultado económico del sector público no financiero de 0,1 a 0,3 por ciento del PBI, como consecuencia del efecto de ingresos fiscales extraordinarios que aumentarían el monto de ingresos corrientes del gobierno general de un equivalente a 21,6 por ciento del PBI en la proyección de diciembre a 22,5 por ciento. Esta mejora incluye principalmente recaudación por impuesto a la renta asociada a la venta de participaciones de empresas de no domiciliados. Se ha ajustado también la proyección del gasto no financiero de 20,5 a 21,0 por ciento del PBI en línea con las previsiones presupuestales.





**Cuadro 32**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

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

Nota (miles de millones de S/.):

|   |     |     |     |     |     |     |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1. Ingresos corrientes del gobierno general   | 114 | 121 | 131 | 132 | 144 | 140 |
| 2. Gastos no financieros del gobierno general | 98  | 112 | 125 | 124 | 137 | 136 |
| 3. PBI nominal                                | 508 | 546 | 608 | 588 | 661 | 639 |

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

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

47. Cabe señalar que la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013) establece, para **2014** que el resultado del sector público no financiero no puede ser deficitario, en tanto que para **2015** la guía ex ante del resultado fiscal estructural será un déficit de 1 por ciento del PBI. Las proyecciones fiscales consideradas en este Reporte son consistentes con el cumplimiento de estas reglas.

### Ingresos fiscales

48. Los ingresos corrientes aumentarán en **2014** en 6,5 por ciento en términos reales, variación que recoge el efecto de unos pagos extraordinarios que percibiría el fisco por ventas de participaciones accionarias que generarían ganancias de capital en diversas empresas. Con ello en 2014 se alcanzará un ratio de 22,5 por ciento.

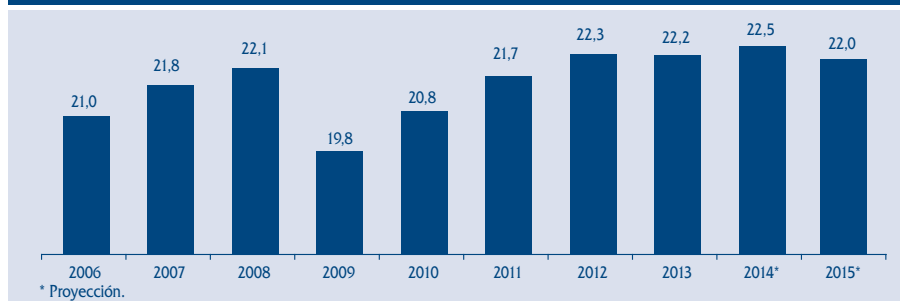
En **2015** este ratio descendería a 22,0 por ciento en tanto no se prevé ingresos extraordinarios.

**Cuadro 33**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

|                                | 2012        | 2013        | 2014*       |             | 2015*       |             |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                |             |             | RI Dic.13   | RI Abr.14   | RI Dic.13   | RI Abr.14   |
| <b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>    | <b>16,9</b> | <b>16,8</b> | <b>16,4</b> | <b>17,2</b> | <b>16,5</b> | <b>16,8</b> |
| Impuesto a la Renta            | 7,3         | 6,7         | 6,6         | 7,0         | 6,6         | 6,5         |
| Impuesto General a las Ventas  | 8,7         | 8,8         | 8,5         | 8,8         | 8,6         | 9,0         |
| Impuesto Selectivo al Consumo  | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| Impuesto a las Importaciones   | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Otros ingresos tributarios     | 1,8         | 2,1         | 2,0         | 2,0         | 1,9         | 2,0         |
| Devoluciones de impuestos      | -2,1        | -2,1        | -1,9        | -2,0        | -1,9        | -1,9        |
| <b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b> | <b>5,4</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,2</b>  |
| <b>TOTAL</b>                   | <b>22,3</b> | <b>22,2</b> | <b>21,6</b> | <b>22,5</b> | <b>21,7</b> | <b>22,0</b> |

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 67**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015**  
(Porcentaje del PBI)



En el horizonte de proyección la recaudación por el Impuesto a la Renta aumentaría en **2014** a 7,0 por ciento del PBI como producto de algunos ingresos excepcionales. Para el año **2014** se proyecta que la recaudación por IGV se mantendría en 8,8 por ciento del PBI, en tanto que para **2015** se proyecta que los ingresos por este concepto aumentarían ligeramente a 9,0 por ciento en términos del producto, con lo que se tendría una leve tendencia creciente en el horizonte de proyección.

Cabe indicar, asimismo, que la recaudación por **otros ingresos tributarios** aumentó de manera significativa en 2013, explicado principalmente por los traslados de deducciones que ascendieron a S/. 2 913 millones, como consecuencia del mayor número de contribuyentes sujetos a este sistema de pago del IGV, así como por una

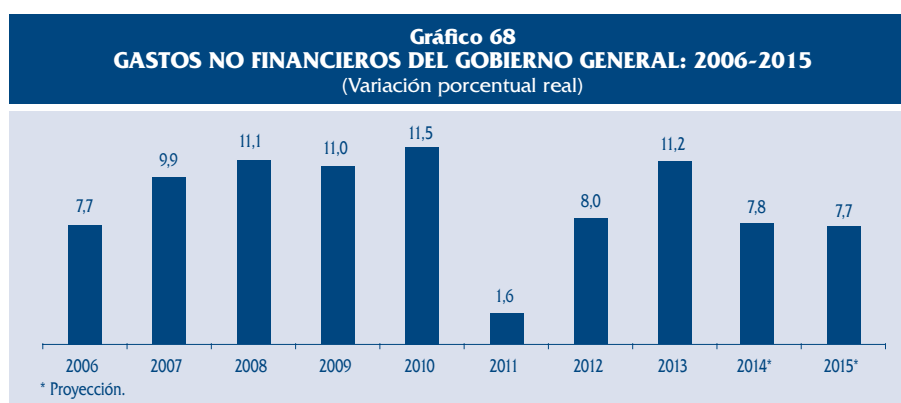




intervención más estricta de la administración tributaria. El crecimiento de los otros ingresos tributarios se desaceleraría a partir de 2014 considerando la flexibilización del sistema de deducciones y la reducción de las sanciones que dan origen a los ingresos al fisco por este concepto, establecida por la RS 375-2013 de febrero del presente año.

### Evolución del gasto público

49. En el horizonte de proyección se tiene que los gastos no financieros aumentarán a un ritmo mayor al crecimiento de la economía. Así, para el año **2014** se estima un crecimiento real de 7,8 por ciento del gasto no financiero, ligeramente por debajo de lo previsto en el Reporte de diciembre (8,0 por ciento), en un año en que se realizarán elecciones en los niveles de gobiernos subnacionales. El gasto de 2014 incorpora los aumentos salariales previstos en la Ley de Presupuesto (Ley N° 30114) para avanzar en las reformas remunerativas del sector educación, salud, interior y defensa<sup>3</sup>. Asimismo, la proyección para el gasto de capital, además de considerar los recursos que se destinan propiamente a los proyectos públicos, incorpora los que se ejecutarían bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas, entre los que se cuentan Chavimochic III etapa, la Longitudinal de la Sierra Tramo 2 y Línea 2 del Metro de Lima. Bajo estas consideraciones, el gasto no financiero del gobierno general se ubicaría en el año **2014** en un nivel equivalente a 21,0 por ciento del PBI y para el año **2015** se prevé que este agregado como porcentaje del PBI se eleve a 21,3 por ciento del PBI, como consecuencia principalmente del incremento en los gastos de capital, cuya participación aumenta de 6,1 por ciento del PBI en 2013 a 7,1 por ciento en 2015.



3 La Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013) establece para el 2015 hacia adelante que “el gasto no financiero del gobierno nacional en materia de personal permanente o temporal, cualquiera sea su régimen de contratación y en pensiones... no puede ser mayor al límite que se determine aplicando la tasa de crecimiento del PBI potencial en términos nominales al límite estimado de gasto no financiero en materia de personal y pensiones del año anterior”.



**Cuadro 34**  
**PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN DEL GOBIERNO NACIONAL: 2013**  
(Millones de nuevos soles)

| PRINCIPALES PROYECTOS  | Monto        |
|--|--------------|
| <b>TRANSPORTE</b>  | <b>5 433</b> |
| Concesiones viales - IIRSA Sur y Norte   | 1 612        |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Ayacucho - Abancay                         | 543          |
| Proyecto Especial Sistema Eléctrico de Transporte Masivo de Lima y Callao                | 396          |
| Construcción y mejoramiento carretera Camaná - Quilca - Matarani - Ilo - Tacna           | 320          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chongoyape - Cochabamba - Cajamarca        | 249          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Huaura - Sayán - Churín                    | 183          |
| Mejoramiento de la carretera Satipo - Mazamari - Pangoa - Puerto Ocopa                   | 173          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Quinua - San Francisco                     | 160          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Cajamarca - Celendín - Balzas              | 156          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Chamaya - Jaén - San Ignacio - Río Canchis | 145          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Juanjuí - Tocache                          | 143          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Trujillo - Shiran - Huamachuco             | 120          |
| Mejoramiento de la carretera San Marcos - Cajabamba - Sausacochoa                        | 112          |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Lima - Canta - La Viuda - Unish            | 103          |
| Rehabilitación de caminos vecinales, rurales y puentes                                   | 96           |
| Rehabilitación de la carretera Panamericana Norte - Tramo III                            | 82           |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Yauri - Negromayo - Oscollo - Imata        | 74           |
| Concesiones ferroviarias   | 66           |
| Concesiones aeroportuarias   | 55           |
| Rehabilitación de la carretera desvío Las Vegas - Tarma                                  | 51           |
| Camino nacional con mantenimiento vial   | 48           |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Ollantaytambo - Quillabamba                | 46           |
| Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Río Seco - El Ahorcado                     | 45           |
| Mejoramiento y construcción de la carretera Huamachuco - Puente Pallar - Juanjuí         | 41           |
| Rehabilitación y mejoramiento de carretera Tingo María - Aguaytía - Pucallpa             | 40           |
| Otros  | 373          |
| <b>EDUCACIÓN</b>   | <b>1 070</b> |
| Mejoramiento de la infraestructura educativa   | 1 021        |
| Otros  | 49           |
| <b>AGROPECUARIO</b>  | <b>611</b>   |
| Infraestructura de riego   | 289          |
| Apoyo al sector agrario  | 151          |
| Erradicación de la Mosca de la Fruta Ceratitis Capitata de la Costa Peruana              | 95           |
| Otros  | 76           |
| <b>SALUD</b>   | <b>439</b>   |
| Mejoramiento y equipamiento del servicio de emergencia de hospitales                     | 416          |
| Programa de apoyo a la reforma del sector salud  | 18           |
| Otros  | 5            |
| <b>VIVIENDA</b>  | <b>392</b>   |
| Proyecto Nacional de Agua Potable y Saneamiento Rural                                    | 184          |
| Desarrollo Urbano  | 154          |
| Apoyo al Sector Habitacional   | 37           |
| Otros  | 17           |
| <b>ELECTRICIDAD</b>  | <b>232</b>   |
| Instalación de pequeños sistemas eléctricos en diversos poblados                         | 219          |
| Otros  | 13           |
| <b>OTROS</b>   | <b>1 367</b> |
| <b>TOTAL</b>   | <b>9 544</b> |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas.

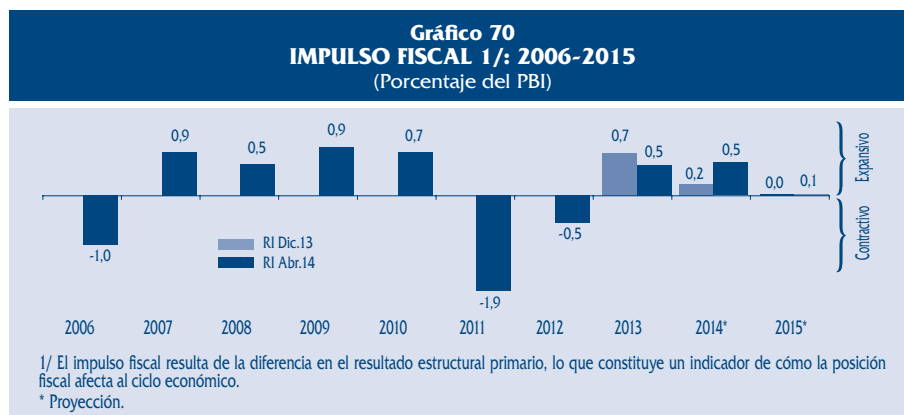




### Impulso fiscal

50. El **resultado económico estructural** es un indicador que se diferencia del resultado económico convencional porque deduce de este último los efectos vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. El resultado económico estructural fue deficitario en 0,3 por ciento del PBI en 2013, en tanto que para 2014 y 2015 se proyecta un déficit estructural de 0,7 y 0,8 por ciento, respectivamente. Esta posición fiscal compensaría el debilitamiento del gasto privado en un escenario con una mayor incertidumbre en la economía internacional.

El **impulso fiscal**, medido por el cambio del resultado primario estructural, muestra en 2013 y en las proyecciones para 2014 y 2015 una posición anti-cíclica en la política fiscal.

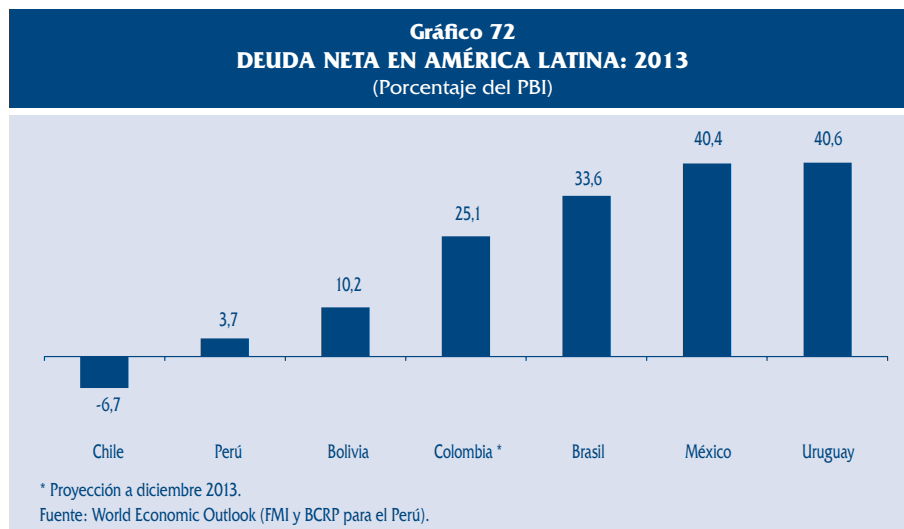


## Deuda pública

51. La revisión al alza en el resultado económico para 2014 genera una menor necesidad de financiamiento, de S/. 3,3 mil millones en la proyección del Reporte de Inflación de diciembre a S/. 2,0 mil millones. Esta necesidad de financiamiento es cubierta en exceso por desembolsos externos y colocaciones de bonos, lo cual continuará fortaleciendo la posición financiera del fisco. Así se espera que el saldo de la deuda neta del sector público no financiero (deuda menos depósitos) baje de 3,7 por ciento del PBI en 2013 a 3,3 por ciento en 2014, uno de los porcentajes más bajos de la región.

| Cuadro 35<br>REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO<br>(Millones S/.) |               |              |              |              |              |              |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|   | 2012          | 2013         | 2014*        |              | 2015*        |              |
|   |               |              | RI Dic.13    | RI Abr.14    | RI Dic.13    | RI Abr.14    |
| <b>I. USOS</b>  | <b>-7 114</b> | <b>3 028</b> | <b>3 275</b> | <b>2 029</b> | <b>6 301</b> | <b>8 146</b> |
| 1. Amortización   | 4 342         | 7 859        | 3 875        | 4 053        | 6 390        | 5 916        |
| 2. Resultado económico<br>(signo negativo indica superávit)   | -11 456       | -4 832       | -600         | -2 023       | -89          | 2 229        |
| <b>II. FUENTES</b>  | <b>-7 114</b> | <b>3 028</b> | <b>3 275</b> | <b>2 029</b> | <b>6 301</b> | <b>8 146</b> |
| 1. Externas   | 1 175         | 954          | 3 062        | 3 040        | 4 909        | 5 681        |
| 2. Bonos 1/   | 4 285         | 4 025        | 1 925        | 2 404        | 2 377        | 2 350        |
| 3. Internas 2/  | -12 573       | -1 952       | -1 712       | -3 415       | -984         | 115          |
| Nota:   |               |              |              |              |              |              |
| Saldo de deuda pública bruta  |               |              |              |              |              |              |
| Miles de millones S/.   | 103,8         | 107,0        | 104,8        | 111,6        | 108,6        | 116,8        |
| Porcentaje del PBI  | 20,4          | 19,6         | 17,2         | 19,0         | 16,4         | 18,3         |
| Saldo de deuda pública neta 3/  |               |              |              |              |              |              |
| Miles de millones S/.   | 25,4          | 20,4         | 12,9         | 19,5         | 11,8         | 22,8         |
| Porcentaje del PBI  | 5,0           | 3,7          | 2,1          | 3,3          | 1,8          | 3,6          |
| 1/ Incluye bonos internos y externos.   |               |              |              |              |              |              |
| 2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.                    |               |              |              |              |              |              |
| 3/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.                    |               |              |              |              |              |              |
| * Proyección.   |               |              |              |              |              |              |
| RI: Reporte de Inflación.   |               |              |              |              |              |              |



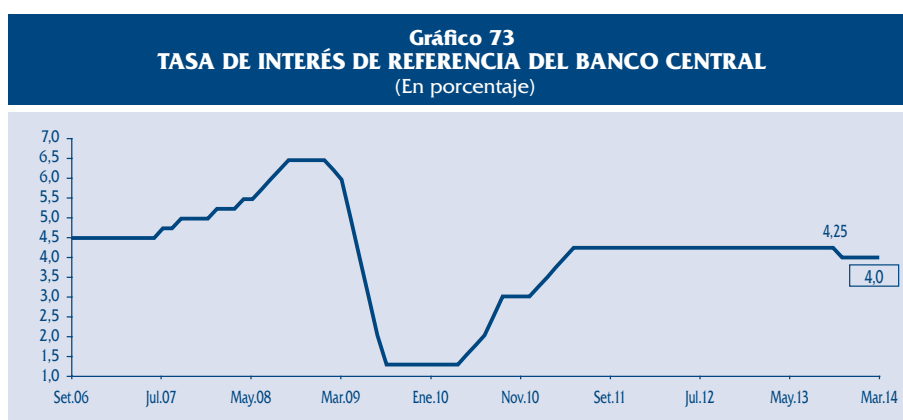


## V. Política monetaria

52. Desde el último Reporte de Inflación, el Directorio del Banco Central ha mantenido la tasa interés de referencia de la política monetaria en 4,0 por ciento. Esta tasa de interés es consistente con una inflación que converge al rango meta en 2014 y a 2,0 por ciento en 2015. Esta proyección toma en cuenta: (i) la reversión de los choques de oferta (principalmente de algunos alimentos perecibles), (ii) que el ritmo de crecimiento de la actividad económica se encuentra ligeramente por debajo de su potencial y (iii) que las expectativas de inflación se mantienen en el rango meta.

El BCRP continuó además reduciendo los encajes en soles con la finalidad de proveer de mayores fuentes de financiamiento para el crédito en moneda nacional, el que siguió incrementando su ritmo de crecimiento hasta 25,0 por ciento en marzo, a diferencia del crédito en moneda extranjera que solo aumentó 1,4 por ciento. La última reducción del encaje en soles de 12,5 a 12,0 por ciento entró en vigencia desde el mes de abril.

Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta, y que la tasa de inflación 12 meses retornará al rango meta en los próximos meses en la medida que las condiciones de oferta de alimentos mejoren, a la vez que persiste un escenario con riesgos en la economía mundial.



### Tasas de interés y operaciones monetarias

53. Respecto a diciembre, las tasas de interés del mercado de dinero presentaron comportamientos mixtos. Por un lado, la tasa interbancaria se redujo en 14 puntos





básicos, reflejando el impacto de las medidas de encaje que otorgan liquidez de manera inmediata a las entidades financieras. De otro lado, la tasa preferencial corporativa a 90 días se incrementó en 54 puntos básicos, para ubicarse en 5,0 por ciento, influenciada por la mayor necesidad de fondeo de la banca ante la disminución de sus depósitos en soles en los meses de enero y febrero asociada a una mayor preferencia por ahorrar en moneda extranjera, principalmente de las empresas e inversionistas institucionales causada por la incertidumbre cambiaria. En marzo el BCRP ha reiniciado sus operaciones de compra con compromiso de recompra de dólares al plazo de 18 meses por S/. 600 millones, lo que ha contribuido a facilitar el calce de plazos entre activos y pasivos de la banca y ha aliviado las presiones en las tasas de interés en soles observadas en los dos primeros meses del año.

**Cuadro 36**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(Porcentaje)

| Moneda nacional           |              |                  |                   |                   |               |         |             |
|---------------------------|--------------|------------------|-------------------|-------------------|---------------|---------|-------------|
|                           | Corporativos | Grandes Empresas | Medianas Empresas | Pequeñas Empresas | Microempresas | Consumo | Hipotecario |
| Dic.10                    | 5,1          | 6,1              | 10,1              | 23,7              | 31,5          | 37,8    | 9,5         |
| 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         |
| Dic.12                    | 5,8          | 7,4              | 11,0              | 22,5              | 33,2          | 41,2    | 8,8         |
| Mar.13                    | 5,8          | 7,4              | 10,8              | 22,0              | 31,4          | 39,3    | 9,2         |
| Abr.13                    | 5,4          | 7,2              | 10,7              | 21,9              | 29,9          | 40,7    | 9,1         |
| May.13                    | 5,4          | 7,2              | 10,8              | 21,7              | 30,3          | 41,9    | 9,0         |
| Jun.13                    | 5,3          | 7,2              | 10,6              | 21,2              | 31,6          | 41,3    | 9,1         |
| Jul.13                    | 5,4          | 7,1              | 10,6              | 21,1              | 32,0          | 42,1    | 9,2         |
| Ago.13                    | 5,7          | 7,0              | 10,9              | 21,4              | 31,6          | 41,7    | 9,3         |
| Set.13                    | 5,5          | 7,1              | 10,9              | 21,5              | 31,6          | 41,7    | 9,3         |
| Oct.13                    | 5,7          | 7,2              | 11,0              | 21,3              | 32,5          | 41,4    | 9,2         |
| Nov.13                    | 5,4          | 7,2              | 10,3              | 20,9              | 32,7          | 41,8    | 9,2         |
| Dic.13                    | 5,4          | 7,1              | 10,1              | 21,0              | 33,1          | 42,3    | 9,0         |
| Ene.14                    | 6,0          | 7,1              | 10,8              | 21,6              | 32,8          | 42,9    | 9,2         |
| Feb.14                    | 6,0          | 7,0              | 11,1              | 21,7              | 32,7          | 42,2    | 9,1         |
| Mar.14                    | 5,8          | 7,0              | 10,8              | 21,2              | 32,5          | 42,9    | 9,2         |
| Variación Acumulada (pbs) |              |                  |                   |                   |               |         |             |
| Abr.14-Dic.13             | 41           | -9               | 66                | 18                | -60           | 67      | 17          |
| Mar.14-Mar.13             | 0            | 0                | 0                 | -1                | 1             | 4       | 0           |

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

Respecto a diciembre 2013, las tasas de interés activas en moneda nacional se incrementaron para el segmento de créditos de consumo de 42,3 a 42,9 por ciento, para los créditos a medianas empresas de 10,1 a 10,8 por ciento (66 puntos básicos) y para los créditos corporativos de 5,4 a 5,8 por ciento (41 puntos básicos). Sin

embargo, a partir de marzo se observó una reducción en casi todos los segmentos de crédito, respecto a sus niveles de febrero.

Por su parte, las tasas pasivas en moneda nacional también se incrementaron respecto sus niveles de diciembre, en 32, 12 y 6 puntos básicos para los casos de las tasas de ahorro a 30 días, entre 31 y 180 días, y entre 181 y 360 días, respectivamente.

Para los siguientes meses se prevé que las tasas de interés en soles retornarán a sus niveles de diciembre 2013 en la medida que las operaciones de inyección de liquidez a plazo que viene realizando el BCRP y el crecimiento de los depósitos en soles contribuyan a una mayor disponibilidad de fuentes de financiamiento para la banca.

**Cuadro 37**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**  
(Porcentaje)

|                                  | Depósitos hasta 30 días | Depósitos a plazo de 31 a 180 días | Depósitos a plazo de 181 a 360 días |
|----------------------------------|-------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| Dic.10                           | 2,2                     | 2,9                                | 3,8                                 |
| Dic.11                           | 3,9                     | 4,1                                | 4,7                                 |
| Mar.12                           | 3,7                     | 3,9                                | 4,5                                 |
| Jun.12                           | 3,7                     | 3,9                                | 4,3                                 |
| Set.12                           | 3,6                     | 3,8                                | 4,2                                 |
| Dic.12                           | 3,6                     | 3,8                                | 4,2                                 |
| Mar.13                           | 3,1                     | 3,6                                | 4,1                                 |
| Set.13                           | 3,7                     | 3,5                                | 3,8                                 |
| Oct.13                           | 3,7                     | 3,5                                | 3,9                                 |
| Nov.13                           | 3,5                     | 3,5                                | 3,9                                 |
| Dic.13                           | 3,8                     | 3,5                                | 3,9                                 |
| Ene.14                           | 3,9                     | 3,5                                | 3,9                                 |
| Feb.14                           | 4,0                     | 3,6                                | 3,9                                 |
| Mar.14                           | 4,1                     | 3,6                                | 3,9                                 |
| <b>Variación Acumulada (pbs)</b> |                         |                                    |                                     |
| Mar.14-Dic.13                    | 32                      | 12                                 | 6                                   |
| Mar.14-Mar.13                    | 1                       | 0                                  | 0                                   |

54. La liquidez en moneda extranjera continuó siendo holgada en el primer trimestre de 2014, asociada a una menor demanda por crédito en dólares y una mayor preferencia por ahorrar en dólares, en particular de los inversionistas institucionales. La mayor liquidez en moneda extranjera se reflejó en una tendencia decreciente en las tasas de interés activas y pasivas en dólares. Así, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días se redujo en 30 puntos básicos respecto a diciembre, alcanzando un nivel de 0,63 por ciento, y la tasa de interés del mercado interbancario ha permanecido en 0,15 por ciento en el primer trimestre.





**Cuadro 38**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(Porcentaje)

| Moneda extranjera         |              |                  |                   |                   |         |             |
|---------------------------|--------------|------------------|-------------------|-------------------|---------|-------------|
|                           | Corporativos | Grandes Empresas | Medianas Empresas | Pequeñas Empresas | Consumo | Hipotecario |
| Dic.10                    | 3,3          | 5,5              | 8,5               | 14,2              | 19,3    | 8,1         |
| Dic.11                    | 3,0          | 5,4              | 8,9               | 16,0              | 22,0    | 8,2         |
| Mar.12                    | 3,8          | 5,7              | 8,9               | 16,4              | 23,0    | 8,2         |
| Jun.12                    | 4,0          | 6,1              | 8,7               | 15,2              | 22,9    | 8,0         |
| Set.12                    | 3,8          | 5,8              | 9,2               | 15,6              | 23,6    | 8,0         |
| Dic.12                    | 4,1          | 6,4              | 9,0               | 15,5              | 22,4    | 8,0         |
| Mar.13                    | 4,6          | 7,5              | 10,1              | 14,8              | 24,1    | 8,2         |
| Abr.13                    | 4,1          | 7,0              | 9,2               | 14,4              | 24,1    | 8,3         |
| May.13                    | 3,5          | 6,3              | 9,2               | 14,5              | 24,3    | 8,3         |
| Jun.13                    | 2,9          | 6,2              | 9,2               | 14,0              | 25,1    | 8,6         |
| Jul.13                    | 3,5          | 6,1              | 8,9               | 13,8              | 25,3    | 8,4         |
| Ago.13                    | 3,2          | 6,1              | 8,6               | 13,7              | 25,7    | 8,4         |
| Set.13                    | 3,0          | 6,0              | 8,8               | 13,7              | 25,5    | 8,8         |
| Oct.13                    | 3,3          | 5,9              | 8,8               | 13,6              | 25,8    | 8,6         |
| Nov.13                    | 2,9          | 5,3              | 8,7               | 13,4              | 26,2    | 8,5         |
| Dic.13                    | 2,4          | 5,5              | 8,3               | 13,2              | 26,1    | 8,5         |
| Ene.14                    | 2,9          | 5,5              | 8,5               | 14,2              | 26,7    | 8,5         |
| Feb.14                    | 3,2          | 5,5              | 8,7               | 13,8              | 26,9    | 8,6         |
| Mar.14                    | 2,3          | 5,2              | 8,6               | 13,3              | 26,7    | 8,5         |
| Variación Acumulada (pbs) |              |                  |                   |                   |         |             |
| Mar.14-Dic.13             | -10          | -27              | 29                | 13                | 61      | 6           |
| Mar.14-Mar.13             | -2           | -2               | -2                | -1                | 3       | 0           |

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

En el caso de las tasas de préstamos se observó una reducción de las tasas destinadas a los segmentos corporativos (10 puntos básicos) y grandes empresas (27 puntos básicos). En contraste, las tasas del sector consumo continuaron incrementándose, reflejando las medidas de encaje en dólares condicionales al crecimiento de estos sectores y las medidas prudenciales recientemente adoptadas por la SBS. En el caso de las tasas de créditos hipotecarios se observó también un ligero incremento.

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa una reducción para todos los plazos entre 5 y 21 puntos básicos respecto de diciembre de 2013.



**Cuadro 39**  
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES**  
 (Porcentaje)

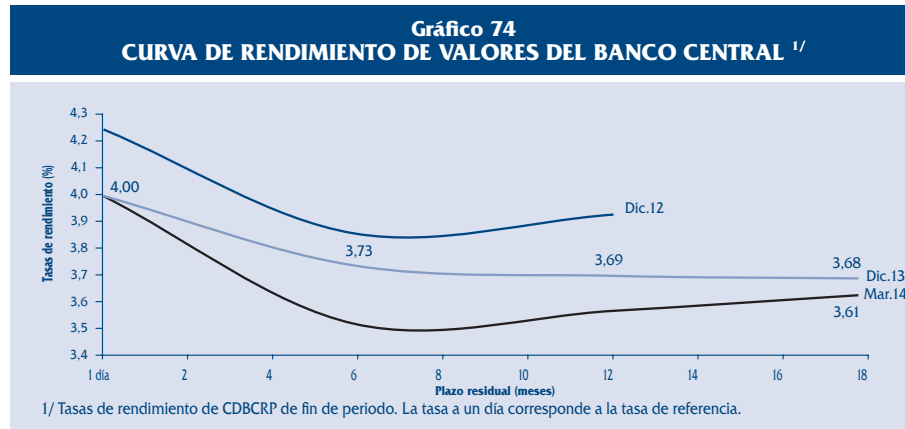
|                                  | Depósitos hasta 30 días | Depósitos a plazo de 31 a 180 días | Depósitos a plazo de 181 a 360 días |
|----------------------------------|-------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| Dic.10                           | 0,9                     | 1,2                                | 1,7                                 |
| Dic.11                           | 0,7                     | 1,0                                | 1,6                                 |
| Mar.12                           | 1,3                     | 1,2                                | 1,6                                 |
| Jun.12                           | 1,7                     | 1,2                                | 1,6                                 |
| Set.12                           | 0,8                     | 1,2                                | 1,6                                 |
| Dic.12                           | 1,8                     | 1,3                                | 1,7                                 |
| Mar.13                           | 2,6                     | 1,3                                | 1,7                                 |
| Set.13                           | 0,2                     | 1,0                                | 1,5                                 |
| Oct.13                           | 0,2                     | 0,8                                | 1,4                                 |
| Nov.13                           | 0,2                     | 0,8                                | 1,4                                 |
| Dic.13                           | 0,2                     | 0,7                                | 1,3                                 |
| Ene.14                           | 0,1                     | 0,7                                | 1,2                                 |
| Feb.14                           | 0,1                     | 0,6                                | 1,2                                 |
| Mar.14                           | 0,1                     | 0,5                                | 1,1                                 |
| <b>Variación Acumulada (pbs)</b> |                         |                                    |                                     |
| Mar.14-Dic.13                    | -5                      | -20                                | -21                                 |
| Mar.14-Mar.13                    | -2                      | -1                                 | -1                                  |

55. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto de menor disponibilidad de liquidez en moneda nacional de las entidades financieras, producto de las mayores compras de dólares por parte de la banca en el periodo de enero a marzo (US\$ 1 470 millones). Con este objetivo, se redujo el ritmo de colocación de certificados de depósito y depósitos a plazo y se otorgaron Repos overnight al plazo de una semana por un promedio de S/. 1 122 millones en enero, S/. 855 millones en febrero y S/. 800 millones en marzo.

Asimismo, el BCRP realizó dos operaciones de compra de dólares con compromiso de recompra por un total de S/. 600 millones (dos subastas de S/. 300 millones) al plazo de 18 meses. Estas son operaciones de inyección de liquidez en las que el BCRP pone a disposición de la banca soles aceptando como garantía dólares, a un tipo de cambio pre-establecido. Estas operaciones no afectan la posición de cambio de la banca, por lo que no constituyen operaciones cambiarias, sino operaciones de inyección de liquidez. Asimismo, en la medida que son a plazos largos permiten a los bancos un mejor calce de plazos de sus activos y pasivos, a la vez que facilitan el manejo de liquidez de la banca, que cuenta actualmente con excedentes de liquidez en dólares, pero mayor necesidad de liquidez en soles. Anteriormente, el BCRP utilizó estas operaciones en 2009 con plazos hasta doce meses.

La curva de rendimiento de los CDBCRP de marzo de 2014 respecto de diciembre de 2013 disminuyó en promedio 14 puntos básicos en los plazos entre 6 y 18 meses.





Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Estos pasaron de representar el 13,7 por ciento de las Reservas Internacionales en diciembre de 2013 a 12,3 por ciento para marzo de 2014. Por su parte, la participación del encaje disminuyó de 31,0 a 30,1 por ciento, principalmente por la reducción del encaje en moneda nacional, que redujo su participación en el balance del BCRP de 9,1 a 6,9 por ciento de las reservas internacionales. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización con una participación de 38,4 por ciento de los pasivos totales del BCRP.

**Cuadro 40**  
**BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**  
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

|   | Dic.13               | Mar.14               |
|---|----------------------|----------------------|
| <b>Activos netos</b>                            |                      |                      |
| <b>I. Reservas Internacionales Netas</b>        | 100%                 | 100%                 |
|   | (US\$ 65 663 mills.) | (US\$ 64 950 mills.) |
| <b>Pasivos netos</b>                            |                      |                      |
| <b>II. Depósitos totales del Sector Público</b> | <b>36,3%</b>         | <b>38,4%</b>         |
| En moneda nacional                              | 19,9%                | 22,4%                |
| En moneda extranjera (Millones de US\$)         | 16,4%                | 16,1%                |
| <b>III. Depósitos totales por encaje</b>        | <b>31,0%</b>         | <b>30,1%</b>         |
| En moneda nacional                              | 9,1%                 | 6,9%                 |
| En moneda extranjera (Millones de US\$)         | 21,9%                | 23,2%                |
| <b>IV. Instrumentos del BCRP</b>                | <b>13,7%</b>         | <b>12,3%</b>         |
| CD BCRP   | 10,3%                | 8,0%                 |
| CDR BCRP  | 1,7%                 | 2,1%                 |
| Depósitos <i>overnight</i>                      | 1,7%                 | 2,2%                 |
| Depósito a Plazo                                | 0,0%                 | 0,0%                 |
| <b>V. Circulante</b>                            | <b>19,2%</b>         | <b>18,6%</b>         |
| <b>VI. Otros</b>                                | <b>-0,2%</b>         | <b>0,6%</b>          |

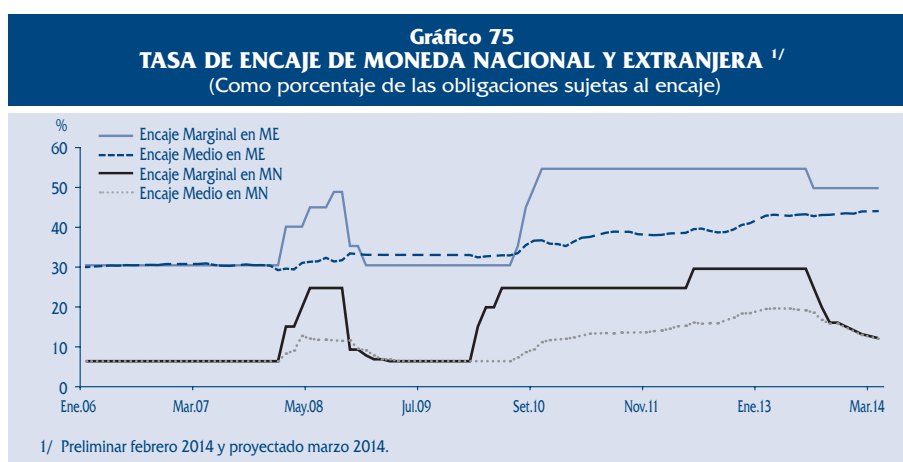
## Encajes

56. El BCRP ha venido implementando medidas de flexibilización del régimen de encaje en moneda nacional desde mayo de 2013, mediante el establecimiento de topes máximos al encaje medio que se fueron reduciendo gradualmente desde 20,0 por ciento hasta 12,0 por ciento en abril 2014, lo que ha permitido liberar liquidez por alrededor de S/. 8 500 millones. De esta manera, se ha brindado fuentes de financiamiento que permitan satisfacer la demanda de crédito en moneda nacional, en un escenario de menores depósitos en dicha moneda.

Así, en enero se redujo el tope máximo al encaje medio en moneda nacional de 15,0 a 14,0 por ciento, en febrero de 14,0 a 13,0 por ciento, en marzo de 13,0 a 12,5 y la última reducción en abril, en la que la tasa de encaje pasó de 12,5 a 12,0 por ciento.

Con el objetivo de atenuar el impacto del incremento en las tasas de interés de largo plazo en dólares y el incremento del riesgo país sobre las tasas de interés en dólares, en febrero con vigencia a partir de marzo, se aumentó el límite de adeudados y bonos de largo plazo exonerado de encaje de 2,5 a 3,5 veces el patrimonio efectivo al 31 de diciembre de 2012 o S/. 400 millones, el monto mayor, siempre y cuando el pasivo total de la institución financiera (publicado en el portal institucional de la SBS) no supere el equivalente a 4 veces el patrimonio efectivo. Asimismo, el encaje para las líneas de crédito de comercio exterior menores a 2 años se redujo sucesivamente de 20 a 14 por ciento en enero, de 14 a 13 por ciento en febrero, y actualmente se encuentra exonerado de encaje hasta un monto equivalente a 35 por ciento del patrimonio con medida vigente a partir de marzo.

Con estas medidas el encaje medio en moneda nacional pasó de 20,0 por ciento en mayo a 12,0 por ciento en abril; en tanto, el encaje medio en moneda extranjera pasó de 43,2 por ciento en mayo a un estimado de 44,5 por ciento en abril.



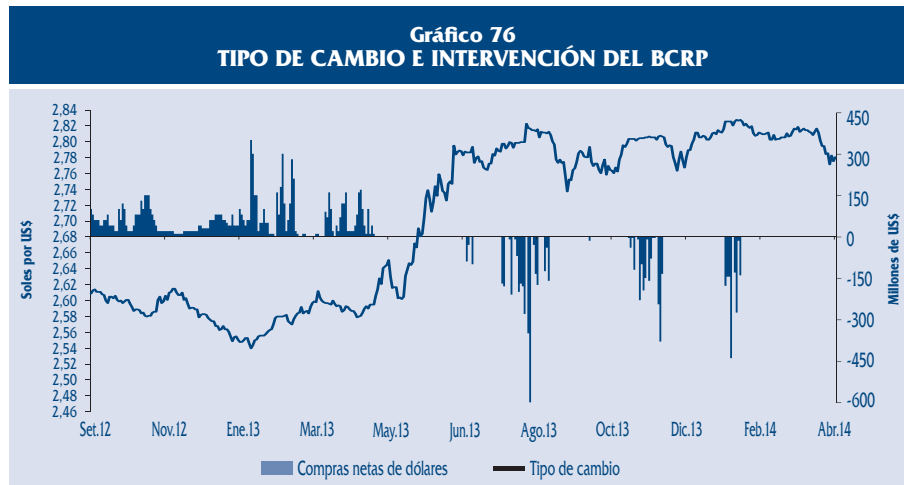


**Cuadro 41  
MEDIDAS DE ENCAJE**

|        | Tasa de encaje mínimo legal | Moneda nacional                        |                                    |                           | Moneda extranjera                      |                                    |                           | Corto plazo |
|--------|-----------------------------|--|------------------------------------|---------------------------|--|------------------------------------|---------------------------|-------------|
|        |                             | Tasa de encaje marginal para depósitos | Aumento en la tasa de encaje medio | Tope tasa de encaje medio | Régimen General                        |                                    | Adeudados externos        |             |
|        |                             |  |                                    |                           | Tasa de encaje marginal para depósitos | Aumento en la tasa de encaje medio | Tope tasa de encaje medio |             |
| May.12 | 9%                          | 30%                                    | 0,50%                              | 55%                       | 0,50%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Set.12 | 9%                          | 30%                                    | 0,50%                              | 55%                       | 0,50%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Oct.12 | 9%                          | 30%                                    | 0,50%                              | 55%                       | 0,50%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Nov.12 | 9%                          | 30%                                    | 0,75%                              | 55%                       | 0,75%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Ene.13 | 9%                          | 30%                                    | 0,25%                              | 55%                       | 0,75%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Feb.13 | 9%                          | 30%                                    | --                                 | 55%                       | 1,00%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Mar.13 | 9%                          | 30%                                    | --                                 | 55%                       | 0,50%                                  |                                    | 60%                       |             |
| Abr.13 | 9%                          | 30%                                    | --                                 | 55%                       | 0,25%                                  |                                    | 60%                       |             |
| May.13 | 9%                          | 30%                                    | --                                 | 55%                       | --                                     |                                    | 60%                       |             |
| Jun.13 | 9%                          | 30%                                    | --                                 | 20%                       | 55%                                    | --                                 | 60%                       |             |
| Ago.13 | 9%                          | 25%                                    | --                                 | 19%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Set.13 | 9%                          | 20%                                    | --                                 | 17%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Oct.13 | 9%                          | 16%                                    | --                                 | 16%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Dic.13 | 9%                          | 15%                                    | --                                 | 15%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Ene.14 | 9%                          | 14%                                    | --                                 | 14%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Feb.14 | 9%                          | 13%                                    | --                                 | 13%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Mar.14 | 9%                          | 12,5%                                  | --                                 | 12,5%                     | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |
| Abr.14 | 9%                          | 12%                                    | --                                 | 12%                       | 50%                                    | 45%                                | 50%                       |             |

**Tipo de cambio e intervención cambiaria**

57. Luego del inicio del *tapering* de la Reserva Federal en diciembre de 2013, y una mayor aversión al riesgo global observada en enero, por expectativas de un menor crecimiento en China, el tipo de cambio se depreció en 0,8 por ciento en dicho mes. En este contexto, el BCRP vendió dólares en el mercado cambiario spot por US\$ 1 040 millones y colocó en neto CDRBCRP por US\$ 824 millones, con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio.



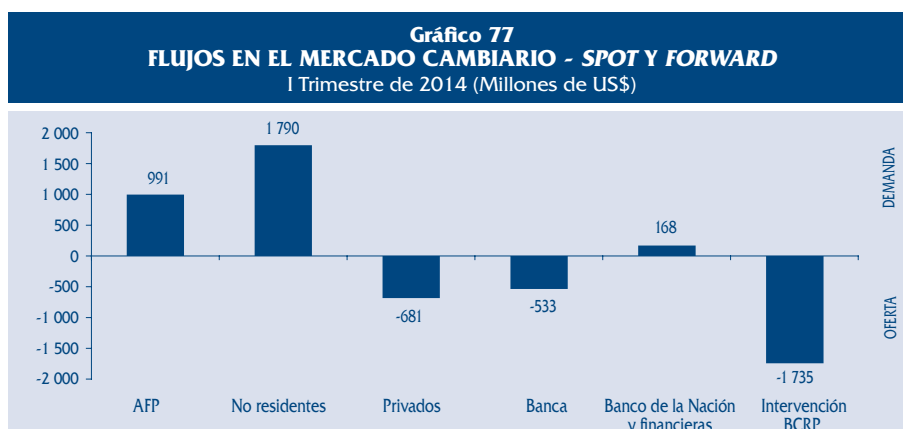
En los siguientes meses sin embargo, esta mayor volatilidad se ha venido disipando, por lo que el Nuevo Sol se apreció 0,8 por ciento en febrero y en lo que va del año ha acumulado una apreciación de 0,8 por ciento (al 21 de abril de 2014). Ante ello, en marzo y lo que va de abril (21 de abril) el BCRP ha dejado vencer sus CDR-BCRP por un monto equivalente a US\$ 593 millones, y no ha intervenido con operaciones spot desde el 5 de febrero de 2014.

En los últimos diez años, el Nuevo Sol ha presentado una volatilidad similar a la de otros países de la región, como Chile y México. El coeficiente de variación del tipo de cambio nominal, calculado como la desviación estándar entre el promedio, fue de 9 por ciento.

| Cuadro 42<br>TIPO DE CAMBIO DE PAÍSES DE AMÉRICA LATINA<br>(Unidades monetarias por dólar, fin de periodo) |            |            |   |  |
|--|------------|------------|---|--|
| País   | Niveles    |            | Variación porcentual<br>últimos 10 años | Coeficiente de Variación 1/<br>últimos 10 años |
|  | Marzo 2004 | Marzo 2014 |   |  |
| Brasil   | 2,9        | 2,27       | -21,5                                   | 18%  |
| Chile  | 611        | 548,2      | -10,3                                   | 9%   |
| Colombia   | 2 676      | 1 971,4    | -26,3                                   | 13%  |
| México   | 11,1       | 13,1       | 17,4                                    | 9%   |
| Perú   | 3,5        | 2,81       | -18,8                                   | 9%   |

1/ Calculado como la desviación estándar entre el promedio.  
Fuente: Reuters.

En el trimestre, la demanda por moneda extranjera provino principalmente de las AFPs y agentes no residentes, mientras que la oferta provino del sector privado, principalmente empresas mineras que ofertaron dólares para cumplir con el pago de la regularización del impuesto a la renta, y del BCRP que vendió en el mercado spot US\$ 1 470 millones y en neto colocó CDR-BCRP por el equivalente a US\$ 266 millones.



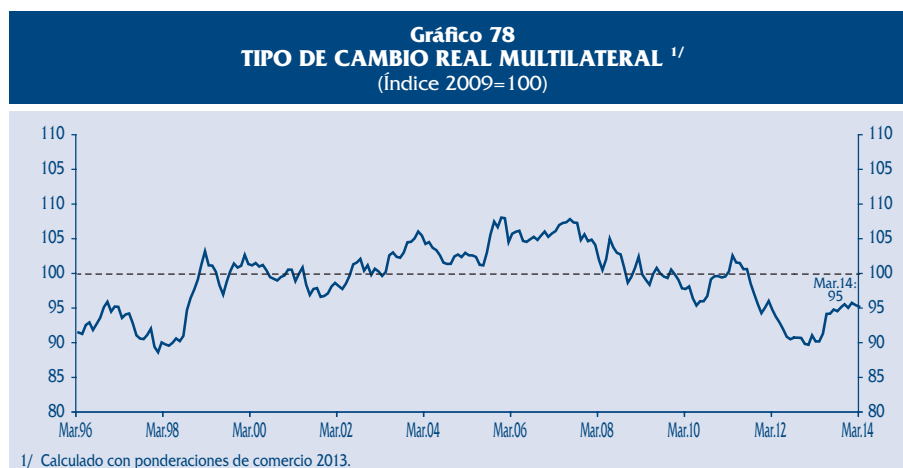


58. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para este año y el próximo. En el caso de los analistas económicos, éstos disminuyeron sus expectativas de tipo de cambio para el 2014 de S/. 2,90 por dólar en diciembre a S/. 2,85 por dólar a fines de marzo, consistente con una menor volatilidad observada en el mercado cambiario en los últimos meses.

| <b>Cuadro 43</b>  |                          |                  |                   |
|---|--------------------------|------------------|-------------------|
| <b>ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO</b> |                          |                  |                   |
| <b>(Nuevos soles por US Dólar)</b>                              |                          |                  |                   |
|   | <b>Expectativas del:</b> |                  |                   |
|   | <b>RI Set.13</b>         | <b>RI Dic.13</b> | <b>RI Abr.14*</b> |
| <b>Sistema Financiero</b>                                       |                          |                  |                   |
| 2014  | 2,80                     | 2,85             | 2,85              |
| 2015  | 2,82                     | 2,85             | 2,85              |
| <b>Analistas Económicos</b>                                     |                          |                  |                   |
| 2014  | 2,85                     | 2,90             | 2,85              |
| 2015  | 2,85                     | 2,90             | 2,90              |
| <b>Empresas No Financieras</b>                                  |                          |                  |                   |
| 2014  | 2,82                     | 2,82             | 2,85              |
| 2015  | 2,90                     | 2,85             | 2,88              |
| <b>Promedio</b>   |                          |                  |                   |
| 2014  | 2,82                     | 2,86             | 2,85              |
| 2015  | 2,86                     | 2,87             | 2,88              |

\*Encuesta realizada durante la segunda quincena de marzo de 2014.  
RI: Reporte de Inflación.

59. El índice de tipo de cambio real multilateral entre diciembre de 2013 y marzo de 2014 se mantuvo estable, en alrededor de 95. En los últimos 12 meses se ha registrado una depreciación real de 5,8 por ciento.



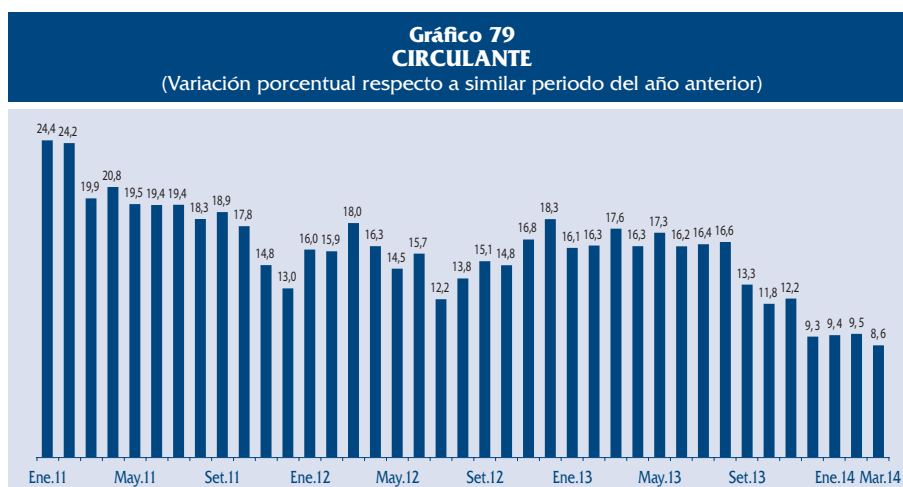
## Liquidez y crédito

60. El circulante promedio creció entre diciembre 2013 y marzo 2014 a un ritmo menor, pasando de 9,3 a 8,6 por ciento anual, lo que refleja tanto el menor ritmo de crecimiento en la actividad económica, como el incremento observado en los últimos meses en la dolarización de los depósitos, principalmente, en el caso de empresas e inversionistas institucionales. Para los siguientes meses se prevé que la demanda por circulante se incremente a niveles más cercanos a 11 por ciento para este año, como reflejo tanto de un mayor ritmo de crecimiento de la actividad económica, como de una reversión del proceso de dolarización de los depósitos, en respuesta a una menor volatilidad en el mercado cambiario.

La liquidez en moneda nacional ha continuado mostrando una desaceleración en su ritmo de expansión, principalmente por la menor demanda por depósitos en soles, ante la mayor preferencia de las empresas e inversionistas institucionales por ahorrar en moneda extranjera.

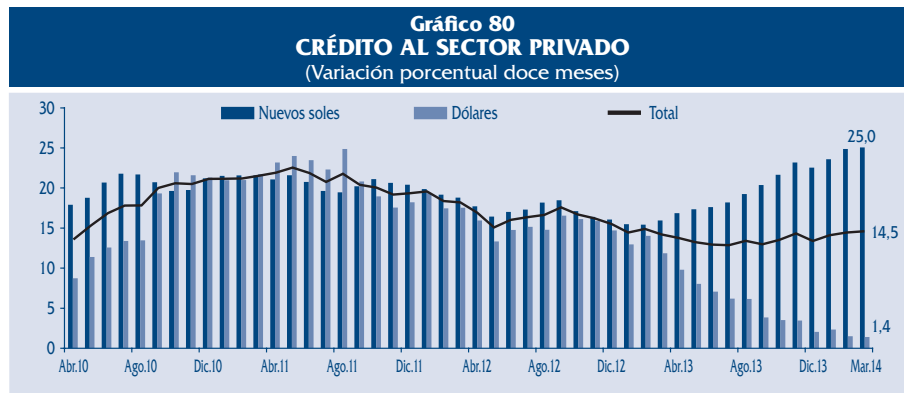
| Cuadro 44<br>AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)<br>(Variación porcentual doce meses) |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   | Dic.09 | Dic.10 | Dic.11 | Dic.12 | Mar.13 | Jun.13 | Set.13 | Dic.13 | Ene.14 | Feb.14 | Mar.14 |
| 1. Circulante   | 11,0   | 25,4   | 13,0   | 18,3   | 17,6   | 16,2   | 13,3   | 9,3    | 9,4    | 9,5    | 8,6    |
| 2. Depósitos en moneda nacional   | 16,3   | 32,4   | 17,8   | 24,7   | 23,9   | 21,7   | 13,8   | 10,8   | 7,4    | 4,3    | 4,0    |
| 3. Liquidez en moneda nacional  | 14,4   | 30,7   | 16,6   | 23,1   | 22,7   | 20,3   | 14,1   | 10,8   | 8,6    | 6,1    | 5,7    |
| 4. Liquidez total 1/  | 10,9   | 23,2   | 16,8   | 14,1   | 13,9   | 13,8   | 13,8   | 11,3   | 11,7   | 10,8   | 10,1   |
| 5. Crédito en moneda nacional<br>al sector privado                                      | 17,9   | 21,2   | 20,4   | 16,0   | 15,9   | 17,6   | 20,3   | 22,5   | 23,6   | 24,8   | 25,0   |
| 6. Crédito total al sector privado  | 8,9    | 21,2   | 19,4   | 15,4   | 14,1   | 12,8   | 12,8   | 13,2   | 14,0   | 14,3   | 14,5   |

1/ Incluye moneda extranjera.





61. En lo que va del primer trimestre el crédito al sector privado ha mantenido su dinamismo con un crecimiento anual de 14,5 por ciento. Sin embargo, se observa que, en moneda nacional ha continuado acelerando su ritmo de crecimiento, en tanto que en moneda extranjera continua desacelerándose. En marzo 2014, el crédito en soles creció 25,0 por ciento comparado con una expansión de 22,5 por ciento en diciembre compensando el menor crecimiento del crédito en dólares que se ha reducido de 2,0 por ciento en diciembre 2013 a 1,4 por ciento en marzo. El mayor ritmo de crecimiento del crédito en moneda nacional (desdolarización del crédito) fortalece al sistema financiero debido a que reduce el riesgo asociado a los descalses cambiarios en la hoja de balance de los agentes económicos.



Por tipo de colocación también se aprecia un comportamiento similar en la dinámica del crédito. Así, en marzo, el crédito hipotecario en soles creció 35,6 por ciento, lo que permite compensar la desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito en dólares (-7,5 por ciento en marzo). En el caso del crédito a empresas el crecimiento total fue de 14,8 por ciento (29,3 por ciento en soles y 3,1 por ciento en dólares), mayor al registrado al cierre de 2013 de 13,2 por ciento, mientras que, el crecimiento del crédito de consumo aumentó ligeramente a una tasa de 12,6 por ciento en marzo.

**Cuadro 45**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual doce meses)

|                            | Dic.11      | Dic.12      | Mar.13      | Jun.13      | Set.13      | Dic.13      | Mar.14      |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Empresas</b>            | <b>17,6</b> | <b>13,3</b> | <b>12,5</b> | <b>10,9</b> | <b>11,9</b> | <b>13,2</b> | <b>14,8</b> |
| Corporativo y Gran Empresa | 9,7         | 8,5         | 8,8         | 10,6        | 17,2        | 21,6        | 22,4        |
| Mediana Empresa            | 27,6        | 18,4        | 18,4        | 11,7        | 9,2         | 10,4        | 15,6        |
| Pequeña y Micro Empresa    | 23,6        | 16,7        | 12,8        | 10,6        | 5,8         | 2,3         | 1,7         |
| <b>Personas</b>            | <b>23,0</b> | <b>19,4</b> | <b>17,1</b> | <b>16,2</b> | <b>14,5</b> | <b>13,4</b> | <b>14,0</b> |
| <b>Consumo</b>             | <b>20,3</b> | <b>15,3</b> | <b>12,8</b> | <b>12,1</b> | <b>11,3</b> | <b>11,4</b> | <b>12,6</b> |
| Vehicular                  | 18,5        | 25,2        | 26,8        | 23,2        | 18,7        | 14,5        | 10,6        |
| Tarjeta                    | 24,0        | 13,4        | 8,9         | 7,5         | 8,2         | 8,2         | 10,2        |
| <b>Hipotecario</b>         | <b>27,3</b> | <b>25,7</b> | <b>23,5</b> | <b>22,3</b> | <b>19,0</b> | <b>16,2</b> | <b>15,9</b> |
| <b>TOTAL</b>               | <b>19,4</b> | <b>15,4</b> | <b>14,1</b> | <b>12,8</b> | <b>12,8</b> | <b>13,2</b> | <b>14,5</b> |



El crédito al sector pequeña y microempresa se ha desacelerado durante 2013 y en lo que va del 2014. La tasa de crecimiento doce meses del crédito total a este sector pasó de 16,7 por ciento en diciembre 2012 a 10,2 por ciento en mayo 2013, y actualmente se ubica en 1,7 por ciento.

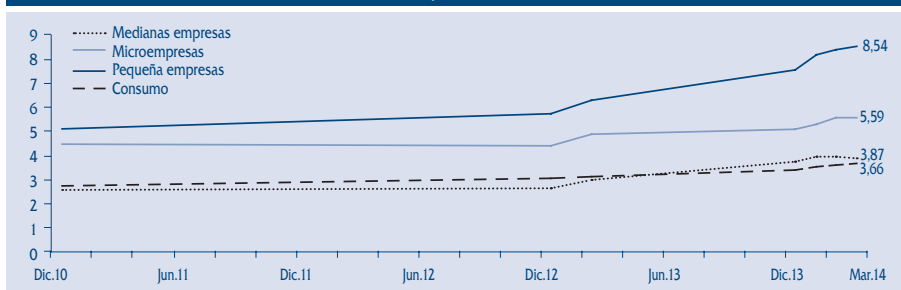
Las entidades financieras que principalmente han reducido el crédito a este sector son las entidades bancarias quienes pasaron de una tasa de crecimiento doce meses de 15,6 por ciento en diciembre 2012 a una caída de 7,4 por ciento en marzo de 2014. La reducción del crédito a este sector por parte de la banca ha sido tanto en moneda nacional como moneda extranjera, está última presentando una caída más pronunciada.

**Cuadro 46**  
**CRÉDITO A PEQUEÑA Y MICROEMPRESA: 2012 - MAR.2014**  
(Variación porcentual doce meses)

|        | Moneda Nacional (Mill. S/.) |                     |       | Moneda Extranjera (Mill. US\$) |                     |       | Ambas monedas |                     |       |
|--------|-----------------------------|---------------------|-------|--------------------------------|---------------------|-------|---------------|---------------------|-------|
|        | Bancos                      | Cajas y Financieras | Total | Bancos                         | Cajas y Financieras | Total | Bancos        | Cajas y Financieras | Total |
| Ene.12 | 29,3                        | 23,6                | 26,3  | 6,5                            | 9,1                 | 10,6  | 22,8          | 22,5                | 23,3  |
| Jun.12 | 28,1                        | 19,6                | 23,7  | 16,8                           | 13,4                | 18,5  | 25,1          | 19,2                | 22,8  |
| Dic.12 | 19,2                        | 17,2                | 18,6  | 4,5                            | 18,4                | 7,5   | 15,6          | 17,3                | 16,7  |
| May.13 | 12,2                        | 13,3                | 13,4  | -9,4                           | 0,9                 | -5,5  | 7,0           | 12,6                | 10,2  |
| Dic.13 | 1,1                         | 10,5                | 6,6   | -23,8                          | -24,4               | -20,8 | -4,4          | 8,3                 | 2,3   |
| Mar.14 | -2,1                        | 11,5                | 5,7   | -26,9                          | -17,9               | -20,6 | -7,4          | 9,8                 | 1,7   |

La reducción del crédito por parte de la banca al sector pequeña y microempresa está asociada con la mayor percepción de riesgo crediticio que la banca tiene sobre esta cartera, la cual se refleja en el incremento de su morosidad que subió de 5,3 por ciento en diciembre 2013 a 8,3 por ciento en marzo de 2014, luego de la rápida expansión observada en el 2012. En el caso del crédito otorgado por las cajas y financieras se observa una moderación del crédito al sector de pequeña y microempresa, pero mantiene un ritmo de crecimiento cercano al 10 por ciento. Cabe precisar que la mayor contracción del crédito a este segmento se ha producido en el caso de los créditos en dólares, lo que podría también reflejar tanto una menor demanda por parte de estos agentes cuanto la mayor percepción de riesgo crediticio asociado al riesgo cambiario, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros.

**Gráfico 81**  
**MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
(Porcentaje de la cartera)



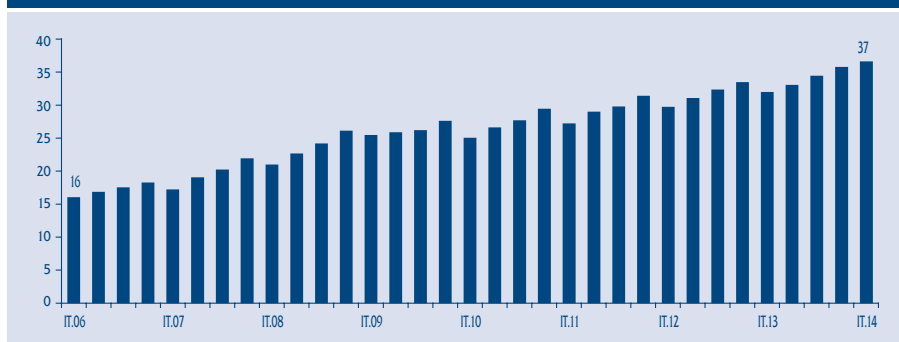


**Cuadro 47**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO**  
(Porcentaje)

|                           | Dic.11      | Dic.12      | Mar.13      | Jun.13      | Set.13      | Dic.13      | Mar.14      |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Empresas</b>           | <b>1,88</b> | <b>2,28</b> | <b>2,65</b> | <b>2,81</b> | <b>2,90</b> | <b>2,81</b> | <b>3,10</b> |
| Corporativo               | 0,04        | 0,00        | 0,00        | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,02        |
| Gran empresa              | 0,21        | 0,40        | 0,43        | 0,37        | 0,39        | 0,38        | 0,54        |
| Medianas empresas         | 2,18        | 2,60        | 3,02        | 3,40        | 3,64        | 3,72        | 3,87        |
| Pequeña empresa           | 5,05        | 5,75        | 6,71        | 7,14        | 7,73        | 7,56        | 8,54        |
| Microempresa              | 4,00        | 4,36        | 5,05        | 5,27        | 5,52        | 5,08        | 5,59        |
| <b>Personas</b>           | <b>1,89</b> | <b>2,08</b> | <b>2,20</b> | <b>2,21</b> | <b>2,24</b> | <b>2,32</b> | <b>2,52</b> |
| <b>Consumo</b>            | <b>2,64</b> | <b>3,05</b> | <b>3,24</b> | <b>3,28</b> | <b>3,30</b> | <b>3,39</b> | <b>3,66</b> |
| Vehiculares               | 2,84        | 2,79        | 2,93        | 2,97        | 3,25        | 3,37        | 3,76        |
| Tarjetas                  | 3,40        | 4,10        | 4,43        | 4,42        | 4,39        | 4,71        | 5,07        |
| <b>Hipotecario</b>        | <b>0,85</b> | <b>0,83</b> | <b>0,90</b> | <b>0,92</b> | <b>0,98</b> | <b>1,04</b> | <b>1,16</b> |
| <b>Morosidad Promedio</b> | <b>1,84</b> | <b>2,16</b> | <b>2,44</b> | <b>2,54</b> | <b>2,60</b> | <b>2,57</b> | <b>2,82</b> |

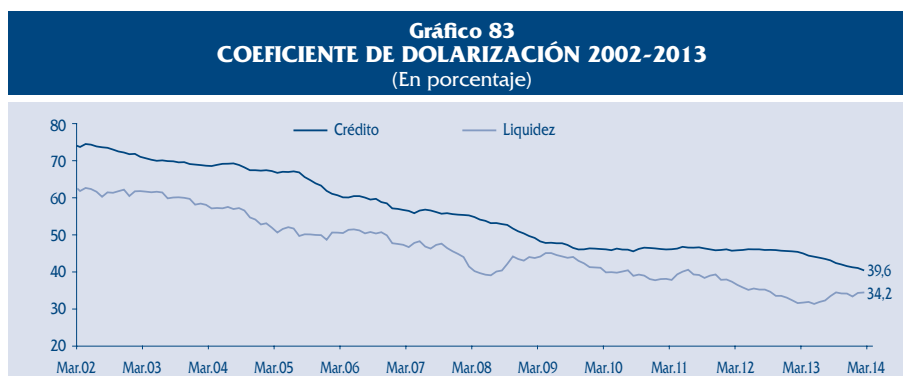
62. Para el año 2014 se proyecta un crecimiento del crédito de 14,2 por ciento, impulsado principalmente por el crédito en moneda nacional que se proyecta continuará siendo el más dinámico. Esta evolución del crédito es consistente con la proyección de crecimiento del PBI de 5,5 por ciento para el 2014, y con la previsión de un menor uso de financiamiento externo directo por parte del sector corporativo que en el año 2013. De continuar la disminución del ritmo de crecimiento de los depósitos en soles, el BCRP evaluará continuar reduciendo la tasa de encaje en soles con el objetivo de proveer una fuente más permanente de expansión del crédito en soles, de tal manera que no se afecten las tasas de interés en moneda nacional del sistema financiero.

**Gráfico 82**  
**RATIO CRÉDITO/PBI**  
(Porcentaje)



63. La dolarización del crédito pasó de 40,8 por ciento en diciembre 2013 a 39,6 por ciento en marzo 2014, asociada a una mayor demanda por crédito en soles ante la percepción de un mayor riesgo de tomar endeudamiento en dólares; por el contrario la dolarización de la liquidez se incrementó de 33,0 a 34,2 por ciento, en similar periodo.

Por tipo de crédito, el correspondiente a crédito hipotecario muestra un mayor ritmo de desdolarización (de 38,5 a 36,6 por ciento entre diciembre 2013 y marzo 2014), mientras que en el caso del crédito a empresas este indicador pasó de 51,2 a 49,8 por ciento en similar periodo.



**Cuadro 48**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Porcentaje)

|                            | Dic.11      | Dic.12      | Mar.13      | Jun.13      | Set.13      | Dic.13      | Mar.14      |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Empresas</b>            | <b>55,0</b> | <b>53,8</b> | <b>53,5</b> | <b>54,0</b> | <b>52,2</b> | <b>51,2</b> | <b>49,8</b> |
| Corporativo y Gran Empresa | 70,6        | 72,4        | 71,6        | 72,1        | 67,3        | 65,8        | 62,9        |
| Mediana Empresa            | 68,0        | 65,9        | 65,6        | 65,4        | 63,8        | 62,3        | 61,0        |
| Pequeña y Microempresa     | 16,6        | 14,6        | 14,1        | 13,7        | 13,4        | 12,2        | 11,8        |
| <b>Personas</b>            | <b>25,1</b> | <b>23,9</b> | <b>23,9</b> | <b>24,3</b> | <b>23,1</b> | <b>22,0</b> | <b>21,1</b> |
| <b>Consumo</b>             | <b>9,8</b>  | <b>9,7</b>  | <b>9,9</b>  | <b>10,5</b> | <b>10,0</b> | <b>9,8</b>  | <b>9,7</b>  |
| Vehiculares                | 69,7        | 76,5        | 77,2        | 78,4        | 76,9        | 74,8        | 72,9        |
| Tarjetas                   | 6,3         | 6,4         | 6,7         | 7,3         | 7,1         | 6,8         | 6,8         |
| <b>Hipotecario</b>         | <b>49,2</b> | <b>44,8</b> | <b>43,8</b> | <b>43,4</b> | <b>40,9</b> | <b>38,5</b> | <b>36,6</b> |
| <b>TOTAL</b>               | <b>44,7</b> | <b>43,0</b> | <b>42,7</b> | <b>43,3</b> | <b>41,8</b> | <b>40,8</b> | <b>39,6</b> |

## Mercado de capitales

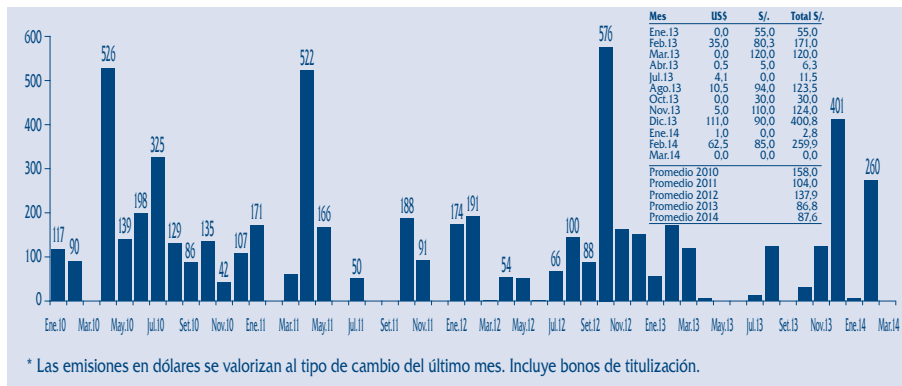
64. Entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores por S/. 664 millones, de los cuales el 74 por ciento del total emitido corresponde a valores denominados en moneda extranjera.

En el primer trimestre del año se observó un mayor dinamismo en el ritmo de colocaciones de empresas peruanas en el mercado internacional que lo observado en el último trimestre de 2013, en línea con la mayor estabilidad en los mercados globales. Así, entre enero y marzo se emitieron US\$ 1 600 millones a tasas cupón entre 3,38 y 7,75 por ciento; y a plazos entre 5 y 15 años.





**Gráfico 84**  
**EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS\***  
(En millones de soles)



\* Las emisiones en dólares se valorizan al tipo de cambio del último mes. Incluye bonos de titulización.

**Cuadro 49**  
**EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

| Empresa                                      | Monto (Millones de US\$) | Plazo (años) | Tasa   |
|--|--------------------------|--------------|--------|
| <b>AÑO 2013</b>                              | <b>6 389</b>             |              |        |
| <b>Sector no financiero</b>                  | <b>4 038</b>             |              |        |
| Copeinca                                     | 75                       | 5            | 9,00%  |
| Exalmar                                      | 200                      | 7            | 7,38%  |
| Cementos Pacasmayo                           | 300                      | 10           | 4,63%  |
| Alicorp                                      | 450                      | 10           | 3,88%  |
| Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda       | 320                      | 10           | 4,38%  |
| Compañía Minera Milpo                        | 350                      | 10           | 4,63%  |
| Corporacion Lindley                          | 260                      | 10           | 4,63%  |
| Ferreycorp                                   | 300                      | 7            | 4,88%  |
| Transportadora de Gas del Perú               | 850                      | 15           | 4,25%  |
| Consortio Transmantaro                       | 450                      | 10           | 4,38%  |
| Inkia Energy                                 | 150                      | 8            | 8,38%  |
| San Miguel Industrias                        | 200                      | 7            | 7,75%  |
| Planta de Reserva Fría de Generación de Éten | 133                      | 20           | 7,65%  |
| <b>Sector financiero</b>                     | <b>2 351</b>             |              |        |
| BBVA Banco Continental                       | 300                      | 4            | 2,31%  |
| Fondo Mivivienda                             | 500                      | 10           | 3,50%  |
| BBVA Banco Continental (abril)               | 500                      | 5            | 3,25%  |
| Banco de Crédito (marzo)                     | 716                      | 10           | 4,25%  |
| Banco de Crédito (abril)                     | 170                      | 14           | 6,13%  |
| Andino Investment Holding                    | 115                      | 7            | 11,00% |
| Interbank                                    | 50                       | 10           | 7,50%  |
| <b>AÑO 2014</b>                              | <b>1 600</b>             |              |        |
| <b>Sector no financiero</b>                  | <b>800</b>               |              |        |
| Compañía Minera Ares                         | 350                      | 7            | 7,75%  |
| Minsur                                       | 450                      | 10           | 6,25%  |
| <b>Sector financiero</b>                     | <b>800</b>               |              |        |
| Banco de Crédito                             | 200                      | 13           | 6,13%  |
| Interbank                                    | 300                      | 15           | 6,63%  |
| Fondo Mivivienda                             | 300                      | 5            | 3,38%  |

65. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos aumentaron en promedio 6 puntos básicos, mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano y bonos globales peruanos presentaron una tendencia descendente. Así, entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Norteamericano se redujeron en promedio 9 puntos básicos, mientras que las tasas de los bonos globales lo hicieron en 21 puntos básicos. Las tasas de rendimiento de BTP presentaron comportamientos mixtos, mientras que el BTP de corto plazo (PERU 2015) disminuyó en 25 puntos básicos y continúa en niveles menores a la tasa de referencia del BCRP, en el tramo medio (entre 5 y 10 años), los BTP 2020 y BTP 2023 presentaron los mayores incrementos en sus rendimientos. A más largo plazo, el rendimiento de los bonos soberanos PERU 2037 se redujo en 4 puntos básicos, mientras que el rendimiento de los bonos globales PERU 2037 presentó la mayor reducción (38 puntos básicos).

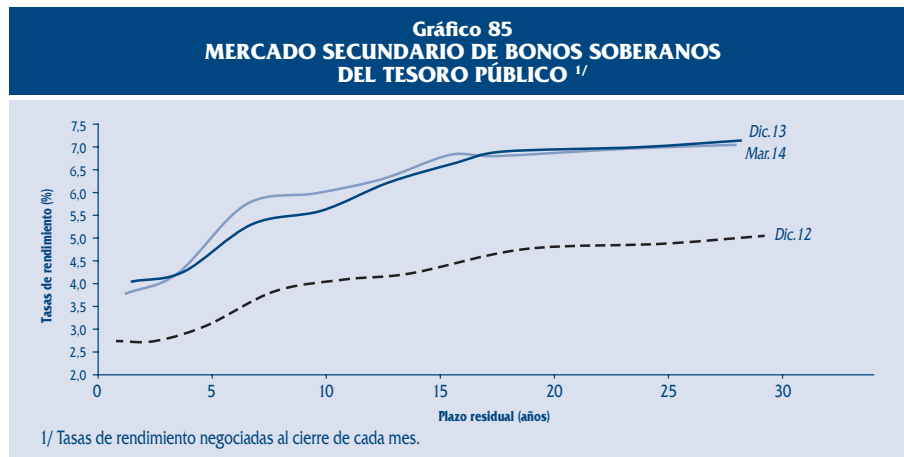
**Cuadro 50**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS Y GLOBALES DE PERÚ**  
**Y BONOS DEL TESORO AMERICANO SEGÚN FECHA DE MADURACIÓN**  
 (Datos fin de periodo, porcentaje)

|                                   | Dic.12<br>(3) | Dic.13<br>(2) | Mar.14<br>(1) | Variación (En puntos básicos) |                            |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------------|----------------------------|
|                                   |               |               |               | Mar.14 / Dic.13<br>(1)-(2)    | Mar.14 / Dic.12<br>(1)-(3) |
| <b>Bonos Soberanos (S/.)</b>      |               |               |               |                               |                            |
| PERU 2013                         | 2,61          |               |               |                               |                            |
| PERU 2015                         | 2,75          | 4,00          | 3,75          | -25                           | 100                        |
| PERU 2017                         | 3,05          | 4,22          | 4,20          | -2                            | 115                        |
| PERU 2020                         | 3,83          | 5,29          | 5,74          | 45                            | 191                        |
| PERU 2023                         | 4,10          | 5,60          | 5,99          | 39                            | 189                        |
| PERU 2026                         | 4,24          | 6,23          | 6,31          | 8                             | 207                        |
| PERU 2029                         |               | 6,68          | 6,85          | 17                            |                            |
| PERU 2031                         | 4,79          | 6,93          | 6,82          | -11                           | 203                        |
| PERU 2037                         | 4,91          | 7,03          | 6,99          | -4                            | 208                        |
| PERU 2042                         | 5,09          | 7,18          | 7,07          | -11                           | 198                        |
| <b>Bonos Globales (US\$)</b>      |               |               |               |                               |                            |
| PERU 2015                         | 0,82          | 0,67          | 0,74          | 7                             | -8                         |
| PERU 2016                         | 1,10          | 1,32          | 1,23          | -9                            | 13                         |
| PERU 2019                         | 1,84          | 2,76          | 2,56          | -19                           | 72                         |
| PERU 2025                         | 3,00          | 4,41          | 4,09          | -32                           | 109                        |
| PERU 2033                         | 3,64          | 5,26          | 4,93          | -33                           | 129                        |
| PERU 2037                         | 3,70          | 5,37          | 4,99          | -38                           | 129                        |
| <b>Bonos del Tesoro Americano</b> |               |               |               |                               |                            |
| Bono a 2 años                     | 0,25          | 0,38          | 0,42          | 4                             | 17                         |
| Bono a 3 años                     | 0,35          | 0,76          | 0,87          | 11                            | 52                         |
| Bono a 5 años                     | 0,71          | 1,71          | 1,72          | 1                             | 101                        |
| Bono a 10 años                    | 1,70          | 2,97          | 2,72          | -25                           | 102                        |
| Bono a 30 años                    | 2,87          | 3,90          | 3,56          | -34                           | 69                         |

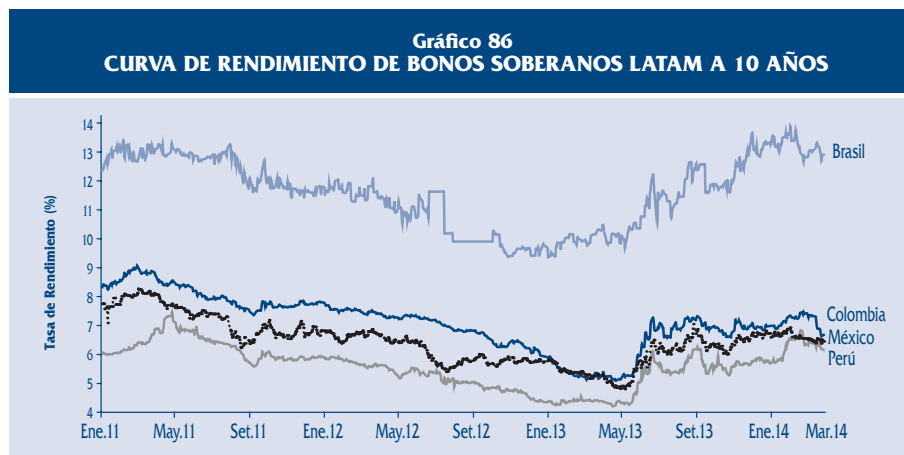
Fuente: Bloomberg.

66. De esta forma, la curva de rendimiento a cierre de marzo de 2014 respecto de diciembre de 2013 se ha empujado hasta el plazo de 20 años y aplanado entre 21 y 30 años.

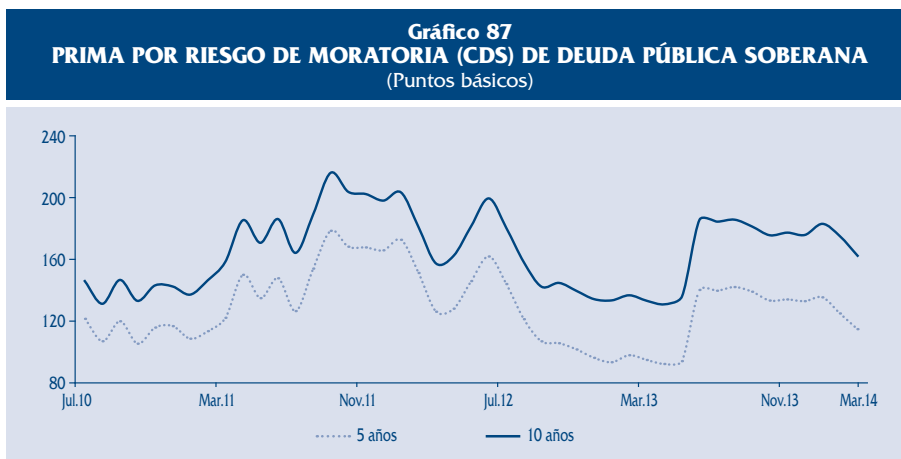




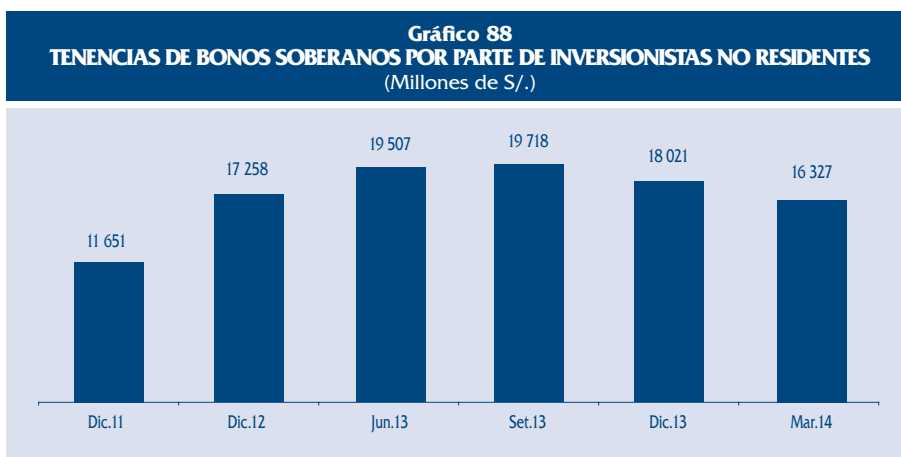
67. Entre las tasas de rendimiento de Bonos Soberanos de la región, el Perú continúa presentando las tasas más bajas de la región. Así, el rendimiento del bono peruano a 10 años se ubicó en 5,99 por ciento, mientras que en el caso de los Bonos Soberanos de Brasil, Colombia y México para los mismos plazos fueron 12,81, 6,49 y 6,27 por ciento, respectivamente.



68. La Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés) descendió en el primer trimestre del 2014. Así, los spreads de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años disminuyeron en 18 y 14 puntos básicos, respectivamente. Cabe destacar que los niveles de los CDS se encuentran en sus niveles mínimos desde mayo de 2013, mes en el que se anunció el inicio del proceso de reducción del programa de flexibilización monetaria por parte de la Reserva Federal de los EE.UU.



69. La tenencia de bonos soberanos por no residentes pasó de S/. 18 021 millones en diciembre a S/. 16 327 millones en marzo, en línea con los menores flujos de inversión a la región. Con ello la tenencia de BTPs en poder de inversionistas no residentes pasó de 50 a 46 por ciento del saldo total.



70. Durante los dos primeros meses del año el valor de fondo de pensiones se incrementó de S/. 102 077 millones a S/. 102 644 millones. En ese periodo, las administradoras de fondos de pensiones incrementaron sus inversiones en el exterior en S/. 965 millones respecto al cierre del 2013 y en S/. 8 373 millones respecto a diciembre 2012. Con ello, el porcentaje de inversiones en el exterior de las AFPs se elevó de 29,4 por ciento en diciembre 2012 a 35,2 por ciento en diciembre 2013 y a 35,9 por ciento a febrero 2014, en tanto que el límite establecido por el BCRP aumentó de 36,5 por ciento a 38,0 por ciento.





**Cuadro 51**  
**CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS**  
**POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP**  
(Millones de nuevos soles)

|   | Dic.12        |              | Dic.13         |              | Feb.14         |              |
|---|---------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
|   | Monto         | %            | Monto          | %            | Monto          | %            |
| <b>I. INVERSIONES DOMÉSTICAS</b>                  | <b>68 055</b> | <b>70,3</b>  | <b>66 461</b>  | <b>65,1</b>  | <b>65 746</b>  | <b>64,1</b>  |
| 1. <b>Gobierno</b>                                | <b>16 939</b> | <b>17,5</b>  | <b>13 746</b>  | <b>13,5</b>  | <b>13 090</b>  | <b>12,8</b>  |
| Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP 1/      | 2 830         | 2,9          | 2 191          | 2,1          | 1 199          | 1,2          |
| Bonos del Gobierno Central                        | 14 109        | 14,6         | 11 555         | 11,3         | 11 890         | 11,6         |
| 2. <b>Sistema Financiero</b>                      | <b>16 268</b> | <b>16,8</b>  | <b>22 672</b>  | <b>22,2</b>  | <b>23 021</b>  | <b>22,4</b>  |
| <i>Del cual:</i>                                  |               |              |                |              |                |              |
| Acciones y Valores representativos sobre Acciones | 5 572         | 5,8          | 2 934          | 2,9          | 2 711          | 2,6          |
| 3. <b>Empresas no Financieras</b>                 | <b>26 058</b> | <b>26,9</b>  | <b>20 207</b>  | <b>19,8</b>  | <b>19 774</b>  | <b>19,3</b>  |
| <i>Del cual:</i>                                  |               |              |                |              |                |              |
| Acciones y Valores representativos sobre Acciones | 19 272        | 19,9         | 13 965         | 13,7         | 13 256         | 12,9         |
| 4. <b>Administradoras de Fondos</b>               | <b>3 680</b>  | <b>3,8</b>   | <b>4 308</b>   | <b>4,2</b>   | <b>4 290</b>   | <b>4,2</b>   |
| 5. <b>Sociedades Titulizadoras</b>                | <b>5 111</b>  | <b>5,3</b>   | <b>5 528</b>   | <b>5,4</b>   | <b>5 571</b>   | <b>5,4</b>   |
| <b>II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR</b>             | <b>28 512</b> | <b>29,4</b>  | <b>35 920</b>  | <b>35,2</b>  | <b>36 885</b>  | <b>35,9</b>  |
| 1. <b>Gobierno</b>                                | <b>1 705</b>  | <b>1,8</b>   | <b>1 341</b>   | <b>1,3</b>   | <b>1 192</b>   | <b>1,2</b>   |
| 2. <b>Sistema Financiero</b>                      | <b>2 640</b>  | <b>2,7</b>   | <b>2 732</b>   | <b>2,7</b>   | <b>3 084</b>   | <b>3,0</b>   |
| 3. <b>Empresas no Financieras</b>                 | <b>6 249</b>  | <b>6,5</b>   | <b>6 752</b>   | <b>6,6</b>   | <b>5 664</b>   | <b>5,5</b>   |
| 4. <b>Administradoras de Fondos</b>               | <b>17 918</b> | <b>18,5</b>  | <b>25 095</b>  | <b>24,6</b>  | <b>26 945</b>  | <b>26,3</b>  |
| 5. <b>Sociedades Titulizadoras</b>                | -             | -            | -              | -            | -              | -            |
| <b>III. OPERACIONES EN TRÁNSITO</b>               | <b>286</b>    | <b>0,3</b>   | <b>-304</b>    | <b>-0,3</b>  | <b>13</b>      | <b>0,0</b>   |
| <b>TOTAL</b>                                      | <b>96 853</b> | <b>100,0</b> | <b>102 077</b> | <b>100,0</b> | <b>102 644</b> | <b>100,0</b> |

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

También durante este periodo, las AFPs continuaron incrementando el porcentaje de sus inversiones en dólares. Así, el ratio de dolarización pasó de 54,4 por ciento en diciembre 2013 a 58,9 por ciento en febrero 2014.

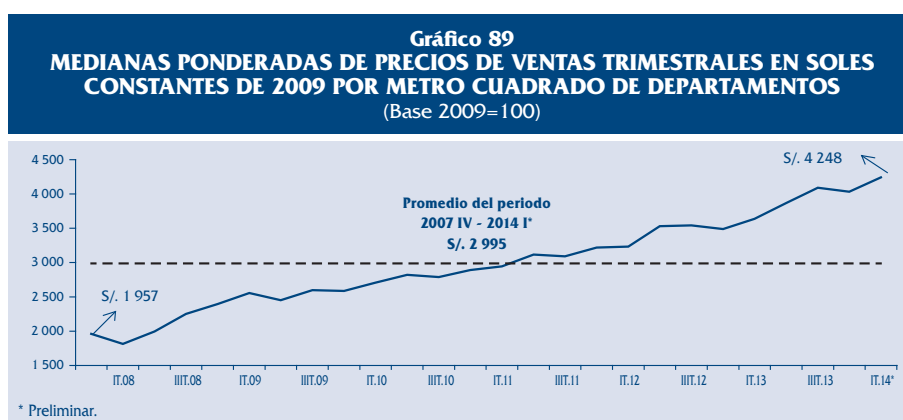
**Cuadro 52**  
**INVERSIONES DE LAS AFP**  
(Millones de US\$)

| Fecha  | Total          |                          |            |                          |
|--------|----------------|--------------------------|------------|--------------------------|
|        | En el exterior |                          | En dólares |                          |
|        | Monto          | Porcentaje de la cartera | Monto      | Porcentaje de la cartera |
| Dic.12 | 11 177         | 29,4                     | 19 646     | 51,7                     |
| Ene.13 | 11 814         | 30,6                     | 20 113     | 52,1                     |
| Feb.13 | 11 937         | 31,1                     | 19 979     | 52,0                     |
| Mar.13 | 12 230         | 31,6                     | 20 684     | 53,4                     |
| Abr.13 | 12 891         | 33,9                     | 20 784     | 54,7                     |
| May.13 | 12 689         | 35,4                     | 20 473     | 57,0                     |
| Jun.13 | 12 091         | 35,2                     | 19 841     | 57,6                     |
| Jul.13 | 12 080         | 34,6                     | 20 626     | 59,0                     |
| Ago.13 | 11 594         | 33,8                     | 20 013     | 58,3                     |
| Set.13 | 11 874         | 33,7                     | 20 478     | 58,1                     |
| Oct.13 | 12 661         | 34,8                     | 21 226     | 58,4                     |
| Nov.13 | 12 474         | 34,8                     | 21 476     | 59,9                     |
| Dic.13 | 12 852         | 35,2                     | 19 872     | 54,4                     |
| Ene.14 | 12 442         | 34,8                     | 20 174     | 56,4                     |
| Feb.14 | 13 173         | 35,9                     | 21 591     | 58,9                     |



## Mercado Inmobiliario

71. En el primer trimestre del año, los precios por metro cuadrado de los diez distritos de la muestra (La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro, Surco, Jesús María, Lince, Magdalena, Pueblo Libre y San Miguel), en soles constantes, se incrementaron en 5,2 por ciento respecto al trimestre anterior, revirtiendo la corrección observada en el cuarto trimestre. El gráfico muestra la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales en soles constantes de 2009 por metro cuadrado de departamentos.



El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés), que muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de la adquisición, ha mostrado una evolución estable en los últimos años, manteniéndose en los rangos considerados como normales, de acuerdo con los criterios considerados en el Global Property Guide<sup>4</sup>.

**Cuadro 53**  
**PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M<sup>2</sup>/1**

|                 | 3T.11 | 4T.11 | 1T.12 | 2T.12 | 3T.12 | 4T.12 | 1T.13 | 2T.13 | 3T.13 | 4T.13 | 1T.14* |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Jesús María     | 12,9  | 13,0  | 13,0  | 15,7  | 15,5  | 14,9  | 15,0  | 15,6  | 15,7  | 16,2  | 16,9   |
| La Molina       | 15,2  | 15,8  | 12,7  | 10,7  | 12,4  | 11,6  | 13,7  | 14,7  | 15,5  | 16,4  | 17,2   |
| Lince           | 16,5  | 14,1  | 13,9  | 14,2  | 14,2  | 16,4  | 14,1  | 14,6  | 15,4  | 15,5  | 16,2   |
| Magdalena       | 12,7  | 12,5  | 14,5  | 14,1  | 13,1  | 16,0  | 14,0  | 14,5  | 15,1  | 15,0  | 15,0   |
| Miraflores      | 15,6  | 15,7  | 19,0  | 17,0  | 15,3  | 15,0  | 14,8  | 16,5  | 16,3  | 15,9  | 16,8   |
| Pueblo Libre    | 15,0  | 15,3  | 15,4  | 16,5  | 15,2  | 16,0  | 14,1  | 14,3  | 15,3  | 16,1  | 16,3   |
| San Borja       | 16,6  | 17,2  | 15,3  | 19,5  | 16,8  | 18,2  | 18,6  | 17,5  | 17,1  | 16,7  | 17,2   |
| San Isidro      | 14,9  | 16,7  | 19,7  | 17,7  | 17,2  | 18,4  | 18,0  | 17,2  | 17,3  | 17,7  | 17,8   |
| San Miguel      | 13,7  | 12,8  | 14,8  | 15,3  | 16,1  | 15,6  | 14,4  | 14,8  | 14,7  | 15,0  | 15,5   |
| Surco           | 13,3  | 16,3  | 16,6  | 16,7  | 17,1  | 15,0  | 16,8  | 16,3  | 16,5  | 16,6  | 17,0   |
| <b>Agregado</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |
| Promedio        | 14,6  | 14,9  | 15,5  | 15,7  | 15,3  | 15,7  | 15,3  | 15,6  | 15,9  | 16,1  | 16,6   |

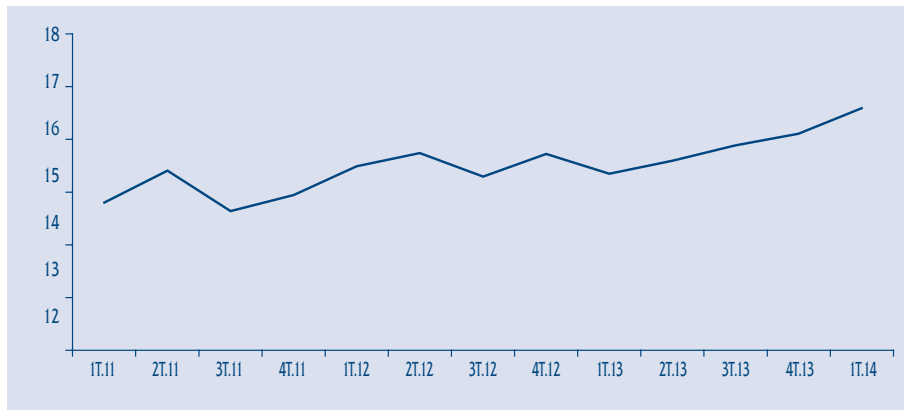
1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta de cada distrito y los alquileres de las zonas cercanas.  
\* Preliminar.  
Fuente: BCRP.

4 El Global Property Guide califica el mercado inmobiliario de acuerdo al índice PER en Precio Subvaluado (5,0-12,5), Precio Normal (12,5-25,0) y Precio Sobrevaluado (25,0-50,0).





**Gráfico 90**  
**RATIO PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL**



**Recuadro 3**

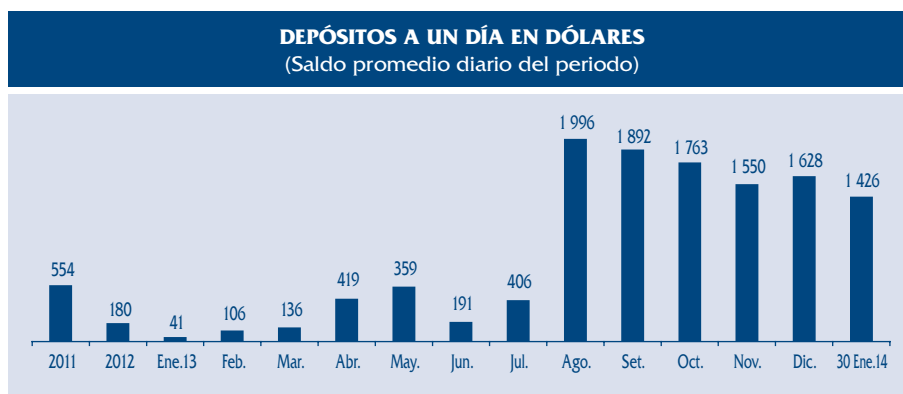
**OPERACIONES DE COMPRA CON COMPROMISO DE RECOMPRA DE MONEDA EXTRANJERA**

En marzo el BCRP reinició el uso de sus operaciones de compra con compromiso de recompra de dólares. Esta es una operación de inyección de liquidez en moneda nacional complementaria a las reducciones en la tasa de encaje en soles con el fin de mantener una evolución ordenada del crédito. En estas operaciones, el BCRP coloca soles a las entidades financieras, y éstas ofrecen dólares. Al vencimiento de la operación, el BCRP recibe el monto en soles que prestó más los intereses correspondientes, y la entidad financiera recibe el monto en dólares más el costo de oportunidad que el BCRP reconoce por estos fondos. A la fecha se han realizado dos operaciones por un monto total de S/. 600 millones al plazo de 18 meses y a tasas entre 4,28 y 4,43 por ciento, con un costo de oportunidad equivalente a 28 pbs por la garantía en dólares.

Al ser estas operaciones a plazos de más de un año, permiten que los bancos puedan calzar mejor los plazos de sus activos y pasivos por moneda, y al igual que la liberación de fondos de encaje, ofrece a los bancos liquidez en soles para poder atender la creciente demanda por crédito en esta moneda que ha continuado mostrando un mayor dinamismo. Ello ha facilitado un rápido proceso de desdolarización del crédito.

Es importante precisar, que estas operaciones son de índole monetaria y no cambiaria. Por su naturaleza no afectan la posición de cambio global de la banca, ya que se registran contablemente como una venta spot de dólares y una compra simultánea de dólares a futuro, y por tanto no son operaciones que afectan directamente el mercado cambiario, como sí lo son la colocación de CDR-BCRP o de CDLD-BCRP.

También, en la medida que actualmente la banca tiene elevados excedentes de liquidez en dólares, estas operaciones le permiten una gestión más eficiente de sus activos líquidos. Tal como se observa en el siguiente gráfico, la banca ha venido acumulado depósitos a un día de manera voluntaria en montos crecientes en los últimos meses.

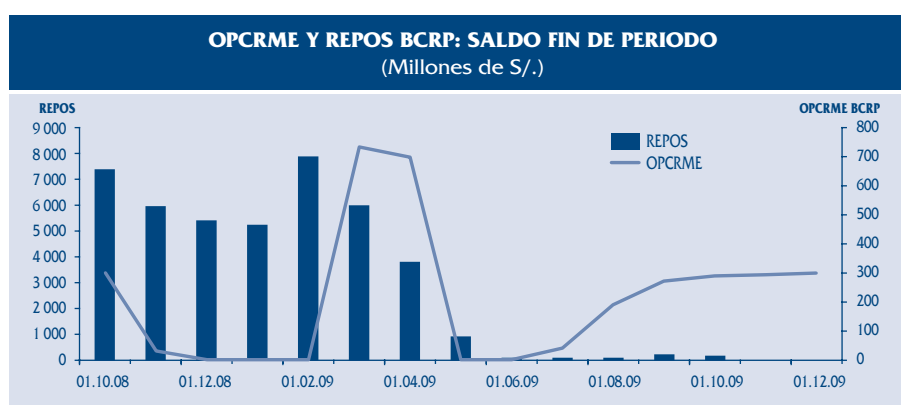


Las operaciones de compra con compromiso de recompra de moneda extranjera –OPCRME– y las repos a plazos fueron utilizadas durante el periodo de la crisis financiera internacional (2008-2009) con la finalidad de proveer de liquidez al sistema financiero y evitar presiones en las tasas de interés domésticas. Durante este





periodo se incrementó la demanda por dólares, principalmente por parte del sector corporativo y de las AFPs, quienes no sólo incrementaron sus depósitos en dólares y redujeron sus depósitos en soles, sino que también acortaron el plazo de sus depósitos. Ante ello, el BCRP inició las subastas de estos instrumentos a plazos, con la finalidad de proveer de liquidez en soles y facilitar el calce de plazos entre activos y pasivos de la banca. Así, el saldo de las operaciones Repos alcanzó un nivel máximo de S/. 7 877 millones en febrero de 2009 y los OPCRME un máximo de S/. 735 millones en marzo de 2009.

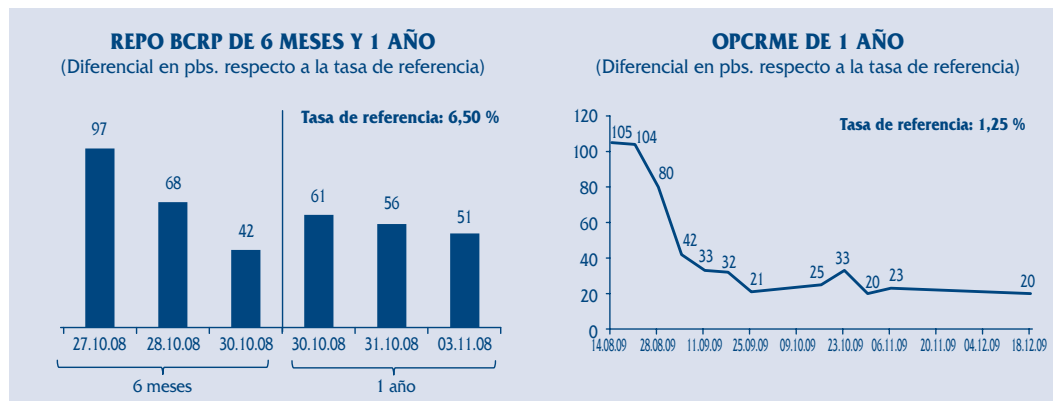


El siguiente cuadro muestra la distribución por plazos de las colocaciones de Repos y OPCRME. Para los plazos de 6 meses y 1 año se colocaron en total S/. 670 millones entre octubre de 2008 y diciembre de 2009 (S/. 369 millones en repos y S/. 300 millones en OPCRME), siendo los principales demandantes de OPCRME a plazos las entidades microfinancieras, que en el periodo de la crisis financiera registraron presiones sobre su disponibilidad de liquidez en moneda nacional.

| <b>REPOS EN SOLES</b><br>(Millones de S./.) |                          |            |            |                            |            |            |           |           |
|---|--------------------------|------------|------------|----------------------------|------------|------------|-----------|-----------|
|   | Promedio diario colocado |            |            | Total colocado del periodo |            |            |           |           |
|   | O/N                      | 1 sem.     | 2 sem.     | 1 mes                      | 2 meses    | 3 meses    | 6 meses   | 1 año     |
| Oct.08                                      | 764                      | 1 325      | 730        | 1 014                      | -          | 1 000      | 260       | 59        |
| Nov.08                                      | 820                      | 1 360      | 657        | -                          | 900        | 20         | -         | 50        |
| Dic.08                                      | 835                      | 1 050      | 334        | 600                        | -          | -          | -         | -         |
| Ene.09                                      | 1 126                    | 1 173      | 455        | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Feb.09                                      | 1 558                    | 683        | 334        | 2 708                      | -          | 800        | -         | -         |
| Mar.09                                      | 1 678                    | 475        | 300        | 1 950                      | -          | 620        | -         | -         |
| Abr.09                                      | 612                      | 473        | 500        | 500                        | -          | -          | -         | -         |
| May.09                                      | 573                      | 500        | 200        | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Jun.09                                      | 250                      | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Jul.09                                      | 200                      | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Ago.09                                      | 350                      | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Set.09                                      | 130                      | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Oct.09                                      | 75                       | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Nov.09                                      | 250                      | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| Dic.09                                      | -                        | -          | -          | -                          | -          | -          | -         | -         |
| <b>Oct.08-Dic.09 (Promedio)</b>             | <b>1 119</b>             | <b>784</b> | <b>494</b> | <b>322</b>                 | <b>300</b> | <b>244</b> | <b>87</b> | <b>36</b> |

| <b>OPCRME EN SOLES</b><br>(Millones de S/.) |                          |            |           |                            |           |            |
|---|--------------------------|------------|-----------|----------------------------|-----------|------------|
|   | Promedio diario colocado |            |           | Total colocado del periodo |           |            |
|   | O/N                      | 1 sem.     | 2 sem.    | 1 mes                      | 6 meses   | 1 año      |
| Oct.08                                      | 159                      | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Nov.08                                      | 185                      | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Dic.08                                      | 69                       | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Ene.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Feb.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Mar.09                                      | -                        | 128        | 68        | 300                        | -         | -          |
| Abr.09                                      | 133                      | 177        | -         | -                          | -         | -          |
| May.09                                      | 460                      | 500        | -         | -                          | -         | -          |
| Jun.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | -          |
| Jul.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | 40        | -          |
| Ago.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | 150        |
| Sep.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | 82         |
| Oct.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | 18         |
| Nov.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | 4          |
| Dic.09                                      | -                        | -          | -         | -                          | -         | 6          |
| <b>Total</b>                                | <b>199</b>               | <b>170</b> | <b>68</b> | <b>300</b>                 | <b>40</b> | <b>260</b> |

Las tasas de interés a las que se colocaron estos instrumentos estuvieron ligeramente por encima de la tasa de referencia vigente. Estos se ubicaron entre 20 y 105 puntos básicos para el OPCRME a 12 meses y entre 42 y 97 puntos básicos para las Repos al plazo de 6 y 12 meses.





**Recuadro 4**  
**DENOMINACIÓN DE TIPO DE MONEDA EN LOS CONTRATOS**  
**DE CONCESIONES DE INFRAESTRUCTURA**

El Perú ha realizado importantes avances en la desdolarización de la economía y del sistema financiero. Por ejemplo, la participación de la moneda extranjera en el crédito de las sociedades de depósitos se ha reducido de 75 por ciento en diciembre del 2001 a menos de 40 por ciento a marzo de 2014. En el caso de los depósitos la desdolarización implicó una caída de 74 a 42 por ciento en la participación de la moneda extranjera en el mismo lapso.

En cuanto a las transacciones de la economía, la desdolarización se ha visto favorecida por la Ley 28300 del 2014, norma que establece que todos los proveedores deben consignar en nuevos soles el precio de los bienes y servicios que ofrecen en el mercado; y, en el supuesto de que se consigne el precio en moneda extranjera, colocar, en iguales caracteres y condiciones, el precio en nuevos soles.

Sin embargo, aún existe margen para incrementar el uso de la moneda local en las transacciones. Por ejemplo, una parte importante de los términos y condiciones contenidos en los contratos de concesión de infraestructura que se firman en el Perú se encuentran aún denominados en dólares de los Estados Unidos.

En las últimas dos décadas los requerimientos de infraestructura de la economía peruana vienen siendo atendidos con Asociaciones Público-Privadas (APP) que promueven la inversión privada como una alternativa de financiamiento, construcción y operación de proyectos de provisión de servicios o infraestructura pública a largo plazo. Así, desde 1993 a marzo de 2014, se han adjudicado un total de 96 proyectos, generando compromisos de inversión por un total de US\$ 23 873 millones (sin IGV), destacando la concesión (28 de marzo 2014) de la Línea 2 Metro de Lima por US\$ 5 610 millones (sin IGV).

**COMPROMISOS DE INVERSIÓN: 1993 - Mar.2014**  
(Millones de US\$)

|                              | Proyectos | 1993-1999  | 2000-Mar.2014 | TOTAL         |
|------------------------------|-----------|------------|---------------|---------------|
| <b>Transportes</b>           | <b>27</b> | <b>170</b> | <b>12 286</b> | <b>12 456</b> |
| Terrestre                    | 16        | 157        | 8 927         | 9 084         |
| Puertos                      | 6         | 8          | 1 736         | 1 743         |
| Aeropuerto                   | 5         | 6          | 1 623         | 1 628         |
| <b>Electricidad</b>          | <b>25</b> | <b>253</b> | <b>5 598</b>  | <b>5 852</b>  |
| <b>Hidrocarburos 1/</b>      | <b>4</b>  | <b>-</b>   | <b>1 435</b>  | <b>1 435</b>  |
| <b>Telecomunicaciones 2/</b> | <b>21</b> | <b>-</b>   | <b>2 087</b>  | <b>2 087</b>  |
| <b>Saneamiento</b>           | <b>6</b>  | <b>-</b>   | <b>744</b>    | <b>744</b>    |
| <b>Agricultura</b>           | <b>6</b>  | <b>-</b>   | <b>1 114</b>  | <b>1 114</b>  |
| <b>Otros 3/</b>              | <b>7</b>  | <b>7</b>   | <b>180</b>    | <b>186</b>    |
| <b>Total</b>                 | <b>96</b> | <b>431</b> | <b>23 443</b> | <b>23 873</b> |

1/ Transporte de gas de camisea. 2/ Incluye Proyectos FITEL. 3/ Turismo e inmuebles.  
Fuente: PROINVERSIÓN.

### Denominación de los contratos de concesión

En estos contratos de concesión de infraestructura, se utiliza principalmente el dólar de los Estados Unidos en la denominación de algunas variables clave como los montos de inversión, las tarifas y su reajuste, las garantías, penalidades, indemnizaciones y seguros, y solo en algunos casos el reajuste de las tarifas se hace en función a la inflación local.

Esta práctica no es usual en los países de la región. Una revisión de los contratos de **concesión vial** de los principales países latinoamericanos (Argentina, Chile, Colombia y México)<sup>5</sup>, muestra que en ellos se mantiene un tratamiento uniforme de los contenidos de los contratos de concesión en relación a la denominación monetaria, siendo ésta la moneda local.

#### DENOMINACIÓN DE LOS CONTENIDOS DE LOS CONTRATOS DE CONCESIÓN VIAL

| Variables                     | Argentina                  | Chile        | Colombia     | México       | Perú                |
|-------------------------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|
| Monto de inversión            | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |
| Tarifa de peaje               | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |
| Reajuste de tarifa de peaje   | IPC local y tipo de cambio | IPC local    | IPC local    | IPC local    | IPC local e IPC USA |
| Garantía fiel de cumplimiento | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |
| Penalidades                   | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |
| Indemnizaciones               | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |
| Seguros                       | Moneda Local               | Moneda Local | Moneda Local | Moneda Local | Dólares de USA      |

El uso de la moneda local en los parámetros de los contratos se realiza tanto en valores nominales como en unidades de poder adquisitivo constante. En este último caso las variables se ajustan con el índice de precios al consumidor de cada país. Por lo general las bases de los contratos establecen que los valores monetarios que forman parte de las ofertas económicas y técnicas, entre otros, deben ser expresados en moneda local nominal o de valor constante. Se señala además, que si la oferta fuera en dólares de Estados Unidos, la propuesta deberá ser expresada en moneda local y que el riesgo cambiario sea asumido por el postor o concesionario.

En otro tipo de concesiones, que no son viales, los países latinoamericanos evaluados también consideran en los contratos preferentemente la denominación en moneda local, con excepción de aquellos sectores directamente vinculados con el comercio exterior, como los puertos, donde las tarifas sí se expresan en moneda extranjera. En el caso particular de la concesión del Aeropuerto Internacional de Santiago de Chile, a pesar de que parte de sus actividades están vinculadas al comercio exterior, se observa la preferencia del uso de la moneda local para todo concepto.

### Reajuste de las tarifas de servicios públicos en el Perú

Se han revisado los criterios de fijación de tarifas en tres sectores sujetos a regulación estatal: agua potable, telecomunicaciones y transporte, con el fin de ilustrar el alcance de la indexación a la inflación local<sup>6</sup> o a la externa

5 En estas concesiones al igual que en el Perú, también participan postores extranjeros y nacionales.

6 Variación del índice de precios al consumidor (IPC) o al por mayor (IPM).





en la formación de estos precios. Solo las tarifas de agua potable, telecomunicaciones y la Línea 1 del Metro de Lima han sido fijadas en soles.

Como se observa en el siguiente cuadro, todas las redes viales y ferrocarriles, así como la última concesión de la Línea 2 del Metro de Lima fijan sus tarifas y sus reajustes en dólares a pesar de que son servicios para el mercado interno que están más vinculados a costos e ingresos locales.

| INDEXACIÓN DE LAS TARIFAS DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS |             |                      |                   |                   |
|---|-------------|----------------------|-------------------|-------------------|
| Sectores revisados                                  | Moneda Base | Factor Productividad | Inflación Interna | Inflación Externa |
| <b>Agua Potable</b>                                 | S/.         |                      | IPM               |                   |
| <b>Telecomunicaciones</b>                           | S/.         | Aplicable            | IPC               |                   |
| <b>Transportes</b>                                  |             |                      |                   |                   |
| - Aeropuerto Internac. Jorge Chávez                 | US\$        | Aplicable            |                   | IPC USA           |
| - Primer grupo de Aeropuertos Provincias            | US\$        |                      | 50% IPC           | 50% IPC USA       |
| - Puerto Matarani                                   | US\$        | Aplicable            |                   | IPC USA           |
| - Puerto Muelle Sur y Norte                         | US\$        | Aplicable            |                   | IPC USA           |
| - Redes Viales (todas)                              | US\$        |                      | 50% IPC           | 50% IPC USA       |
| - Redes de Ferrocarriles                            | US\$        |                      |                   | 50% IPC de NY USA |
| - Línea 1 Metro de Lima 1/                          | S/.         |                      |                   |                   |
| - Línea 2 de Metro de Lima (por entregar) 1/ 2/     | US\$        |                      |                   |                   |

1/ La tarifa podrá ser modificada por el concedente MTC.  
 2/ Actualizada al tipo de cambio de 1 de febrero de cada año.  
 Fuente: Contratos de Concesión - PROINVERSIÓN.

**Consecuencias de la dolarización de los contratos de concesión**

Desde la perspectiva de la estabilidad macroeconómica no tiene sustento fijar ingresos en dólares de servicios públicos que son de naturaleza no transable. La dolarización genera riesgos macroeconómicos importantes debido a los descalces cambiarios, en particular de aquellos agentes con obligaciones en moneda extranjera pero cuyos ingresos están en soles, afectando el cumplimiento de contratos y la solvencia de las empresas. Las diferentes formas de dolarización en la economía interactúan entre sí incrementando la persistencia de este fenómeno. En este caso la dolarización de precios (dolarización real) genera incentivos para la dolarización financiera (ahorros y créditos) pues se tiende a ahorrar en la moneda en que se fija y se realizan las transacciones.

El uso generalizado de la dolarización de los contratos pareciera reflejar un comportamiento inercial derivado de una experiencia de alta inflación que ya se ha superado hace más de 15 años. Asimismo, podría reflejar la intención de hacer más atractivos los proyectos a concesionarios externos con financiamiento internacional.

Sin embargo, ello no se refleja en la práctica realizada por nuestros países vecinos que utilizan su moneda al momento de definir sus tarifas. Por otro lado, el fijar los ingresos tarifarios en dólares no elimina el riesgo cambiario del concesionario del exterior (con financiamiento en dólares) en tanto un elevado porcentaje de los costos de inversión y operativos (que determinan sus utilidades) sea en moneda nacional. Un ejemplo de ello son las redes viales cuyas tarifas están fijadas en dólares y reajustadas por el IPC de los Estados Unidos.



### Denominación de la moneda local en los contratos de concesión

Los contratos de concesión cuyos contenidos se estipulen en nuevos soles y estén indexados a la inflación podrán financiarse mediante la emisión de Bonos VAC, sin incurrir en riesgo de descalce, pues sus ingresos estarían indexados al IPC.

Según la SBS, a febrero de 2014, las AFP (con 5,5 millones de afiliados), representan una fuente importante de financiamiento doméstico cuyo fondo asciende a S/. 102,6 mil millones (equivalente al 17,6 por ciento del PBI), del cual el 64 por ciento está colocada en títulos de emisores locales, y diversificada en diversos sectores económicos.

Cabe mencionar que la parte de las inversiones de las AFPs en el sector infraestructura viene reduciéndose, de un 15,5 por ciento del total del fondo en diciembre de 2007 a 9,9 por ciento a febrero de 2014.

| EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS AFP EN INFRAESTRUCTURA<br>(Millones de soles) |                                   |                         |                       |
|--|-----------------------------------|-------------------------|-----------------------|
|  | Inversiones en<br>Infraestructura | % Fondo de<br>Pensiones | Fondo de<br>Pensiones |
| Dic.07   | 9 440                             | 15,5                    | 61 051                |
| Dic.08   | 8 172                             | 16,4                    | 49 881                |
| Dic.09   | 8 947                             | 12,9                    | 69 287                |
| Dic.10   | 9 645                             | 11,0                    | 87 296                |
| Dic.11   | 9 164                             | 11,2                    | 81 881                |
| Dic.12   | 10 355                            | 10,7                    | 96 853                |
| Dic.13   | 10 032                            | 9,8                     | 102 077               |
| Feb.14   | 10 114                            | 9,9                     | 102 644               |

Fuente: SBS.

Por ello habría un margen para generar demanda por títulos en soles a concesiones, principalmente con fondos de las AFP. De ser necesario, se podría mejorar la calificación de riesgo de los bonos de infraestructura mediante pólizas de garantía otorgadas por aseguradoras internacionales (como se hace en Chile). Así, una mayor variedad de títulos de calidad para colocar los fondos de pensiones elevará el retorno de estos recursos y permitirá financiar la acumulación de infraestructura necesaria para mejorar la competitividad.

Si no hubiese suficiente capacidad del mercado local para absorber una emisión de bonos importantes, las empresas concesionarias podrían colocar bonos en el exterior y cubrir el riesgo cambiario mediante operaciones de cobertura.





**Recuadro 5**

**EFFECTOS DE LA BRECHA DEL PRODUCTO SOBRE LA INFLACION: LA CURVA DE PHILLIPS**

Uno de los determinantes claves de la inflación es la brecha del producto porque la brecha recoge los incrementos en la actividad económica como consecuencia de presiones de demanda. En economías con elevada volatilidad macroeconómica (donde los choques agregados son altamente frecuentes), el traspaso de la brecha a la inflación es mayor, en tanto que en economías más estables dicho traspaso es cercano a 0,2. Este caso parece ser el del Perú.

La curva de Phillips vincula la reacción entre la inflación y el desempleo. Luego, se extendió para entender la relación entre inflación y brecha del producto. La versión más simplificada de la curva de Phillips Neo-Keynesiana de una economía cerrada se puede expresar de la siguiente manera:

$$\pi_t = \kappa y_t + \beta E_t(\pi_{t+1}) + (1 - \beta) (\pi_{t-1}) \quad (1)$$

donde  $\pi_t$  e  $y_t$  son la inflación y la brecha del producto en el periodo  $t$ , respectivamente;  $E_t$  es la expectativa condicional en el periodo  $t$ ;  $\kappa$ ,  $\beta$  y  $\gamma$  son la sensibilidad de la inflación a la brecha del producto y a la inflación esperada, respectivamente.

En términos teóricos, la interpretación  $\kappa$  de refleja principalmente la rigidez de precios que existe en la economía, en tanto que  $\beta$  mide que tanto los agentes toman en cuenta las expectativas futuras de inflación para fijar precios hoy. Así, si este parámetro es cercano a 1, indica que los agentes responden de manera importante a cambios en expectativas de inflación al fijar precios. En tanto que si este parámetro es pequeño, indica que la inflación muestra persistencia, y que en la formación de precios los agentes toman en cuenta más la inflación pasada, lo que suele ocurrir cuando existen mecanismos de indexación a la inflación por ejemplo.

En términos empíricos,  $\beta$  es aproximado a 1 (por lo general, entre 0,95 y 0,99) en tanto que  $\kappa$  es estimado como un parámetro libre. Vega y otros (2009) y Salas (2011) estiman que dicho valor está entre 0,10 y 0,20 para el caso de la economía peruana. Pincheira y Rubio (2010) estiman dicho valor en 0,23 para Chile, en tanto que estimaciones hechas para el caso de Colombia por parte de Nigrinis (2003) y Acuña-Roa y Parra-Polonia (2013) sugieren que dicho valor es menor a 0,10.

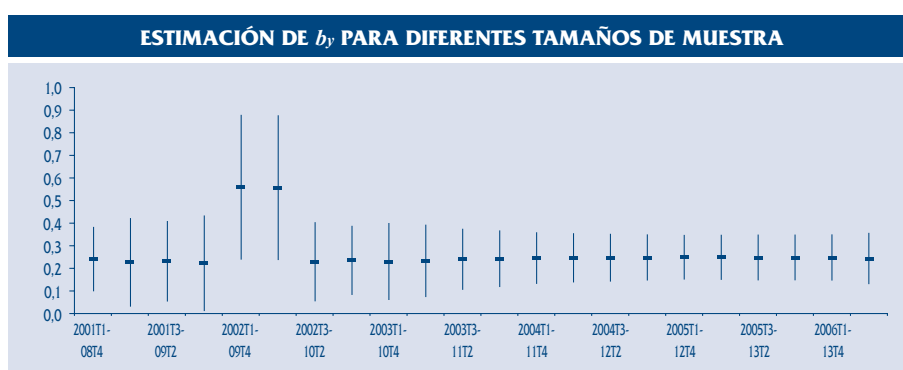
Por su parte, el Modelo de Proyección Trimestral del BCRP (MPT)<sup>7</sup> toma en cuenta que hay un efecto traspaso de la inflación importada hacia la inflación doméstica, hay un componente inercial en el comportamiento de la inflación y hay un componente de expectativas. Por ello, se usa la siguiente especificación de la curva de Phillips para una economía pequeña y abierta:

$$\begin{aligned} \pi_t &= a_s \pi_t^s + (1 - a_s) \pi_t^{ns} & (2) \\ \pi_t^s &= b_m \pi_t^m + (1 - b_m) [b_\pi \pi_{t-1}^s + (1 - b_\pi) \pi_t^e] + b_y y_{t-1} + \varepsilon_t & (3) \end{aligned}$$

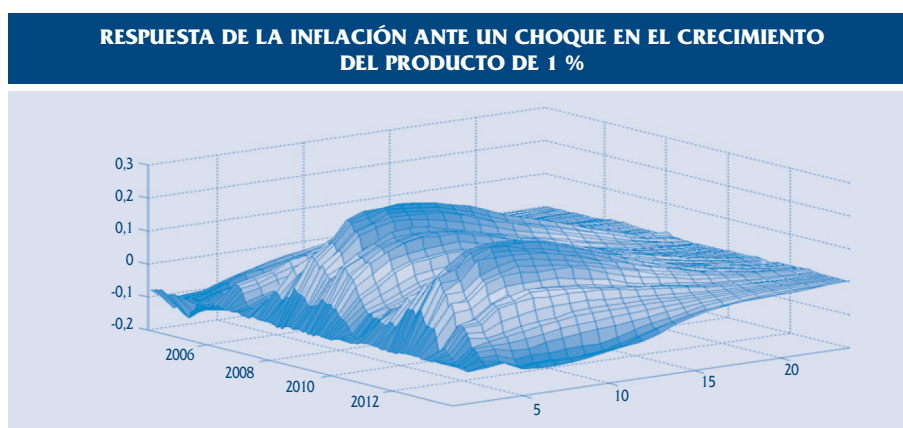
7 Para una explicación detallada de la derivación y estimación de este modelo, ver Winkelried (2013), "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y Novedades" Revista de Estudios Económicos N° 26.

donde  $\pi_t^s$ ,  $\pi_t^{ns}$ ,  $\pi_t^m$  y  $\pi_t^e$  son la inflación subyacente, no subyacente, importada y esperada, respectivamente; y,  $y_t$  es la brecha del producto.

Como se mencionó anteriormente,  $b_t$  estaría entre 0,10 y 0,20. Para verificar la estabilidad de este parámetro, se realizaron estimaciones recursivas con diferentes tamaños de muestra (*rolling window estimation*). Como se observa en la Figura 1, dicho parámetro se ha mantenido relativamente estable para diferentes tamaños de muestra, con un valor medio estimado de 0,24.



Mediante un sistema de vectores autorregresivos (VARs) con parámetros cambiantes se examina cómo ha venido respondiendo la inflación ante choques en el crecimiento del producto<sup>8</sup>. El sistema incluye el PBI real, el IPC de Lima Metropolitana, la emisión primaria, la tasa de interés interbancaria y el índice de tipo de cambio real. La muestra tiene información mensual desde 2006 hasta 2013. Como se observa en el Gráfico 2, la respuesta máxima de la inflación es 0,30, lo cual está en línea con estudios previos hechos para el Perú y otros países de la región.



8 Ver Cogley y Sbordone (2008), "Trend inflation, indexation, and inflation persistence in the New Keynesian Phillips Curve". American Economic Review 98:5, 2101–2126.



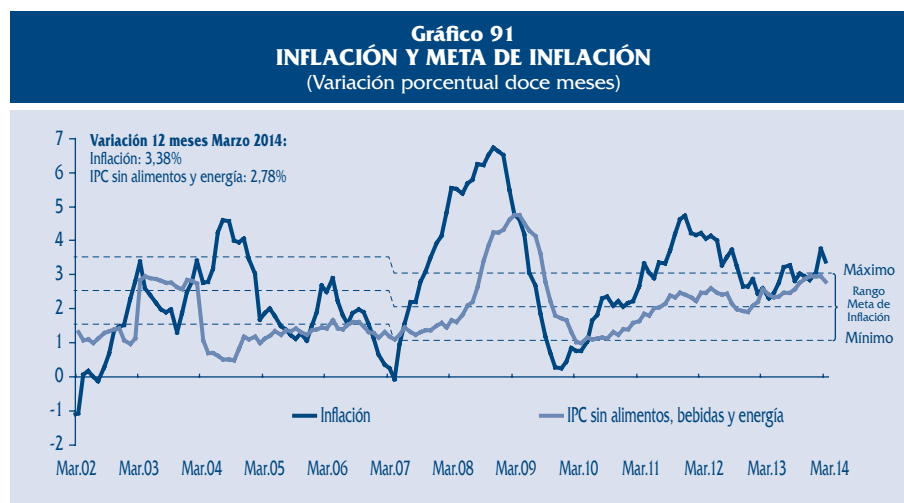


## VI. Inflación

### Ejecución a marzo

72. La tasa de inflación de los últimos doce meses aumentó de 2,86 por ciento en diciembre de 2013 a 3,38 por ciento en marzo de 2014, debido al efecto que tuvo la presencia de condiciones climáticas adversas. Los bienes que fueron principalmente afectados por este tipo de choques fueron los alimentos perecibles, en particular la cebolla y las legumbres. El alza de los precios que se produjo por este tipo de choques de oferta explica casi la totalidad de la aceleración de la inflación (0,5 puntos porcentuales).

La inflación sin alimentos y energía se mantuvo dentro del rango meta durante el primer trimestre, registrando una tasa anual de 2,8 por ciento a marzo, versus 3,0 por ciento a diciembre de 2013. La evolución de este indicador de tendencia inflacionaria se explica principalmente por la elevación del tipo de cambio en 8,2 por ciento a 12 meses a marzo.



73. El componente de **alimentos y energía** aumentó de una tasa anual de 2,7 por ciento en diciembre 2013 a 4,1 por ciento en marzo de 2014. Destacaron las mayores alzas en los precios de alimentos (2,2 por ciento en diciembre de 2013 a 3,7 por ciento en marzo de 2014), tarifas de electricidad (6,2 por ciento en diciembre 2013 a 6,7 por ciento en marzo 2014) y combustibles (6,0 por ciento en diciembre 2013 a 6,7 por ciento en marzo 2014).

| Cuadro 54<br>INFLACIÓN<br>(Variación porcentual) |              |             |             |              |             |             |             |             |             |             |
|--|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | Peso         | 2007        | 2008        | 2009         | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |             |
|  |              |             |             |              |             |             |             |             | Marzo       | 12 meses    |
| <b>IPC</b>                                       | <b>100,0</b> | <b>3,93</b> | <b>6,65</b> | <b>0,25</b>  | <b>2,08</b> | <b>4,74</b> | <b>2,65</b> | <b>2,86</b> | <b>0,52</b> | <b>3,38</b> |
| 1. <b>IPC sin alimentos y energía</b>            | <b>56,4</b>  | <b>1,49</b> | <b>4,25</b> | <b>1,71</b>  | <b>1,38</b> | <b>2,42</b> | <b>1,91</b> | <b>2,97</b> | <b>0,78</b> | <b>2,78</b> |
| a. Bienes  | 21,7         | 1,79        | 3,21        | 2,31         | 1,07        | 2,37        | 1,60        | 2,62        | 0,26        | 2,84        |
| b. Servicios                                     | 34,8         | 1,33        | 4,97        | 1,24         | 1,58        | 2,45        | 2,10        | 3,18        | 1,10        | 2,75        |
| 2. <b>Alimentos y energía</b>                    | <b>43,6</b>  | <b>5,91</b> | <b>8,58</b> | <b>-0,86</b> | <b>2,98</b> | <b>7,70</b> | <b>3,55</b> | <b>2,73</b> | <b>0,21</b> | <b>4,10</b> |
| a. Alimentos y bebidas                           | 37,8         | 6,02        | 9,70        | 0,57         | 2,41        | 7,97        | 4,06        | 2,24        | 0,07        | 3,70        |
| b. Combustibles y electricidad                   | 5,7          | 5,21        | 1,65        | -10,40       | 6,80        | 6,01        | 0,22        | 6,09        | 1,15        | 6,69        |
| Combustibles                                     | 2,8          | 6,45        | -0,04       | -12,66       | 12,21       | 7,54        | -1,48       | 5,95        | 1,66        | 6,65        |
| Electricidad                                     | 2,9          | 1,92        | 6,31        | -4,56        | 1,36        | 4,30        | 2,19        | 6,23        | 0,58        | 6,74        |

| Cuadro 55<br>INFLACIÓN<br>(Contribuciones ponderadas) |              |             |             |              |             |             |             |             |             |             |
|---|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | Peso         | 2007        | 2008        | 2009         | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |             |
|   |              |             |             |              |             |             |             |             | Marzo       | 12 meses    |
| <b>IPC</b>  | <b>100,0</b> | <b>3,93</b> | <b>6,65</b> | <b>0,25</b>  | <b>2,08</b> | <b>4,74</b> | <b>2,65</b> | <b>2,86</b> | <b>0,52</b> | <b>3,38</b> |
| 1. <b>IPC sin alimentos y energía</b>                 | <b>56,4</b>  | <b>0,67</b> | <b>1,88</b> | <b>0,74</b>  | <b>0,78</b> | <b>1,36</b> | <b>1,45</b> | <b>1,56</b> | <b>0,28</b> | <b>1,85</b> |
| a. Bienes   | 21,7         | 0,35        | 0,62        | 0,43         | 0,23        | 0,51        | 0,56        | 0,60        | 0,11        | 0,70        |
| b. Servicios  | 34,8         | 0,34        | 1,24        | 0,30         | 0,55        | 0,85        | 0,90        | 0,97        | 0,17        | 1,15        |
| 2. <b>Alimentos y energía</b>                         | <b>43,6</b>  | <b>3,24</b> | <b>4,80</b> | <b>-0,49</b> | <b>1,30</b> | <b>3,38</b> | <b>1,20</b> | <b>1,30</b> | <b>0,24</b> | <b>1,53</b> |
| a. Alimentos y bebidas                                | 37,8         | 2,84        | 4,67        | 0,28         | 0,91        | 3,03        | 1,04        | 1,12        | 0,21        | 1,33        |
| b. Combustibles y electricidad                        | 5,7          | 0,40        | 0,13        | -0,77        | 0,38        | 0,35        | 0,16        | 0,17        | 0,03        | 0,20        |
| Combustibles  | 2,8          | 0,36        | 0,00        | -0,68        | 0,34        | 0,23        | 0,08        | 0,09        | 0,02        | 0,11        |
| Electricidad  | 2,9          | 0,04        | 0,13        | -0,09        | 0,04        | 0,12        | 0,07        | 0,08        | 0,02        | 0,10        |

74. En el período enero-marzo los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación fueron matrículas y pensión de enseñanza, comidas fuera del hogar, cebollas y electricidad.

El rubro **matrículas y pensión de enseñanza** aumentó 4,2 por ciento. Ello como resultado de los incrementos registrados en las matrículas de colegios estatales y particulares al inicio del año escolar, así como en las pensiones de colegios particulares y universidades e institutos de enseñanza superior.

El rubro **comidas fuera del hogar** alcanzó una variación acumulada de 1,6 por ciento mayor que el del índice general de precios (1,4 por ciento). En los últimos 12 meses





este rubro alcanzó un crecimiento de 5,1 por ciento, mayor al de los alimentos dentro del hogar (3,1 por ciento).

También destacó el alza del precio de productos agrícolas como **cebolla** (50,4 por ciento), **legumbres frescas** (36,4 por ciento) y **zanahoria** (36,8 por ciento). La falta de lluvias afectó las cosechas de cebolla en Arequipa, mientras que los bajos precios en chacra desalentaron las siembras de arveja verde en Junín y Huancavelica (- 10 y 4 por ciento, respectivamente, en el período agosto-diciembre con respecto a la campaña anterior). Asimismo, las siembras de zanahoria en Junín cayeron 15 por ciento en ese mismo período, debido a los mayores costos requeridos para combatir problemas fitosanitarios.

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 3,9 por ciento, resultado que refleja el alza autorizada por Osinergmin en febrero (5,1 por ciento). El aumento se sustentó en los mayores costos por la incorporación de una nueva línea de transmisión, así como en la actualización de los precios a nivel de generación. Estos incorporaron un precio mayor para el gas natural, así como la liquidación trimestral del mecanismo de compensación entre usuarios regulados.

El rubro **gasolina y lubricantes** aumentó 5,5 por ciento, resultado que refleja el alza de los precios de referencia publicados por Osinergmin. Estos precios siguen la evolución de los precios de la costa norteamericana, afectados por la mayor demanda de combustible en invierno. Asimismo, la cotización internacional del petróleo WTI pasó de US\$ 92,9 el barril en marzo 2013 a US\$ 97,8 en diciembre y US\$ 100,6 en marzo 2014.

Por otro lado, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron transporte nacional, papa y carne de pollo.

Las **tarifas de transporte interprovincial** cayeron en promedio 11,5 por ciento, debido principalmente a la normalización de los precios luego de las fiestas de fin de año.

El precio de la **papa** disminuyó 4,6 por ciento, por los menores precios en las variedades blanca y color. Contribuyó a este resultado las mayores siembras en Huánuco y Lima (4 y 17 por ciento respectivamente, en el período julio-noviembre con respecto a la campaña anterior).

El precio de la **carne de pollo** cayó en promedio 1,3 por ciento. Se registraron alzas en los meses de enero (4,8 por ciento) y febrero (1,9 por ciento) ante la disminución de su oferta, después de la campaña navideña, y por el encarecimiento de algunos productos sustitutos como bonito, cojinova y perico. Esta situación se revirtió en marzo (-7,5 por ciento) por efecto de la mayor colocación de aves correspondiente a la oferta de ese mes (6,0 por ciento con respecto a marzo 2013), a lo que se sumó cierta recuperación del abastecimiento de jurel y bonito. En los últimos doce meses, el precio cayó 2,0 por ciento en un contexto de alto nivel de oferta y bajas

cotizaciones internacionales del maíz amarillo duro importado, principal alimento de las aves. Las cotizaciones de maíz amarillo duro disminuyeron de US\$ 285,6 la TM en marzo 2013 a US\$180,4 la TM en marzo 2014.

Otro producto que tuvo un aumento importante en los últimos doce meses fue el **pescado fresco y congelado** cuyo precio acumuló una variación de 15,3 por ciento en los últimos doce meses. Las condiciones climáticas variables y los oleajes anómalos afectaron la disponibilidad de la mayor parte de especies.

**Cuadro 56**  
**RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:**  
**ENERO - MARZO 2014**

| Positiva                         | Peso | Var.% | Contribución | Negativa            | Peso | Var.% | Contribución |
|----------------------------------|------|-------|--------------|---------------------|------|-------|--------------|
| Matrícula y pensión de enseñanza | 8,8  | 4,2   | 0,39         | Transporte nacional | 0,3  | -11,5 | -0,04        |
| Comidas fuera del hogar          | 11,7 | 1,6   | 0,21         | Papa                | 0,9  | -4,6  | -0,04        |
| Cebolla                          | 0,4  | 50,4  | 0,12         | Carne de pollo      | 3,0  | -1,3  | -0,04        |
| Electricidad                     | 2,9  | 3,9   | 0,11         | Uva                 | 0,1  | -22,0 | -0,03        |
| Gasolina y lubricantes           | 1,3  | 5,5   | 0,09         | Palta               | 0,1  | -16,0 | -0,02        |
| Legumbres frescas                | 0,2  | 36,4  | 0,08         | Pasaje de avión     | 0,4  | -5,3  | -0,02        |
| Huevos                           | 0,6  | 11,7  | 0,06         | Tomate              | 0,2  | -6,8  | -0,01        |
| Otras hortalizas                 | 0,4  | 9,4   | 0,04         | Duraznos            | 0,1  | -7,5  | -0,01        |
| Zanahoria                        | 0,1  | 36,8  | 0,04         | Choclo              | 0,1  | -4,1  | -0,01        |
| Otras frutas frescas             | 0,4  | 9,9   | 0,04         | Olluco y similares  | 0,1  | -5,8  | 0,00         |
| <b>Total</b>                     |      |       | <b>1,18</b>  | <b>Total</b>        |      |       | <b>-0,22</b> |

**Cuadro 57**  
**RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:**  
**ABRIL 2013 - MARZO 2014**

| Positiva                         | Peso | Var.% | Contribución | Negativa                   | Peso | Var.% | Contribución |
|----------------------------------|------|-------|--------------|----------------------------|------|-------|--------------|
| Comidas fuera del hogar          | 11,7 | 5,1   | 0,65         | Teléfonos                  | 2,9  | -2,9  | -0,07        |
| Matrícula y pensión de enseñanza | 8,8  | 4,9   | 0,46         | Carne de pollo             | 3,0  | -2,0  | -0,06        |
| Pasaje urbano                    | 8,5  | 2,9   | 0,25         | Azúcar                     | 0,5  | -6,7  | -0,04        |
| Electricidad                     | 2,9  | 6,7   | 0,19         | Papa                       | 0,9  | -4,1  | -0,04        |
| Compra de vehículos              | 1,6  | 9,0   | 0,13         | Transporte nacional        | 0,3  | -8,4  | -0,03        |
| Gasolina y lubricantes           | 1,3  | 6,5   | 0,10         | Otras hortalizas           | 0,4  | -3,8  | -0,02        |
| Pescado fresco y congelado       | 0,7  | 15,3  | 0,10         | Papaya                     | 0,2  | -6,7  | -0,01        |
| Gas                              | 1,4  | 6,8   | 0,10         | Gastos judiciales          | 0,4  | -3,5  | -0,01        |
| Productos medicinales            | 2,1  | 4,6   | 0,09         | Fréjol                     | 0,1  | -4,4  | -0,01        |
| Huevos                           | 0,6  | 15,7  | 0,08         | Helados y hielo comestible | 0,3  | -2,8  | -0,01        |
| <b>Total</b>                     |      |       | <b>2,15</b>  | <b>Total</b>               |      |       | <b>-0,30</b> |

### Proyección de precios internacionales

Se prevé que el precio del petróleo se reduzca durante el período de proyección alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 98 en 2014 en un escenario de crecimiento de la oferta de crudo. Ello a su vez contribuirá a la estabilización del precio del aceite de soya, al cual se sumaría el efecto de la desaceleración del crecimiento de China.





Por otro lado, se ha revisado al alza el precio del maíz y trigo. En el caso del maíz se estima un incremento de la demanda mundial, mientras que en el aumento del precio del trigo se prevé efectos contractivos sobre la oferta debido a factores climáticos en EUA y las restricciones de las exportaciones de Rusia y Ucrania debido a las tensiones entre ambos países.

#### a. Energía

El precio del **petróleo WTI** se incrementó 2,8 por ciento en el primer trimestre de 2014, promediando una cotización mensual de US\$/bl. 100,6 en marzo. El comportamiento ascendente registrado durante la mayor parte del periodo se asoció a un invierno más crudo de lo normal en Estados Unidos, a los temores que generó la crisis entre Rusia y Ucrania, a la abrupta caída en los inventarios de petróleo de la OECD y a recortes en la oferta global, particularmente en Libia.

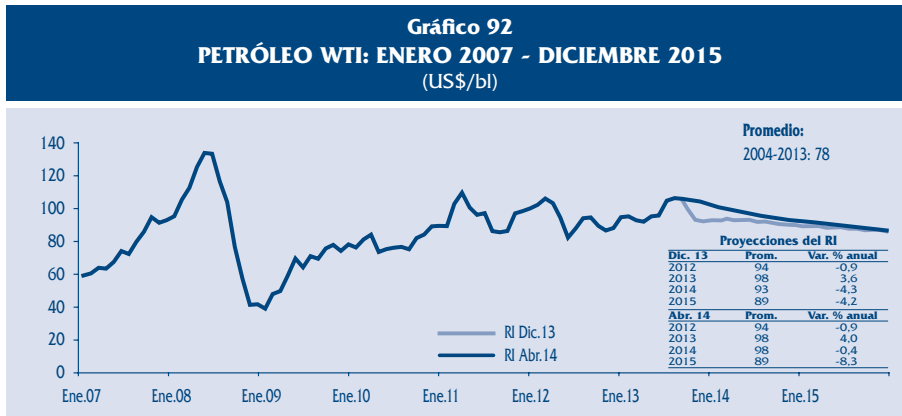
**Cuadro 58**  
**OFERTA Y DEMANDA INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y LÍQUIDOS COMBUSTIBLES**  
(Millones de barriles por día)

|   | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Oferta  | 87,38 | 88,65 | 90,94 | 91,52 | 92,75 |
| OPEP  | 34,74 | 35,81 | 37,58 | 36,85 | 36,30 |
| No OPEP                                       | 52,64 | 52,84 | 53,36 | 54,68 | 56,45 |
| Consumo                                       | 88,46 | 89,05 | 90,06 | 91,33 | 92,68 |
| OECD  | 47,02 | 46,47 | 45,97 | 46,05 | 46,01 |
| No OECD                                       | 41,44 | 42,58 | 44,09 | 45,28 | 46,68 |
| Balance de Mercado                            | -1,08 | -0,39 | 0,88  | 0,19  | 0,06  |
| <b>Inventarios fdp (millones de barriles)</b> |       |       |       |       |       |
| Inventarios Estados Unidos                    | 1 062 | 1 026 | 1 055 | 1 094 | 1 095 |
| Inventarios OECD                              | 2 679 | 2 606 | 2 664 | 2 564 | 2 551 |

Fuente: Oil Market Report, 14 de marzo de 2014, IEA, Estadísticas EIA.

Sin embargo, esta situación sería temporal. Diversas instituciones proyectan un crecimiento de la oferta de crudo. Se estima que la producción de Estados Unidos continuaría aumentando y que la producción de algunos países miembros de la OPEP (como Irán e Irak) se normalizaría. En este contexto, se prevé que el precio del petróleo WTI se reduzca durante el periodo de proyección, aunque se corrige al alza los niveles respecto a los estimados en el Reporte de Inflación de diciembre. Se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente. Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a un crecimiento de la producción de Estados Unidos mayor a la esperada.

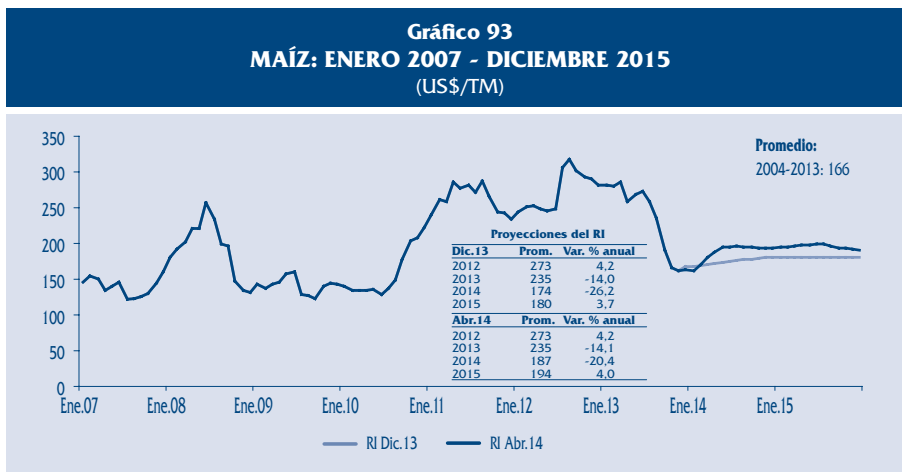




**b. Maíz**

En marzo, la cotización internacional promedio del maíz fue de US\$/TM 180, mayor en 11,8 por ciento al cierre promedio de diciembre 2013. Esta variación refleja, principalmente, los incrementos de los meses de febrero y marzo (5,3 por ciento y 7,1 por ciento respecto al mes previo, respectivamente). La tendencia creciente de los precios del grano estuvo impulsada por la ola de frío en EUA durante los meses de enero y febrero y las tensiones geopolíticas en Ucrania (importante exportador de maíz) durante marzo. Las mayores exportaciones del grano y las condiciones de sequía en la zona productora de EUA añadieron presiones al alza.

Entre diciembre y marzo, el Departamento de Agricultura de EUA (USDA) revisó a la baja los inventarios finales globales de la campaña 2013/2014 de maíz pasando de 162,5 millones de TM en diciembre a 158,5 millones de TM en marzo debido al incremento de la demanda mundial. Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se cotice a niveles superiores a los del Reporte de Inflación previo.

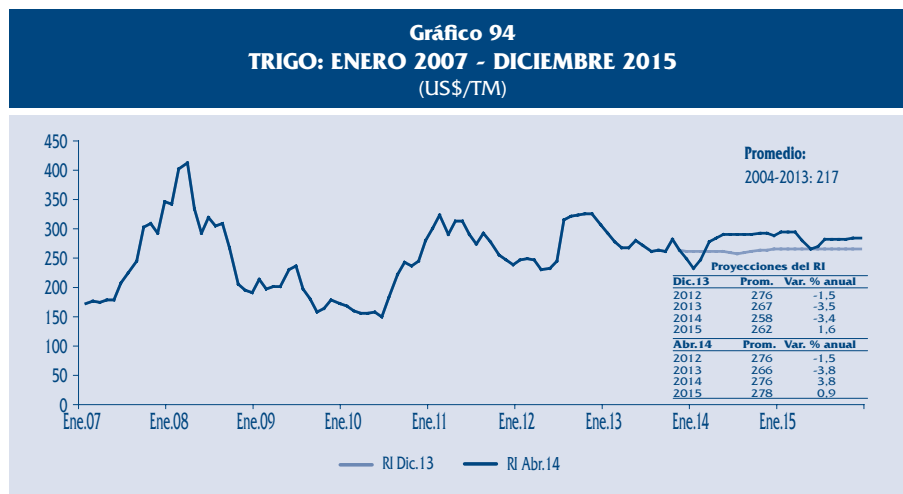




### c. Trigo

Al mes de marzo, el precio internacional del **trigo** presentó un incremento acumulado de 12,2 por ciento, cerrando en un nivel promedio de US\$/TM 276. Este mayor precio refleja los incrementos en los meses de febrero y marzo (5,6 y 13,5 por ciento respecto al mes previo, respectivamente) luego de los menores precios registrados en mes de enero (-6,4 por ciento).

La cotización de trigo retrocedió el primer mes del año debido a la revisión al alza de los inventarios finales de trigo por parte de USDA por las mayores exportaciones y producción, pero este efecto se disipó luego que la agencia redujera sus estimaciones en los siguientes dos meses. Estas reducciones estuvieron asociadas a temores que el clima polar en EUA dañe los cultivos de invierno y a la falta de humedad en la zona de la Planicie. Además, un factor que agregó mayor presión al alza en el precio del trigo fueron las tensiones entre Rusia y Ucrania (dos de los mayores exportadores de trigo) que generaron expectativas de restricciones de sus exportaciones. Considerando lo anterior, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles superiores a los del Reporte de Inflación previo.

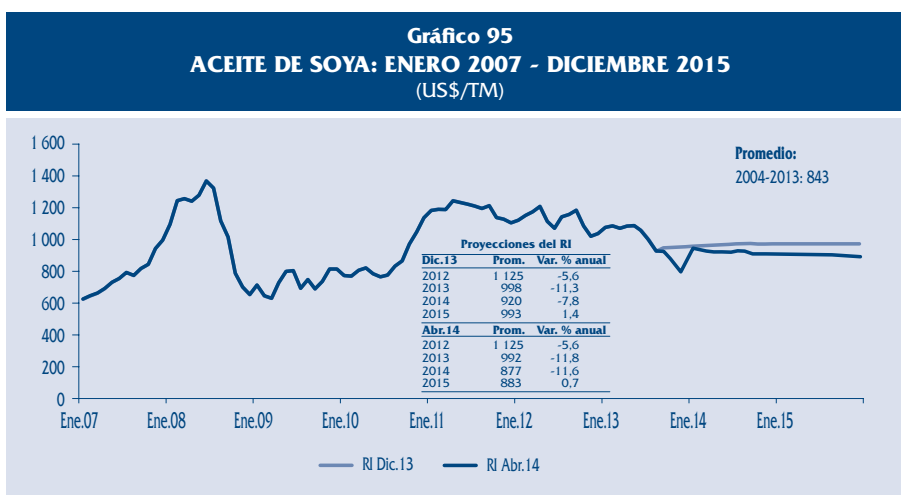


### d. Aceite de Soya

La cotización promedio de marzo del **aceite de soya** fue US\$/TM 900, nivel superior en 8,6 por ciento al promedio del último mes del año previo. La cotización promedio retrocedió en enero a un ritmo de 7,0 por ciento, pero aceleró en los siguientes dos meses (6,2 por ciento en febrero y 10,0 por ciento en marzo).

Los mayores precios del aceite de soya se explican por la mayor demanda por la soya estadounidense luego de que la cosecha de Sudamérica registrara retrasos (clima extremo en Argentina y Brasil). Ello se reflejó en una disminución de los inventarios.

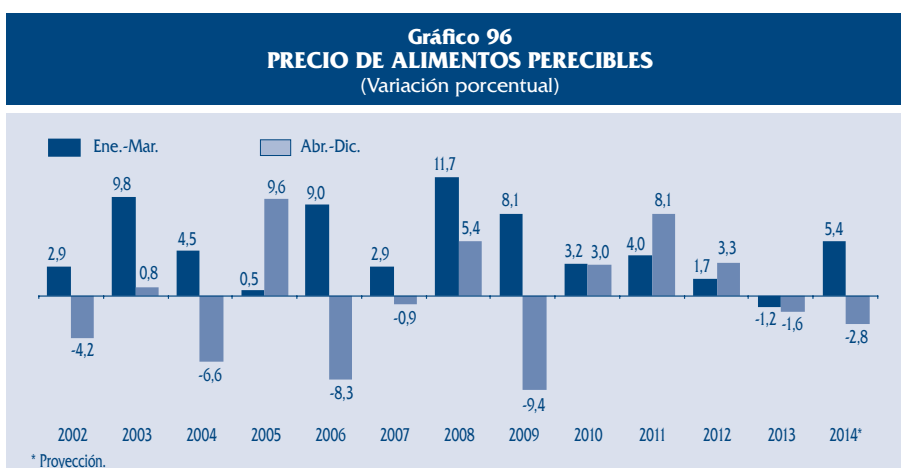
Sin embargo, en el horizonte de proyección se espera que los precios se estabilicen en línea con la desaceleración del crecimiento de China y los menores precios del petróleo.



### Proyección de inflación

75. Se proyecta un incremento de los precios de alimentos y energía de 3,3 por ciento en el 2014, frente al 3,0 por ciento de la proyección previa. Por un lado, se espera una normalización en la oferta de alimentos de manera que sus precios se desacelerarían de 3,7 por ciento a 2,8 por ciento entre marzo y diciembre y, por otro lado, los precios de la energía tenderían a una alza desde 6,7 por ciento a marzo a 6,9 por ciento lo cual reflejaría la actualización de los contratos de generación eléctrica.

Para los alimentos agrícolas perecibles se espera una caída en sus precios entre abril y diciembre, por estacionalidad y reversión de choques internos.

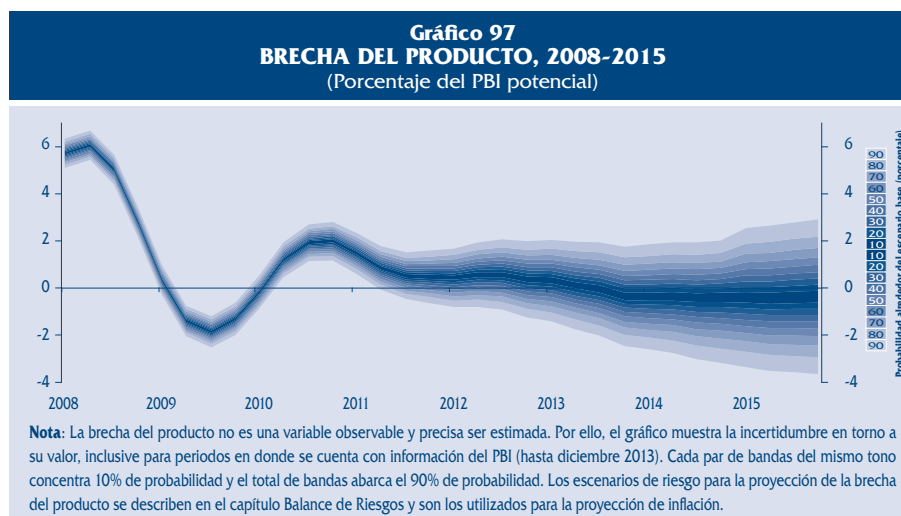




76. Otro determinante de la inflación que refleja presiones inflacionarias de demanda es la **brecha del producto**. Esta brecha se ve afectada por diversos tipos de impulso: impulso externo, impulso fiscal, impulso privado e impulso monetario. El escenario base de proyección prevé un ciclo económico neutral en el que la brecha producto se mantendrá ligeramente negativa en el 2014 y más cercana a cero en el 2015.

En el frente externo se prevé un menor impulso que el considerado en el Reporte de Inflación de diciembre debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales (especialmente la moderación del crecimiento de China) y una reducción más pronunciada a la esperada en los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo en 2014, que aliviaría parcialmente la contribución negativa sobre la brecha del producto del impulso externo, y que las condiciones de confianza de consumidores y empresarios se mantendrían en el tramo optimista.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla condiciones monetarias que se mantienen flexibles. 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.

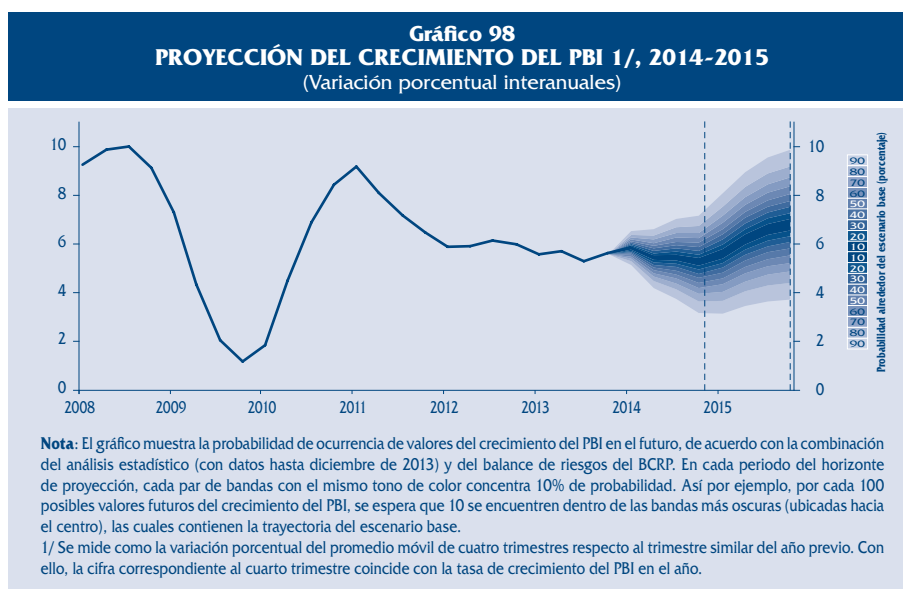


77. Como se mencionó, el escenario base de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 5,5 por ciento, menor al proyectado en el Reporte de diciembre (6,0 por ciento). Esta revisión se explica por la moderación del crecimiento de la actividad económica privada, brecha producto ligeramente negativa, y una menor productividad en el sector primario que se espera se revierta en 2015, en la medida que los proyectos de inversión de gran escala, principalmente en el sector minero, se ejecuten en los plazos previstos. Para 2015, la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en 6,7 por ciento.

Toda proyección de crecimiento del PBI está sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados que la desvíen de su escenario central. Bajo este contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente.

En un escenario de riesgo de origen interno se podrían presentar choques adversos de demanda vinculados a trabas que dificultan la inversión privada, así como posibles dificultades en la ejecución programada del gasto público, lo que afectaría negativamente la confianza empresarial. Por su parte, se mantiene alta la incertidumbre de cómo la evolución de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. Destacan las señales recientes que apuntan a la moderación del crecimiento de las economías emergentes (especialmente China) y una reducción más rápida de la esperada del programa de compras de activos de la Fed.

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

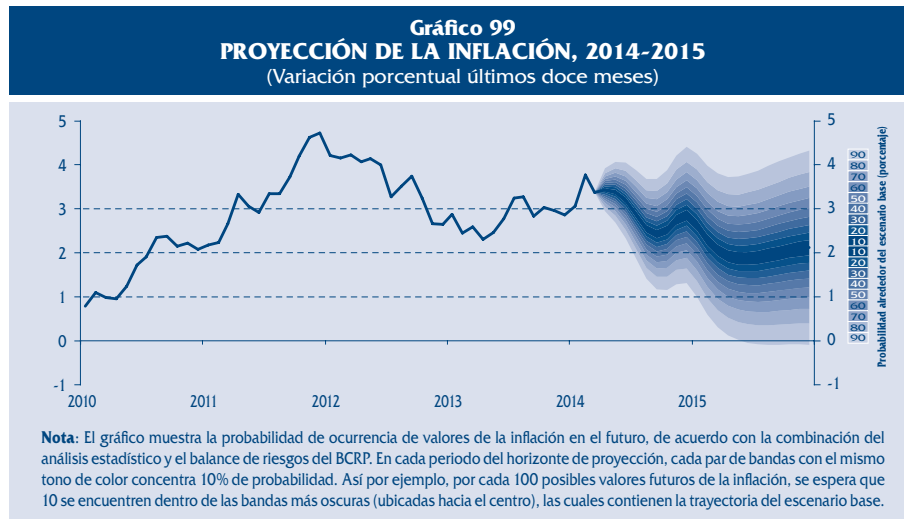


78. La tasa de inflación en el primer trimestre de 2014 se ubicó transitoriamente por encima del rango meta, influenciada por la evolución de factores de oferta, que incidieron en el alza de los precios principalmente de algunos alimentos. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar el 2 por ciento en el horizonte de proyección 2014-2015. Este escenario considera que no habría presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de





proyección y que las expectativas de inflación se mantendrían ancladas dentro del rango meta.



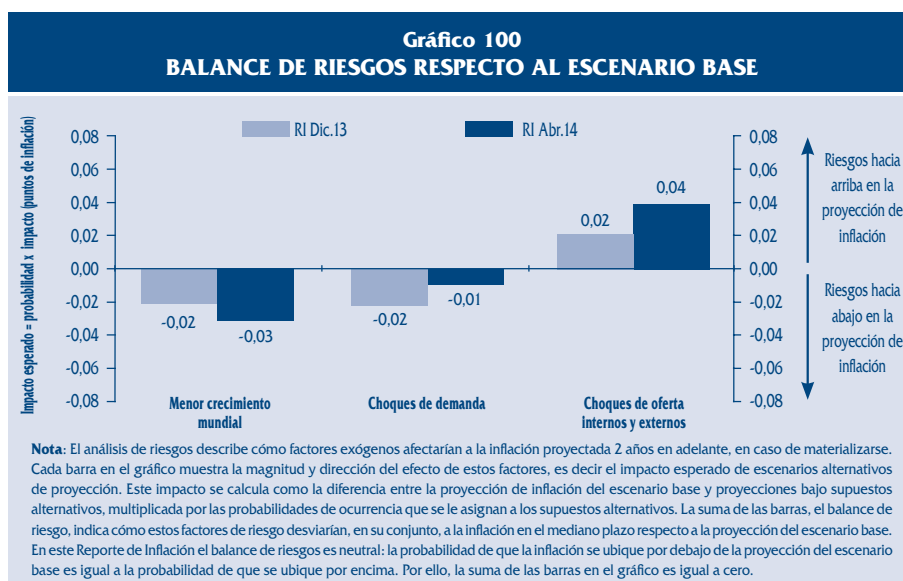
## VII. Balance de riesgos

79. 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 y segundo, la probabilidad de ocurrencia que se le asigna a cada escenario de riesgo. Estos factores determinan en conjunto el sesgo del balance de riesgos de la proyección de inflación.

Los principales riesgos que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base de proyección son similares a los contemplados en el Reporte de Inflación de diciembre, y están asociados con un menor crecimiento mundial, una posible desaceleración de la demanda interna mayor a la considerada en el escenario base, y con la ocurrencia de choques de oferta, tanto internos como externos.

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 en el horizonte de proyección, por lo que la probabilidad de desviaciones de las proyecciones al alza equivale a la probabilidad de desviaciones a la baja.





La incidencia de los riesgos antes mencionados en la proyección de inflación para el horizonte 2014-2015, con la información disponible a marzo de 2014, indica que la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en el año 2015 es de 56 por ciento y de que se ubique por debajo de 3 por ciento es de 78 por ciento.

### **Conclusiones**

80. Se mantiene la previsión de una convergencia de la inflación al rango meta en el 2014, y que la influencia de los factores transitorios que aceleraron el ritmo de inflación en el primer trimestre se irá disipando en los siguientes meses. El balance de riesgos es neutral y es consistente con un crecimiento del PBI a tasas no muy lejanas de su nivel potencial, influenciadas por una demanda externa menor que la esperada, un impulso fiscal positivo y condiciones monetarias flexibles.

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